

# Faut-il craindre le scénario d'un « Italexit » ?

Sur fond de rhétorique eurosceptique, une nouvelle crise des dettes est possible, redoutent des économistes

**I**l faudra plus que des mots pour convaincre. Depuis sa désignation, mercredi 23 mai, le nouveau chef de gouvernement italien, Giuseppe Conte, s'efforce d'envoyer des signaux rassurants à ses partenaires européens. Mais s'il affirme vouloir « confirmer la place de l'Italie en Europe » et maintenir le dialogue, Paris, Berlin et Bruxelles attendent de juger sur pièces. Car, au regard du programme proposé par la Ligue (extrême droite) et le Mouvement 5 étoiles (« anti-système »), la liste des sujets de tensions à venir avec les Européens semble inépuisable. Et explosive.

Même si le projet de quitter la zone euro a été supprimé du document final, les deux formations eurosceptiques proposent en effet de renégocier les traités européens. Et ce, afin de pouvoir lancer un cocktail de baisses d'impôts et de nouvelles dépenses avoisinant les 100 milliards d'euros, susceptibles de faire gonfler le déficit public italien au-delà de la limite de 3 % du produit intérieur brut (PIB). « S'ils appliquent leurs promesses, la dette publique pourrait dépasser les 130 % du PIB », estime Nicola Nobile, analyste chez Oxford Economics, à Milan. Au risque que cette dernière devienne insoutenable.

Le souvenir de la crise des dettes souveraines de 2011-2012, où l'envolée des taux d'emprunt des pays périphériques laissait craindre une série de défauts à la chaîne – à commencer par celui de la Grèce –, voire une explosion de la zone euro, hante les esprits. Vendredi 25 mai, les taux italiens à 10 ans évoluaient autour de 2,46 %, contre 1,8 % début mai. Dans la soirée, l'agence de notation Moody's a placé la note de la dette italienne « sous surveillance avec implication négative », estimant que les promesses de la coalition fragilisaient les finances publiques. Est-ce à dire que le scénario d'un « Italexit », une sortie de l'Italie de la monnaie unique est à redouter ?

Lorsqu'ils examinent la question, les économistes et observa-

teurs se divisent en deux camps. Ceux du premier estiment que les risques sont quasi nuls. A Milan, beaucoup de financiers et de chefs d'entreprise veulent croire que, sous la pression des marchés ou

**« La coalition désigne l'euro comme bouc émissaire (...), mais elle ne souhaite pas en sortir »**

**WOLFANGO PICCOLI**  
cabinet Teneo Intelligence

faute de trouver les financements nécessaires, le futur gouvernement renoncera à ses promesses les plus coûteuses. Qu'en dépit de la joute verbale avec Bruxelles, il normalisera sa position, et restera dans les clous des règles européennes. « Notre Constitution est solide et ne permet pas de toucher aux traités européens », rappelle Luigi Consiglio, président de GEA, un cabinet milanais qui aide les PME italiennes dans leur développement à l'international. Selon lui, cela rend le scénario d'une sortie de l'euro impossible. « La coalition désigne l'euro comme bouc émissaire des problèmes de l'Italie, mais c'est de la rhétorique : elle ne souhaite pas en sortir », ajoute Wolfango Piccoli, du cabinet Teneo Intelligence. D'autant que nombre des petits patrons et électeurs de la Ligue restent attachés à la devise européenne.

**Mécanismes anticrise incomplets**  
L'autre camp se montre plus méfiant, voire très inquiet. Car certaines figures de la Ligue, ou inspirant le mouvement, semblent loin d'avoir renoncé au projet d'abandon de la monnaie unique. Les économistes Claudio Borghi, Alberto Bagnai et Paolo Savona, fervents eurosceptiques, évoquent régulièrement l'entrée de l'Italie dans l'union monétaire

comme une erreur. « Certains penseurs du parti ont longtemps soutenu que la sortie de l'euro devrait être maintenue secrète jusqu'au dernier moment, afin d'éviter la spéculation des marchés : en un week-end, il faudrait instaurer le contrôle des capitaux et prendre les mesures nécessaires à la transition », rappelle Lorenzo Codogno, ex-économiste en chef du Trésor italien, aujourd'hui professeur à la London School of Economics. « Cela peut sembler fou, mais ils ont passé des années à imaginer des scénarios de ce genre. »

En témoigne la proposition, dans le contrat de gouvernement, de créer des « mini-BOT », pour mini-bons ordinaires du Trésor. L'idée serait d'émettre des obligations à court terme pour régler les arriérés de l'Etat auprès des entreprises, estimés à 50 milliards d'euros. Si ces bons commençaient à circuler et à être utilisés pour, par exemple, payer les salaires des fonctionnaires, ils représenteraient une forme de monnaie parallèle. Certains y voient une étape intermédiaire préparant une sortie de l'euro...

