

## Les spreads italiens, « l'éléphant dans la pièce » de la normalisation de la BCE

Par Juliette Cohen, stratégeste, et Bastien Drut, responsable de la macro-stratégie thématique

Depuis fin 2021, nous assistons à un fort écartement des spreads italiens dans un contexte de normalisation de la politique monétaire de la BCE, de dette élevée et de ralentissement de la croissance. L'Eurosystème a été de loin le plus gros acheteur de dette italienne ces dernières années et l'arrêt prochain des politiques d'achats massifs de titres de la BCE pose à nouveau la question de la soutenabilité de la dette publique italienne. Pour autant, la BCE ne peut pas se permettre une nouvelle « crise de la zone euro ».

### L'Eurosystème, de loin le plus gros acheteur de dette italienne ces dernières années

Ces dernières années, l'Eurosystème a été – et de loin – le plus gros acheteur de dette italienne. En effet, la BCE a mis en œuvre deux programmes d'achats massifs de titres publics ces dernières années :

- le PSPP (*Public Sector Purchase Programme*), qui a commencé en mars 2015 et a continué jusqu'à maintenant à l'exception d'une pause de 10 mois en 2019,
- le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) annoncé en mars 2020 et qui a pris fin en mars 2022.

Au final, c'est 723 Mds € de dette publique italienne que détenaient conjointement en avril 2022 la Banque d'Italie et la BCE dans le cadre du PSPP et du PEPP. Ces achats de titres ont profondément changé la structure de détention des BTP puisque la part des non-résidents est passée d'environ 40% lors du lancement du PSPP à environ 25% en 2022. Les montants de dette italienne détenue par les banques italiennes sont restés relativement stables en valeur sur la période 2015-2022 et les autres acteurs domestiques (compagnies d'assurance, ménages, etc) ont plutôt réduit leurs détentions de BTP. En réalité, c'est l'Eurosystème qui absorbe l'augmentation de la dette publique italienne. D'ailleurs, il fait même plus que l'absorber car depuis décembre 2019 par exemple, le stock de dette publique italienne a augmenté de 213 Mds € et l'Eurosystème en a acheté 292 Mds €... Sur l'intervalle, les non-résidents ont été vendeurs nets pour environ

100 Mds €. Pour 2022, le Trésor italien a prévu 400 Mds € d'émissions brutes et 56 Mds € d'émissions nettes (après respectivement 480 Mds € et 107 Mds € en 2021), ce qui représente des montants « absorbables » par les acteurs domestiques mais peut-être pas à n'importe quelles conditions.

L'arrêt du PEPP en mars 2022 et le très probable arrêt du PSPP très tôt au T3 (comprendre tout début juillet) pose la question de l'avenir des conditions de financement de l'Etat italien en l'absence des programmes d'achats de titres de la BCE. D'ailleurs, les annonces successives portant sur la réduction ou l'arrêt du PEPP ou du PSPP ont déclenché un net écartement des spreads italiens. Début juin, l'écart de taux 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne dépassait les 200 points de base.

*Voir Annexes – Graphiques 1, 2 & 3*

### Une dette publique élevée mais un impact graduel des hausses de taux

Commençons par trois remarques sur l'évolution de la dette publique italienne :

- Le ratio dette sur PIB italien a certes progressé de 15 points de pourcentage avec la crise Covid, en passant de 134,1% au T4 2019 à 150,8% au T4 2021 mais il convient de mentionner qu'il a connu un pic à 159,3% début 2021 et qu'il est en baisse depuis. Bien plus que les déficits budgétaires, ce sont les fortes variations du PIB nominal qui ont

fait fortement monter puis baisser le ratio dette-sur-PIB. Sur 2021, la forte progression du PIB nominal, provenant à la fois d'une croissance rapide et d'une accélération de l'inflation, a contribué à la décre de ratio dette-sur-PIB. Lorsque les taux d'intérêt restent bas, une inflation élevée peut faciliter le désendettement.

#### Voir Annexes – Graphiques 4, 5 & 6

- Le taux implicite appliqué à la dette italienne s'élève à 2,45% en 2022, ce qui s'inscrit en très légère hausse par rapport au plus bas historique constaté en 2020 à 2,38%.
- La maturité moyenne de la dette a augmenté depuis 2014 et plus particulièrement depuis 2020. Elle s'élève désormais à plus de 7 ans et demi. La transmission de la hausse des taux va donc mettre du temps à se répercuter sur le stock de dette.

Dans un article intitulé « L'impact de la hausse des taux sur la charge d'intérêt », l'Observatoire des comptes publics<sup>1</sup> italien estime qu'une hausse de 1 point de pourcentage, durable et uniforme sur la partie longue de la courbe, implique une hausse de 3 Mds € des dépenses d'intérêt à 12 mois et de 12 Mds € à horizon 5 ans. Par ailleurs, le dernier Document économique et financier pour 2022 avait pris pour hypothèse une hausse des taux à 10 ans mais bien moins forte que celle qui a eu lieu depuis le début de l'année. En effet, dans le DEF, les taux à 10 ans devaient s'élever en moyenne à 1,8% en 2022.

