

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

GROWTH

ECONOMY

**Thematic paper** | CROSS ASSET Investment Strategy

Octobre 2019

## **Italie : nouveau cadre budgétaire sans grande ambition**

Research  
& Macro  
Strategy

## Italie: nouveau cadre budgétaire sans grande ambition



ANNALISA USARDI, CFA  
Économiste senior,  
Recherche macroéconomique

Achevé de rédiger le 10/10/2019

### L'essentiel

Le 30 septembre, le nouveau gouvernement italien a publié une mise à jour de son document économique et financier d'avril, avec de nouveaux plans budgétaires pour les années 2019 à 2022 et une révision des hypothèses économiques sous-jacentes.

La note de mise à jour du budget fait preuve de peu d'ambition pour le moment, que ce soit en termes de renforcement de la croissance ou d'assainissement des finances publiques et ce budget peut être considéré comme une transition visant à rétablir la confiance et à affirmer la détermination de l'Italie à respecter autant que possible le cadre de l'UE.

De fait, l'objectif de déficit pour 2020 est fixé à 2,2 %, conformément aux attentes et dans la limite de la flexibilité maximale dont l'Italie pourrait bénéficier de la part de la Commission européenne.

Tout en veillant à respecter les objectifs énoncés dans son programme publié il y a quelques semaines (c'est-à-dire à essayer de présenter un budget légèrement expansionniste) sans mettre en péril les finances publiques, les projections budgétaires reposent sur certaines hypothèses dont la concrétisation reste incertaine et qui soulignent les faiblesses d'un pays fortement endetté.

Le 30 septembre, le gouvernement italien nouvellement formé a publié la mise à jour de son document économique et financier d'avril (*Documento di Economia e Finanza*), dans lequel il présente ses nouveaux projets de budget pour les années 2019-2022 et les hypothèses économiques sur lesquelles ils reposent. **En résumé, la note de mise à jour du budget affiche peu d'ambition en matière de renforcement de la croissance ou d'amélioration des finances publiques, tout en s'appuyant sur quelques hypothèses incertaines et en soulignant la fragilité d'un pays fortement endetté.**

La note de mise à jour n'a guère surpris, l'objectif de déficit proposé (2,2 %) étant, dans l'ensemble, conforme aux attentes et aux intentions communiquées par les responsables du gouvernement. Celle-ci fixe dès à présent le cadre général, en termes de projections économiques et d'objectifs en matière de déficit. Les moyens concrets pour atteindre ces objectifs seront élaborés plus en détail d'ici le 15 octobre (date à laquelle le document devrait être soumis à la Commission européenne) et de manière complète avant le 31 décembre, date à laquelle la loi budgétaire devrait être définitivement approuvée par le Parlement italien.

Bien que l'objectif de 2,2 % ne semble différer que peu du précédent qui visait 2,4 %, sa composition s'avère être bien différente. Les prévisions de croissance sous-jacentes ont été considérablement revues à la baisse, les projections de déficit ne sont pas augmentées (2019 et 2020 restent à 2,2 %) et le produit des privatisations a été ramené à des objectifs plus faciles à atteindre.

**Pourtant, certains points délicats et hypothèses discutables subsistent :**

- **en vue d'atteindre son objectif de déficit, le gouvernement compte sur des recettes plus élevées provenant de la lutte contre la fraude fiscale** (environ 7 milliards d'euros), or celles-ci constituent l'une des principales sources de financement supplémentaire pour le budget cette année alors

“La note de mise à jour du budget affiche peu d'ambition en matière de renforcement de la croissance ou d'amélioration des finances publiques.”

qu'elles dépendent du succès de mesures de lutte contre la fraude fiscale qui n'ont pas encore été rendues publiques ;

- **pour parvenir à faire converger le ratio dette/ PIB vers des niveaux moindres, les projections se fondent sur une baisse du service de la dette (liée au marché) et sur une augmentation assez importante du déflateur du PIB**, ce qui facilite le maintien de la croissance nominale au-dessus du taux d'intérêt moyen de la dette et constitue donc un facteur déterminant de la trajectoire décroissante du ratio dette/PIB que le gouvernement attend pour 2020-2022 ;
- le gouvernement lui-même souligne que les projections ne sont pas conformes au règlement sur la dette, bien que la réduction prévue de la dette en 2020 soit significative. **Implicite, le gouvernement compte donc sur un certain niveau de flexibilité de la part de la Commission européenne** pour éviter un nouvel « écart significatif » susceptible de se traduire par une procédure pour déficit excessif (PDE).

