

LA LETTRE DU CEPII

CENTRE D'ÉTUDES PROSPECTIVES ET D' INFORMATIONS INTERNATIONALES

■ L'Italie peut-elle briser le cercle vicieux de l'endettement ?

Depuis 1977, le déficit public italien avoisine ou excède 10 % du PIB. Le déficit primaire a pu être progressivement résorbé, mais la charge d'intérêts a pris le pas. Les taux d'intérêt réels exceptionnellement élevés et la libéralisation du système financier, qui réduit les possibilités de financement à taux privilégiés, accentuent le poids budgétaire de l'endettement. Dans ce contexte, la gestion de la dette publique se trouve confrontée à trois difficultés : la baisse de l'épargne des ménages, l'indexation massive sur les taux à court terme, et le bannissement du recours à la Banque centrale, pourtant encore utilisé. Devant l'urgence de la situation, le plan ambitieux du gouvernement Amato se démarque nettement des projets précédents en s'attaquant directement aux réformes structurelles, longtemps annoncées mais toujours différées. Deux points sont essentiels dans ce programme : maîtriser les salaires dans la fonction publique qui avaient sérieusement dérapé dans la décennie précédente et rééquilibrer les comptes du système de retraite.

1

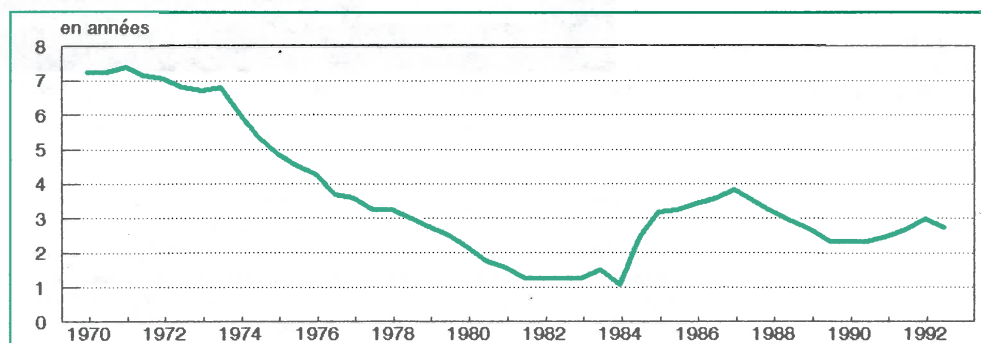
Dette publique : l'expérience des limites

Fin 1992, la dette publique italienne a atteint 108 % du PIB environ. "Excessif" au regard des critères du traité de Maastricht, un tel niveau d'endettement pose-t-il par lui-même problème ? L'examen du financement de la dette publique au cours de la dernière décennie montre que sa gestion dans un contexte de libéralisation financière rencontre des difficultés croissantes. Au début des années quatre-vingt-dix, trois problèmes signalent les limites à l'accroissement de la dette : une épargne des ménages en baisse, une dépendance persistante à l'égard du financement à court terme et un recours encore trop fort à la Banque centrale.

L'épargne des ménages, traditionnellement forte en Italie, est la principale source de financement du déficit public. C'est ce qui a permis au pays de connaître des déficits publics record tout en maintenant l'équilibre extérieur. Mais cette source se tarit progressivement avec la baisse tendancielle du taux d'épargne observée sur la dernière décennie : le taux d'épargne des ménages est ainsi passé de 20 % en 1983 à 15,6 % en 1991, notamment en raison de la montée du crédit aux ménages. Le taux d'endettement des ménages italiens (rapport du stock de dette au revenu disponible) est certes encore très bas : 22,3 % en 1990, contre 60 % en France et 78 % aux Etats-Unis ; mais il a fortement progressé ces dernières années avec la libéralisation des conditions financières ; cette tendance devrait se poursuivre, surtout en ce qui concerne le crédit hypothécaire.