#### Voir Annexes – Graphique 7

Même si les règles du Pacte de stabilité et de croissance sont également suspendues en 2023 et que la Commission européenne a renoncé à toute procédure pour déficit excessif, le gouvernement Draghi a adopté une gestion prudente des finances publiques dans un environnement de croissance et de taux moins favorable<sup>2</sup>. Le décret énergie pris en mars 2022 et les décrets de mai pour faire face à la hausse des prix de l'énergie en donnent une illustration. Ils prévoient de financer des mesures de crédits d'impôt pour les entreprises, des primes pour les ménages et des remises sur les prix des carburants par un prélèvement de 25% sur les bénéfices exceptionnels réalisés par les entreprises énergétiques. Draghi a justifié ce choix par le fait que « cette intervention redistributive permet d'éviter des emprunts supplémentaires et de garder les comptes publics sous contrôle ».

Dans son article IV publié mi-mai, le FMI estime que l'Italie doit mettre en place une stratégie progressive de réduction de l'endettement à moyen terme en stimulant la productivité et la croissance et en faisant croître les dépenses hors intérêt de 1 à 2 points de pourcentage moins vite que le PIB nominal. Selon le FMI, un ajustement budgétaire qui serait entamé en 2023 permettrait de dégager un excédent primaire de 2 % du PIB d'ici 2030. À plus long terme, le maintien de cette faible croissance des dépenses et d'un excédent primaire à 2 % laisserait un espace suffisant pour les investissements prioritaires (climat, énergie, éducation, numérisation, innovation), même après avoir pris en compte la hausse anticipée des dépenses de retraite, et permettrait de réduire le ratio dette-sur-PIB à 135 % d'ici 2030. Une réduction soutenue de la dette pourrait être envisagée par la suite. En cas de scénario de crise, le FMI préconise de ne pas entamer la consolidation budgétaire tant que la phase d'urgence n'est pas passée afin d'éviter un resserrement pro-cyclique.

#### Encadré

##### Simulation de la trajectoire du ratio dette-sur-PIB

Nous avons considéré trois scénarios ici :

- un scénario négatif où la croissance serait plus faible que prévu, la hausse de taux plus marquée et le maintien d'un déficit primaire à 2%, la dette progresserait à 155% du PIB à horizon 2025.
- un scénario plus favorable avec une croissance un peu plus soutenue en 2024 et 2025, un retour à un excédent primaire en 2025 et une hausse de taux modérée, le ratio Dette/PIB reviendrait à 145% en 2025.
- Et un scénario central basé sur les prévisions de la Commission européenne, avec une réduction progressive du déficit primaire qui revient à 0 en 2025, une croissance à 2,4% en 2022 et 1,9% en 2023 puis qui resterait supérieure au potentiel par la suite, et de hausse du taux implicite de la dette à 3% en 2022 puis 3,5% par la suite. Dans ce scénario, le ratio dette-sur-PIB se stabiliserait autour de 146% à horizon 2025.

#### Voir Annexes – Graphique 8

<sup>1</sup> <https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-l-impatto-di-un-rialzo-dei-tassi-sulla-spesa-per-interessi>

<sup>2</sup> Relevant Factors influencing Public Debt developments in Italy, MEF, Mai 2022

## Le casse-tête d'une normalisation qui ne provoquerait pas de nouvelle crise de la zone euro

Ces dernières semaines, les membres du Directoire ont fait part de la nécessité pour juguler l'inflation élevée de ramener le taux de dépôt, qui se trouve actuellement à -0,50%, vers le taux neutre, qui est estimé par les économistes de la BCE vers 1,50% (l'incertitude de l'estimation est très élevée). C'est l'anticipation de cette « normalisation » qui a fait fortement remonter les taux longs allemands depuis la fin 2021... et la remontée des taux allemands, qui font office de référence pour la zone euro, a conduit – dans un contexte de dette élevée, comme nous venons de le voir – à un *repricing* du risque de crédit de l'Etat italien. En effet, il existe un risque substantiel de défiance des marchés obligataires vis-à-vis de la dette italienne, qui se matérialiserait par une hausse des spreads au fur et à mesure de la hausse des taux allemands. Cependant, la très désagréable expérience de la crise de la zone euro sur la période 2011/2013 (7 trimestres consécutifs de contraction du PIB) fait que la BCE souhaite très probablement éviter une flambée des taux italiens.