“Le gouvernement compte implicitement sur un certain niveau de flexibilité de la part de la Commission européenne.”

**Ce budget peut être considéré, d'une manière générale, comme un budget de transition, dans lequel le gouvernement tente de se conformer aux objectifs énoncés dans son programme publié il y a quelques semaines: essayer de présenter un budget légèrement expansionniste sans mettre en péril les finances publiques et rester conforme à l'esprit du pacte de stabilité et de croissance (PSC).** Comme évoqué précédemment, c'est là un véritable numéro d'équilibriste.

Ce budget a-t-il permis de cocher toutes les cases souhaitées par le gouvernement ?

- **Politique budgétaire légèrement expansionniste.** Le budget proposé peut être considéré comme légèrement expansionniste par rapport au précédent. Bien que le déficit reste inchangé à 2,2 % entre 2019 et 2020, la correction structurelle implicite de 0,7 % du PIB intégrée dans la projection inchangée de la législation (où la TVA augmente) est mise de côté pour se transformer en expansion de 0,1 % du PIB en 2020 dans le nouveau cadre (où la TVA n'augmente pas). En effet, la différence s'élève à environ 14,4 milliards d'euros de déficit supplémentaire, ce qui correspond au coût de la suppression de l'augmentation de TVA.

**Table 1:**  
**principales projections budgétaires (en % du PIB)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Déficit</b>	-2,4	-2,2	-2,2	-2,2	-1,8	-1,4
<b>Solde primaire</b>	1,3	1,5	1,3	1,1	1,3	1,5
<b>Dépenses en intérêts</b>	-3,8	-3,7	-3,4	-3,3	-3,1	-2,9
<b>Déficit structurel</b>	-1,4	-1,5	-1,2	-1,4	-1,2	-1
<b>Variation structurelle</b>	-0,6	-0,1	0,3	-0,1	0,2	0,2
<b>Ratio dette/PIB (brut)</b>	134,1	134,8	135,7	135,2	133,4	131,4
<b>Ratio dette/PIB (net)</b>	130,7	131,5	132,5	132	130,3	128,4
<b>Cessions d'actifs par l'État</b>	0	0	0	0,2	0,2	0,2

- **Conformité avec le PSC? Pas vraiment, mais espoirs de flexibilité.** Les règles de l'UE ne visent pas le déficit global, mais le solde structurel. Si le déficit dépasse 3 % et que le ratio dette/PIB est supérieur à 60 % et qu'il ne diminue pas à un rythme suffisant (cas de l'Italie), l'État membre doit procéder à un assainissement budgétaire pour corriger cet écart.

En « temps normal » (avec un écart de production (*output gap*) compris entre 1,5 % et -1,5 %), l'assainissement doit représenter au moins 0,5 % du PIB. Or, selon les prévisions publiées au printemps (écart de production de -0,3 % en 2019 et de -0,1 % en 2020), l'Italie relève de ce scénario.