Mais même sans « mini-BOT », les fragilités de l'économie italienne sont suffisamment sérieuses pour alimenter les inquiétudes. La note de sa dette publique par les agences de notation (BBB pour Standard & Poor's) est aujourd'hui à deux crans seulement de la catégorie des placements considérés comme spéculatifs (inférieurs à BBB-). « Imaginons que le gouvernement conserve une position agressive vis-à-vis de l'Union européenne, avec une trajectoire de dette ascendante, soulève Guido Tabellini, économiste à l'université Bocconi, à Milan. Que se passerait-il si, dans le plus sombre des scénarios, plusieurs agences dégradent la note italienne d'un cran ? » Les investisseurs étrangers, qui détiennent 36 % de la dette du pays, commenceraient à se débarrasser de leurs obligations, faisant encore grimper les taux d'emprunt.

Si la note tombait en catégorie spéculative, la Banque centrale européenne ne serait plus autorisée à racheter les obligations italiennes dans le cadre de son programme de rachat d'actifs. La va-

**« Que se passerait-il si plusieurs agences dégradent la note italienne ? »**

**GUIDO TABELLINI**  
économiste

leur de celles-ci s'effondrerait. Ce qui plongerait les banques et assureurs italiens, qui en détiennent plus de 500 milliards, dans la tourmente. Face aux 2300 milliards d'euros d'endettement du pays, le Mécanisme européen de stabilité, mis en place pendant la crise pour aider les Etats en difficulté, ne pourrait pas faire grand-chose. Surtout si la panique s'étendait

aux dettes espagnole, grecque et portugaise. Le risque d'une fragmentation de la zone euro reviendrait alors sur la table...

Si un tel scénario catastrophe reste peu probable, il rappelle que la zone euro reste fragile. Et que ses mécanismes anticrise sont toujours incomplets. « C'est vrai, mais si la spéculation sur la dette italienne décollait, la coalition ferait rapidement machine arrière, ou bien éclaterait », veut croire un diplomate européen. D'autant que les autres capitales, Paris et Berlin en tête, multiplieraient sans doute les gestes pour enrayer l'escalade. Dans tous les cas, la dette publique italienne restera un handicap pour le pays. « Si son endettement n'a pas diminué lorsque la prochaine récession frappera, il disposera de marges de manœuvre très limitées pour l'affronter », regrette Guido Tabellini. ■

**MARIE CHARREL**

# « La coalition ne répond pas aux faiblesses de fond de l'économie »

Pour l'économiste Francesco Giavazzi, l'Italie souffre, notamment, de la modeste productivité de ses entreprises

## ENTRETIEN **Cette dualité recoupe-t-elle l'opposition entre le nord, industriel, et le sud, plus pauvre, de la Péninsule ?**

**S'**il risque de fragiliser les comptes publics italiens, le programme de la coalition entre les souverainistes de la Ligue (extrême droite) et les anti-système du Mouvement 5 étoiles échoue, surtout, à viser les problèmes économiques de fond, estime Francesco Giavazzi, économiste à l'Université Bocconi à Milan. L'Italie, observe-t-il, reste fragilisée par une forte dualité entre une industrie exportatrice compétitive d'un côté, et des firmes peu performantes de l'autre.

### **L'économie italienne progresse aujourd'hui moins rapidement que le reste de la zone euro. Comment l'expliquer ?**

Non seulement l'Italie croît moins vite que ses voisins, mais en plus, le niveau de son revenu par habitant n'a quasiment pas progressé depuis quinze ans. Ces piètres résultats s'expliquent par la faiblesse de la productivité moyenne des entreprises. Or la productivité est importante, car sa progression est l'un des principaux moteurs de la croissance.