La faible maturité de la dette, moins de trois ans, exige de porter chaque année sur le marché un volume énorme de titres d'Etat : les émissions brutes représentaient ainsi 55 % du PIB en 1991. Cette structure de financement atypique est l'aboutissement de stratégies financières fluctuantes (graphique 1). Jusqu'au début des années

GRAPHIQUE 1
Maturité moyenne des
titres d'Etat *



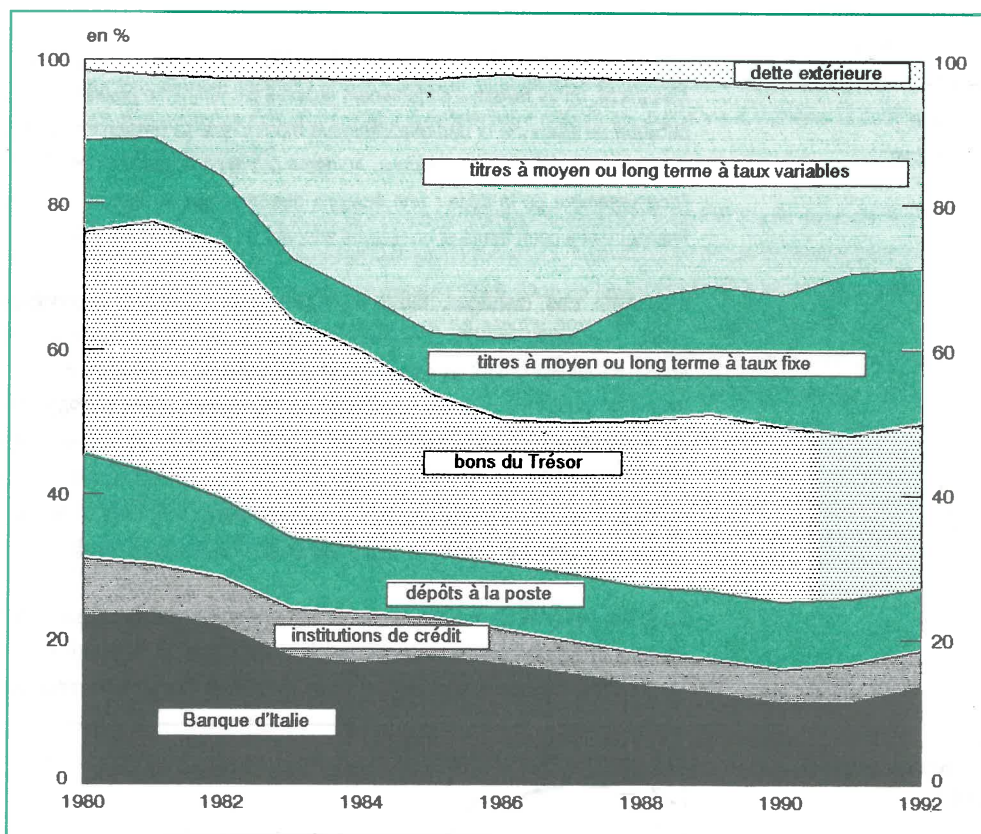
* en fin de période.
Source : Banque d'Italie.

soixante-dix, les émissions obligataires bénéficiaient d'achats imposés à un syndicat bancaire captif ; le financement à long terme pouvait donc se faire à taux privilégié. La disparition de ce mode de financement a suscité des émissions massives de bons du Trésor à court terme, que facilitait l'obligation faite jusqu'en 1981 à la Banque d'Italie d'acheter tous les bons n'ayant pas trouvé d'acquéreurs sur le marché. En 1981, la maturité moyenne était ainsi tombée à 1 an. Depuis 1981, une stratégie d'allongement de la maturité a été menée ; mais pour attirer les investisseurs, échaudés par les pertes subies sur les obligations à taux fixes dans les années soixante-dix, l'Etat a émis des titres indexés sur le taux des bons du Trésor à 1 an. Ainsi, l'allongement de la maturité, qui est passée de 1 à 4 ans de 1981 à 1987, n'a-t-il pas permis d'éviter les répercussions budgétaires des variations de taux d'intérêt.