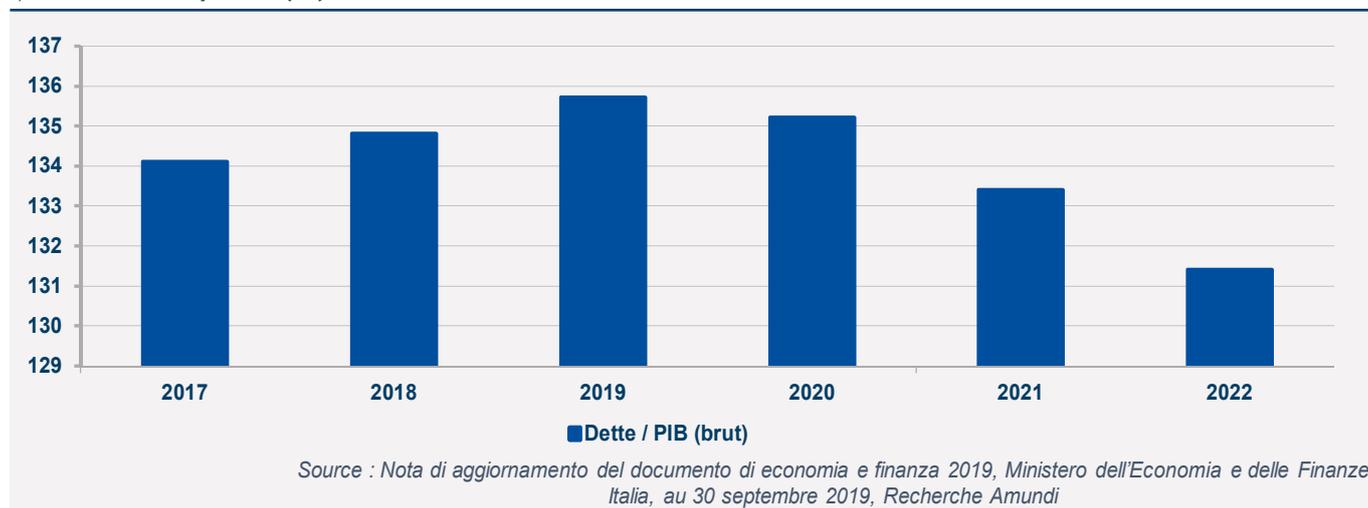
Toutefois, au lieu de l'assainissement exigé par la Commission européenne, le gouvernement propose pour 2020 un changement structurel de -0,1 % du PIB, reportant l'assainissement aux années suivantes. En outre, la note elle-même reconnaît qu'il y a un écart significatif sur les dépenses publiques pour la période 2018-2019 et que pour 2020, les dépenses publiques devraient augmenter au lieu de se contracter comme le prévoient les règles. **L'Italie se trouve donc dans la nécessité d'éviter une PDE en se maintenant en deçà du seuil qualifié « d'écart significatif »,** ce qui serait le cas si l'écart atteignait 0,6 % (correction imposée de +0,5 %, écart budgétaire de -0,1 %).

**Il sera crucial d'observer l'évolution des négociations avec la Commission européenne, car implicitement, le gouvernement mise sur une plus grande flexibilité.** Les prévisions d'automne (publiées début novembre) pourraient être déterminantes et ce n'est pas un hasard si M. Gentiloni, membre de la Commission chargé des affaires économiques, les a mentionnées comme étant particulièrement pertinentes lors de ses auditions devant le Parlement européen.

**L'ampleur de l'écart de production et la phase du cycle économique sont les éléments sur lesquels l'Italie pourrait se fonder pour solliciter davantage de flexibilité.** La première étape consiste à positionner l'économie comme étant en « période difficile » (et non en « période normale »), en faisant valoir que l'écart de production est supérieur à -1,5 % (il est effectivement estimé dans la Note à 1,8 % et 1,7 % respectivement en 2019 et 2020) de sorte que la correction demandée ne devrait pas dépasser 0,5 % (avec un taux de croissance du PIB au potentiel). **Les journaux italiens font état de rumeurs selon lesquelles la Commission européenne serait disposée à admettre une certaine flexibilité, bien que limitée (0,2 %),** ce qui correspond à l'ampleur de la demande que le gouvernement italien prévoit de formuler dans son projet de plan budgétaire en octobre. **Il en résulterait un écart de 0,4 % (contre 0,6 %) qui serait suffisant pour se conformer aux exigences du « volet préventif » du PSC.**

“L'ampleur de l'écart de production et la phase du cycle économique sont les éléments sur lesquels l'Italie pourrait se fonder pour solliciter davantage de flexibilité.”