Il faut néanmoins se méfier, car cette productivité moyenne offre un tableau incomplet de la réalité. Notre balance courante excédentaire révèle que nos exportations sont dynamiques : cela signifie que, si certaines firmes sont peu performantes, d'autres le sont suffisamment pour remporter des marchés à l'étranger. On voit apparaître ici le principal handicap du pays. A savoir, la forte dualité entre d'un côté, une industrie exportatrice compétitive, et de l'autre, des pans entiers de l'économie peu productifs.

Pas complètement. L'opposition est plutôt entre les industries ouvertes et exposées à la concurrence internationale et les secteurs domestiques protégés ou relevant de la sphère publique, trop endettés et contribuant peu à la croissance. C'est aussi un problème de taille : 40% des entreprises italiennes comptent ainsi moins de dix salariés. C'est beaucoup plus qu'en France. L'opposition entre le nord et le sud du pays est réelle, mais parfois un peu caricaturale.

Certaines régions du Mezzogiorno ne s'en sortent pas si mal. A l'exemple de la Sicile qui, depuis quelques années, réinvente son modèle agricole autour de la culture des oranges. Le véritable point noir est au sud-ouest : Naples et la Calabre, où l'Etat a démissionné, laissant le champ libre aux mafias.

### **Le programme de la coalition est-il susceptible de traiter ces problèmes ?**

J'en doute. Les promesses du futur gouvernement sont centrées sur la baisse des impôts et

la redistribution. Mais si l'on n'augmente pas la production de richesses, il n'y aura rien de plus à redistribuer. Or aucune des mesures annoncées ne vise à aider les entreprises trop petites à grandir, innover, être plus efficaces. Elles ne répondent pas aux faiblesses de fond de l'économie.

### **Le futur gouvernement prévoit de réduire la dette publique grâce à la fin de l'austérité et au retour de la croissance. Cela peut-il fonctionner ?**

Trois leviers permettent de diminuer rapidement la dette. Les deux premiers sont la croissance dynamique et l'inflation, comme celles observées pendant les « trente glorieuses » en Europe. Le troisième est le défaut de paiement. Mais aucune de ces trois options n'est aujourd'hui possible en Italie.

Même en soutenant la demande interne, la croissance du produit intérieur brut (PIB) restera insuffisante pour réduire rapidement le stock de dette. Le seul chemin envisageable est celui d'une diminution très lente et progressive.

### **Les mesures proposées peuvent-elles au moins stabiliser l'endettement ?**

La coalition prévoit environ 20 milliards d'euros de baisse d'impôts par an et 80 milliards de nouvelles dépenses, soit un trou de 100 milliards d'euros à combler. C'est beaucoup.

D'autant que certaines propositions, telle la révision de la réforme des retraites de 2011, sont susceptibles de dégrader la soutenabilité de la dette à long terme. Cette réforme a indexé l'âge de départ en retraite sur l'espérance

de vie : elle n'est peut-être pas parfaite, mais elle a renforcé le financement à long terme de notre modèle de protection sociale, par ailleurs fragilisé par la baisse de la natalité. Tout retour en arrière serait une catastrophe.

### **Est-ce à dire qu'une nouvelle crise de la dette est inévitable ?**

Non, bien sûr. Ce scénario du pire n'est pas le plus probable. Mais il n'est pas totalement exclu. Notamment si ces deux partis de nature si différente se lançaient dans une surenchère afin de contenter chacun leur électeur, en

négligeant le fragile équilibre des comptes publics.

En réponse aux mesures anti-immigrés de la Ligue, le Mouvement 5 étoiles répliquerait en lançant son revenu universel de 780 euros par mois, généreux mais coûteux... En cas de dérapage sérieux du déficit, les marchés ne tarderaient à réagir.

### **Les banques sont-elles toujours le maillon faible de l'Italie ?**

Il y a cinq ans, leur situation était extrêmement préoccupante. Mais elles vont beaucoup mieux. Unicredit et Intesa Sanpaolo, les deux plus grands établissements du pays, ont considérablement solidifié leurs fonds propres. Quelques petites banques, comme Monte dei Paschi di Siena, affichent encore des fragilités. Mais dans l'ensemble, l'exposition aux créances douteuses a diminué. Le principal risque est plutôt que le système bancaire de la Péninsule détient beaucoup d'obligations souveraines italiennes. En cas de forte tension sur la dette publique, il serait très exposé. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR M. C.

**« Aucune des mesures annoncées ne vise à aider les entreprises trop petites à grandir »**