En 1987, plus des trois-quarts des titres d'Etat à moyen ou long terme subissaient des taux variables (graphique 2). Mais en 1987, une crise de confiance sur ces instruments (1) a provoqué le retrait des investisseurs et un nouveau revirement dans la gestion de la dette publique : l'Etat a dû revenir aux émissions de bons du Trésor à court terme. Depuis 1989, de nouvelles tentatives d'allongement de la maturité ont été menées par émissions d'obligations mais n'ont pas éliminé la dépendance à l'égard des taux à court terme.

Le financement du déficit repose encore partiellement sur la Banque centrale. Depuis 1981, ce mode de financement a certes été beaucoup réduit : la part de la dette publique détenue par la Banque centrale, sous forme de découverts et de titres, est ainsi passée de 23 % en 1980 à 11 % en 1991 (graphique 2). Mais le découvert de l'Etat auprès de la Banque centrale, qui a pratiquement disparu dans les grands pays européens, finançait encore 5,5 % de la part de la dette publique italienne en 1991. L'équilibre du bilan de la Banque centrale doit encore beaucoup aux réserves obligatoires des banques, dont le taux marginal atteint 25 % pour les dépôts à vue (contre 1 % en France ou 0,4 % au Royaume-Uni). Une nouvelle réduction du rôle de la Banque centrale est donc nécessaire, non seulement en raison des dispositions du traité de Maastricht, mais aussi pour assurer la compétitivité des banques italiennes dans la concurrence européenne.

GRAPHIQUE 2
Modes de financement de
la dette publique *



* en fin de période, fin septembre pour 1992.
Sources : Banque d'Italie,
rapport annuel et Bulletin mensuel.

(1) Le taux des bons du Trésor à un an, sur lequel les titres aux taux variables (appelés CCT : certificats de crédit du Trésor) étaient indexés, s'est situé systématiquement en-dessous des taux des bons du Trésor à 1 mois, 3 mois ou 6 mois, et en-dessous de celui des obligations à long terme, pendant tout le second semestre 1986 et jusqu'à la crise de juillet 1987. Cette incohérence dans la structure par terme provenait d'une manipulation de la Banque d'Italie, qui abaissait les taux d'intérêt sur cette échéance, afin de réduire la charge de la dette à taux variable. La prise de conscience des investisseurs en juillet 1987 a provoqué l'effondrement du marché de ces instruments et une défiance durable, qui a contraint le Trésor à émettre sa dette publique sous d'autres formes.

Les réformes Amato : une rupture significative

Pourtant, malgré ces contraintes et les orientations affichées depuis plusieurs années, la Banque centrale a été encore largement sollicitée en 1992, pour éviter que la montée des taux d'intérêt n'alimente un nouveau dérapage du déficit budgétaire. Au troisième trimestre 1992, 90 % du besoin de financement de l'Etat a été couvert par la Banque d'Italie, sous forme de découvert et d'achats de titres à l'émission.

Dans ce contexte de difficultés croissantes, des mesures d'urgence s'imposaient. Le plan proposé par le gouvernement Amato et adopté par le Parlement dans sa quasi-totalité répond à cette nécessité ; il engage les grandes réformes structurelles souvent annoncées par les gouvernements précédents, mais toujours différées. Ces réformes concernent la santé, l'emploi, les retraites ainsi que les transferts aux collectivités locales et aux entreprises publiques. Le plan incorpore aussi des mesures d'augmentation des recettes, notamment un élargissement de la base fiscale et des privatisations ; au total, l'ensemble des mesures représente 93.000 milliards de liras pour 1993, soit 6 % du PIB. L'importance de ce programme tient surtout au caractère structurel des coupes dans les dépenses ; les ruptures qu'il introduit sont particulièrement nettes en matière d'emploi public et de retraites.