## 1/ Ratio dette / PIB (%)



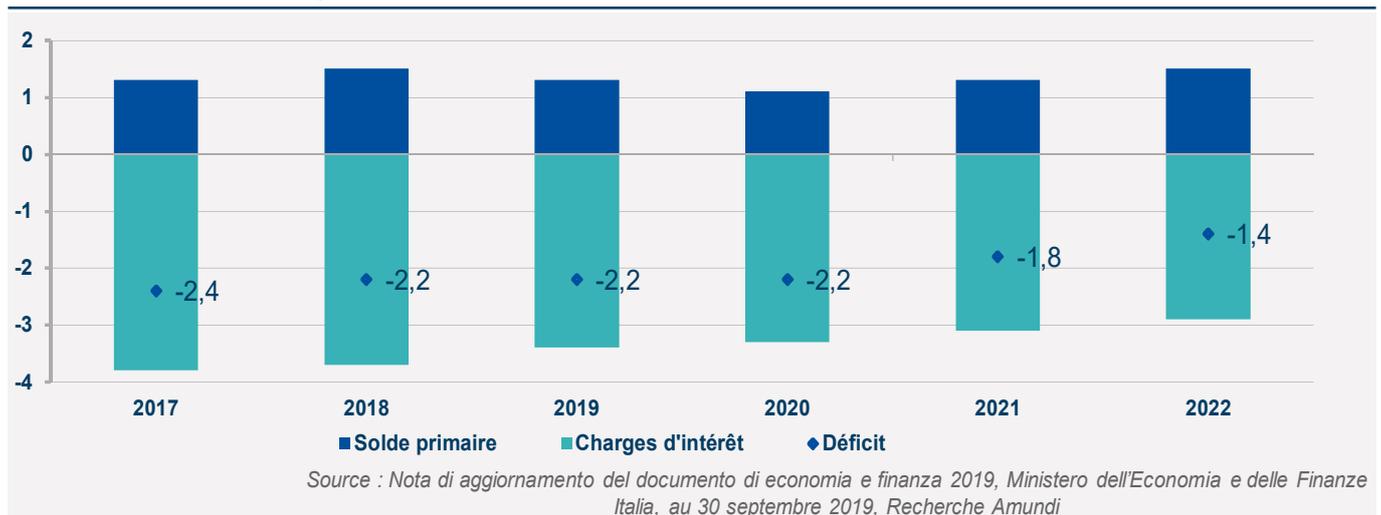
- **Mise en péril des finances publiques? Non, sous certaines conditions.** Selon les estimations, l'écart du solde primaire en 2020 (1,1 %) par rapport à sa moyenne à long terme (1,4 %) serait temporaire et limité à 2020. Selon les prévisions actuelles du marché, les dépenses en intérêts devraient rester nettement inférieures aux estimations d'avril au cours de la période de prévision, et le déficit est attendu en baisse de 2,2 % en 2020 à 1,8 % en 2021 et 1,4 % en 2022. La dette à 134,8 en 2018 passerait à 135,7 en 2019 pour ensuite revenir à une trajectoire légèrement décroissante (131,4 en 2022). L'augmentation de la dette en 2019 résulte principalement de l'élimination du budget du produit des privatisations qui ne devraient plus se concrétiser et qui se sont élevées à 1 % du PIB en 2019.

Tout semble conforme à l'esprit du PSC, toutefois, ces projections s'accompagnent d'importantes réserves: les projections du marché sur les taux doivent se maintenir et les projections économiques doivent se concrétiser.

En effet, la trajectoire descendante du ratio dette/PIB est possible parce qu'en 2020 la croissance du PIB nominal est attendue au-dessus du taux d'intérêt moyen de la dette. Toutefois, la première dépend des anticipations de croissance réelle (raisonnablement conformes au consensus et aux nôtres) et du déflateur du PIB, qui relève la croissance du PIB nominal à plus de 2 % à partir de 2020. C'est ici la variable clé de la trajectoire du ratio dette/PIB et qui, selon nous, présente le risque le plus important.

Une autre question se pose ici : selon les récentes déclarations du ministre des Finances, le déflateur s'accompagne en 2021 d'une désactivation partielle de l'augmentation automatique de la TVA (la moitié du total, soit 14 milliards d'euros), ce qui explique le décalage entre les projections programmatiques et les tendances du déflateur. Ainsi, savoir quelle part de l'augmentation de la TVA est intégrée dans les projections de 2021 serait essentiel pour évaluer les éventuels points de friction avec la Commission européenne, car depuis quelques années celle-ci n'inclut pas les augmentations de la TVA dans ses projections (puisque celles-ci sont généralement écartées).

## 2/Prévisions des charges d'intérêt en % du PIB



**Table 2 :  
Projections économiques**

	2019	2020	2021	2022
Taux de croissance (%)				
<b>PIB de référence en termes réels</b>	0,1	0,4	0,8	1
<b>PIB réel projeté</b>	0,1	0,6	1	1
<b>Base de référence du déflateur du PIB</b>	0,9	1,9	1,5	1,5
<b>Déflateur du PIB projeté</b>	0,9	1,3	1,7	1,7
<b>PIB de référence en nominal</b>	1	2,3	2,3	2,5
<b>PIB nominal projeté</b>	1	2	2,7	2,6

- **Allons-nous changer nos attentes ? C'est peu probable, pas encore et pas pour le budget.** Toute révision de nos attentes devrait probablement résulter davantage de l'évolution de la situation à l'extérieur que de l'intégration du nouveau budget. La principale évolution d'ordre « intérieur » qui pourrait avoir une incidence sur nos prévisions serait une reprise des investissements qui pourraient bénéficier de la courbe de rendement plus faible en plus de la poursuite du soutien budgétaire à l'industrie 4.0, ce qui pourrait poser

un risque haussier pour nos projections. D'autres mesures, notamment le maintien à son niveau actuel de la TVA, pourraient ne pas avoir un impact significatif, leur prise en compte étant anticipée par les opérateurs du marché. Nous prévoyons actuellement une croissance de 0,1 % en 2019 et de 0,4 % en 2020. Ce qui correspond précisément au scénario de référence adopté dans la note de mise à jour.

“Le gouvernement estime que les nouvelles politiques pourraient ajouter 0,2 % à la croissance du PIB en 2020 et 2021.”

**Table 3:**  
**Gouvernement italien - estimation de l'impact des principales politiques**

(%)	2020	2021	2022
<b>Évitement d'une hausse de la TVA</b>	0,3	0,2	-0,2
<b>Réduction du coût du travail</b>	0,1	0,1	0,1
<b>Prorogation des mesures arrivant à expiration</b>	0,1	0,2	0,1
<b>Revenus plus élevés</b>	-0,1	-0,2	-0,1
<b>Diminution des dépenses</b>	-0,1	0	0
<b>Effet cumulé des nouvelles politiques</b>	0,2	0,2	0
<b>Projection du PIB de référence</b>	0,4	0,8	1
<b>Projection du PIB attendu (nouvelles politiques)</b>	0,6	1	1

**Estimation de l'impact économique par le gouvernement.** En plus de ces estimations, le gouvernement estime que les nouvelles politiques pourraient ajouter 0,2 % à la croissance du PIB en 2020 et 2021, comme indiqué dans le tableau ci-dessous. L'introduction de la mesure destinée à réduire le coût du travail pourrait avoir un impact positif (estimé à 0,1 % du PIB par le gouvernement) tout comme la prorogation des politiques existantes, notamment celle concernant l'industrie 4,0 (0,1 % du PIB). L'impasse sur la hausse prévue de la TVA pourrait stimuler le PIB à hauteur de 0,3 % en 2020. Les mesures de financement, dont on s'attend à ce qu'elles aient un faible coefficient multiplicateur et qu'elles soient de taille limitée, devraient peser sur le PIB à hauteur de 0,2 %. Dans l'ensemble, l'impact économique devrait être de 0,2 % du PIB, ce qui représente une hausse des projections économiques du niveau de référence de 0,4 % à 0,6 %.

## Publications précédentes

### THEMATIC PAPERS



#### **La réforme des retraites française : (suite)**

Valérie LETORT — Stratégie Taux (2019-09)

#### **France: les réformes continuent malgré les risques**

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique (2019-07)

#### **Turkey: inflation, exchange rate's pass-through and monetary policy**

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique (2019-06)

#### **La Turquie est-elle vraiment sortie d'affaire ?**

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique (2019-01)

#### **Perspectives économiques 2020**

Recherche Macroéconomique (2018-12)

#### **Maroc: des risques économiques modérés**

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique (2018-11)

#### **Pays d'Europe centrale: Horizon 2020**

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique (2018-11)

#### **Résultats des entreprises en 2019: un net ralentissement est à prévoir!**

Ibra WANE — Stratégie Actions (2018-10)

#### **La réforme des retraites française: cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État ?**

Valérie LETORT — Stratégie Taux (2018-09)

#### **Loi Pacte: quels changements pour l'épargne des Français ?**

Marie BRIERE — Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs,  
Xavier COLLOT — Directeur Épargne Salariale & Retraite (2018-06)

#### **France: un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire**

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique (2018-05)

#### **Profit trend and cycle analysis: a long-medium-short term sanity check**

Federico CESARINI, Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset (2018-05)

#### **À la croisée des chemins\_panorama des marchés de taux**

Valentine AINOUIZ, Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit  
Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change (2018-05)

---

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

Octobre 2019 | Thematic paper

---

### Avertissement

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, « Société par actions simplifiée » SAS au capital de 1086262605 € – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437574452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images – Kagenmi

### Rédacteurs en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

### Conception et support

Berger Pia, équipe de Recherche

Poncet Benoit, équipe de Recherche

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise sur le site:

[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)