L'ajustement des effectifs et des salaires des administrations publiques était un enjeu crucial, car la masse salariale (32 % des dépenses publiques hors intérêts en 1991) a eu tendance à dérapier au cours des années quatre-vingt. A contre-courant des politiques menées dans les autres grands pays européens, l'emploi a augmenté dans l'administration publique italienne de 13,5 %, contre 3,9 % dans l'ensemble de l'économie de 1980 à 1990. De plus, sur la période 1982-1991, la progression de la rémunération brute par tête dans le secteur public a dépassé de 1,1 point celle des autres services et de 0,5 point celle de l'industrie. Cette disparité s'est même creusée en fin de période : entre 1989 et 1991, l'écart avec l'ensemble des autres secteurs a atteint 3 points par an.

Pour contenir l'inflation salariale et dans la lignée de la suppression de l'échelle mobile en juillet 1992, le gouvernement a décidé pour 1993 un gel des salaires de la fonction publique. La hausse des salaires devrait se limiter à un supplément de revenu forfaitaire de 12.000 liras par mois (soit environ 45 francs). Les salaires publics augmenteraient ainsi de 1 % environ, bien en deçà de l'inflation programmée (4,5 %) et de l'augmentation salariale dans les autres secteurs de l'économie. En outre, l'embauche est bloquée. Les mesures concernant les salaires et l'emploi publics devraient ainsi générer cette année des économies de 9.900 milliards de liras, soit près de 0,7 % du PIB. A terme, l'objectif poursuivi est d'éviter, dans le secteur public, de nouvelles progressions de salaires plus rapides que dans le privé.

L'assainissement des comptes publics est impensable sans le **rééquilibrage des comptes de la sécurité sociale** et plus particulièrement ceux des caisses de retraite. En effet, les déficits accumulés par les caisses de retraite sont considérables : près de 4,5 points de PIB chaque année depuis la fin des années soixante-dix. Ainsi le simple rééquilibrage des régimes de retraite permettrait-il d'éliminer la moitié du déficit public italien. L'Italie est devenue en quelques années le pays européen où la part des pensions dans le PIB est la plus importante : 14 % contre 11,3 % pour la moyenne CE (cf tableau). La dérive des pensions s'explique dans une large mesure par l'existence de multiples régimes dont certains sont particulièrement avantageux. En effet, certaines dispositions permettent des départs à la retraite avant l'âge légal, notamment pour les fonctionnaires après 15 ou 20 ans de service. Il était urgent de procéder à des corrections afin de redresser les comptes des caisses de retraite. La réforme adoptée par le Parlement vise à :

TABLEAU - Part des prestations-vieillesse dans le PIB

	Italie	France	Allemagne	Royaume-Uni	Belgique	Danemark	Pays-Bas
1980	10,7	11,2	12,1	9,2	11,6	10,2	10,0
1985	13,2	13,1	11,9	10,2	12,5	10,3	9,4
1989	13,8	12,5	11,6	9,6*	11,6	10,8	10,4

* chiffre de 1988. - Source : Eurostat, *statistiques rapides*, 1991.

- égaliser progressivement les régimes de retraite privé et public, le but étant de fixer à 35 ans la durée de cotisation nécessaire dans les deux cas ;

- reculer l'âge de la retraite, en le portant de 60 à 65 ans pour les hommes et de 55 à 60 ans pour les femmes ;
- porter progressivement à 10 ans la période de référence pour le calcul du montant des pensions, contre 5 ans actuellement dans le secteur privé et 1 mois dans le public.

Les économies attendues de ces mesures atteindraient 13.700 milliards de lires pour 1993, soit 0,9 % du PIB. Une simulation effectuée par le CER (2) sur l'impact à moyen terme de la réforme des régimes de retraite fait état d'un montant cumulé d'économies de 146.000 milliards de lires de 1992 pour la période 1993-1998, soit 1,7 point de PIB par an.

Toutefois, bien que la part des dépenses consacrées aux pensions dans le PIB soit la plus élevée des grands pays européens, l'Italie reste en dessous de la moyenne européenne pour ce qui est des dépenses sociales totales, 23,2 % du PIB en 1989 contre 24,7 % respectivement. Ainsi l'Italie souffre plus d'une mauvaise allocation des ressources sociales que de trop de dépenses sociales.

* * * * *

Les difficultés rencontrées dans le financement de la dette publique pourraient être en partie résolues par un appel croissant aux marchés des capitaux internationaux. Un financement en devises, tel que celui engagé au début 1993, permettrait de rassurer les investisseurs car il garantirait l'engagement de l'Etat italien dans une politique de stabilité du change et de lutte contre l'inflation. Si la parité de la lire pouvait être maintenue, les émissions en devises permettraient directement d'abaisser la charge des intérêts, et indirectement de réduire la prime de risque incorporée des taux d'intérêt italiens, allégeant ainsi la charge de la dette interne. Mais cette stratégie de financement devra, pour réussir, être accompagnée d'une politique économique globale qui parvienne à stabiliser la dette, puis à la placer sur un sentier de baisse.

L'histoire montre que la dette publique italienne a longtemps dépassé 100 % du PIB à la fin du siècle dernier et au début de ce siècle, sans provoquer de problèmes de solvabilité. Aujourd'hui ce risque est souvent évoqué (3). La difficulté majeure par rapport aux périodes passées réside dans les taux d'intérêt réels exceptionnellement élevés (8 points en moyenne sur 1992), qui génèrent une dynamique inexorable du développement de la dette ; la faible maturité de la dette et l'indexation des titres longs accentuent ce problème. Utiliser la seule arme budgétaire pour infléchir le ratio dette/PIB demande un effort d'ajustement énorme, amorcé certes par le plan Amato, mais qui devra être poursuivi pendant de longues années. En comparaison, une baisse de taux d'intérêt produirait des effets immédiats et indolores : une réduction de taux d'intérêt d'un point, maintenue sur 2 ans, abaisserait le déficit annuel d'environ 0,8 point de PIB. Contrairement au Royaume-Uni, l'Italie n'a pas décroché ses taux de ceux des pays du SME. La baisse des taux européens représente sans doute une condition nécessaire au succès de l'ajustement budgétaire en cours.

Virginie Coudert et Sébastien Paris-Horvitz



Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél (1) 48 42 64 64
Télécopie : (1) 48 42 59 12

Rédacteur en chef :
Jean Pisani-Ferry.

Réalisation
Annick Hutteau.

Diffusion :
La Documentation Française.

Abonnement d'un an
(8 numéros) : 190 F (France).
220 F (Etranger).
28 F (suppl. pour envoi
par avion).

Commande adressée à :
La Documentation française
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Règlement joint
à la commande.

Directeur de la publication :
Jean Pisani-Ferry.

ISSN 0243-1947

CPPP numéro 1462 AD
1er trimestre 1993
Janvier 1993.

Imp. SNLIR - IVRY

Imprimé en France

(2) Le CER (Centro Europa Ricerche) a simulé grâce au modèle sur les pensions de la Regioneria generale dello Stato, 26 mesures relatives aux pensions : *Rapporto*, CER, n°2, 1992.

(3) Deux éléments ont accrédité cette idée, au début de l'été 1992, et ont contribué à provoquer une crise de confiance sur la lire : l'annonce malencontreuse, car démentie ensuite, faite par le gouvernement italien de son intention de geler le remboursement de la dette de l'EFIM, entreprise publique en faillite ; l'abaissement de la notation de l'emprunteur public italien par l'agence Moody's.