Plusieurs membres du Directoire, dont Christine Lagarde, ont évoqué des réflexions menées sur la mise au point d'un outil spécifique « *pour que la politique monétaire soit transmise proprement et qu'une fragmentation injustifiée soit évitée* ». Eviter la fragmentation est même un « *élément central de la conduite normale de la politique monétaire dans la zone euro* » selon Fabio Panetta. De nouveaux achats de titres ciblés sur les Etats périphériques pourraient ainsi intervenir mais il y aurait là une forme de contradiction avec l'arrêt du PSPP prévu au tout début du T3, et censé précéder la première hausse des taux directeurs... La situation serait même parfaitement atypique car les autres grandes banques centrales qui remontent leurs taux directeurs réduisent simultanément la taille de leur bilan (Fed, BoE, RBNZ, RBA, Riksbank). En effet, rappelons que les achats du PSPP et du PEPP ont été financés par création de monnaie banque centrale et que le taux de dépôt s'applique justement à cette monnaie détenue par les banques commerciales : les hausses de taux directeurs pourraient s'avérer coûteuses pour l'Eurosystème si ce dernier procédait dans le même temps à des achats de titres financés par création monétaire. Une idée pour

contourner ce problème serait de « stériliser » les achats comme cela avait initialement été réalisé lors du programme SMP lancé en 2010, c'est-à-dire que l'Eurosystème emprunterait sur les marchés des montants équivalents aux titres de dette périphérique achetés. Une autre solution, plus compliquée politiquement, serait de réduire plus rapidement que prévu les détentions de dette des pays « du cœur » de la zone euro pour permettre d'acheter de la dette périphérique à réserves excédentaires constantes.

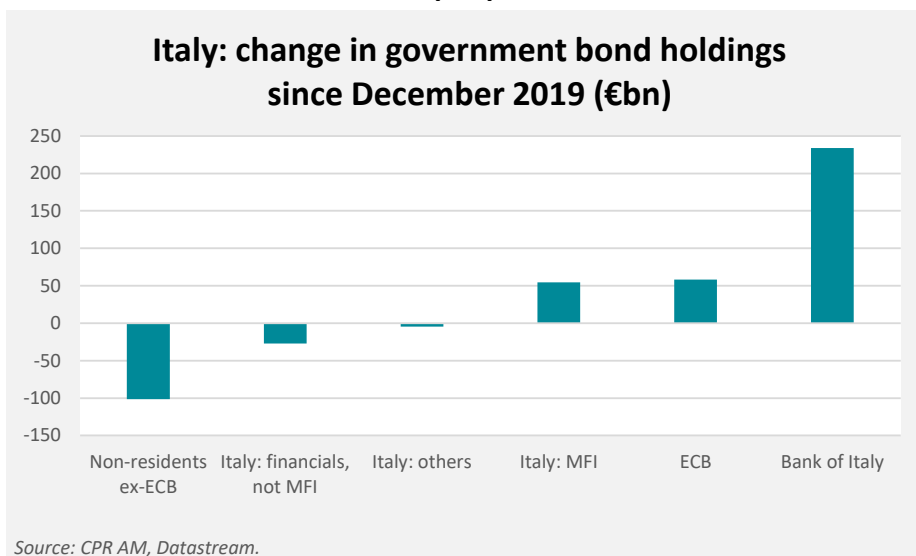
Mais la question la plus ardue pour la BCE est probablement de savoir à quel niveau de taux ou à quel niveau de spread celle-ci doit intervenir... Dans un discours de février 2022, Isabel Schnabel comparait les spreads de l'époque aux niveaux qu'ils avaient connus lors des années qui avaient précédé la pandémie. Dès lors, on peut rappeler que suite à l'annonce de la coalition Ligue – 5 étoiles en 2018, le spread italien 10 ans était remonté jusqu'à 325 points de base sans que cela ne fasse renoncer la BCE à son plan de réduction du programme PSPP (les taux allemands n'étaient à l'époque pas beaucoup plus bas qu'aujourd'hui) mais le contexte politique et les rapports de force en Europe étaient très différents. Plus récemment, en mars 2020, la BCE avait insisté sur la « flexibilité » du PEPP et sur le fait de dévier de la règle de la clef de capital lorsque le spread 10 ans italien avait atteint 250 points de base. C'était là l'occasion d'exprimer sa volonté d'éviter le « sur-accident » et d'ajouter une crise de la zone euro à la crise Covid. On peut donc imaginer que c'est vers ces niveaux que la BCE préciserait ses plans au sujet d'un mécanisme anti-fragmentation.

**La normalisation monétaire de la BCE constitue un vrai test pour la dette italienne, tant l'Eurosystème a été le plus gros acheteur de BTP ces dernières années. Cependant, dans un contexte de dette publique élevée, la BCE ne peut pas se permettre de déclencher une nouvelle « crise de la zone euro » et devrait préciser un mécanisme anti-fragmentation si les spreads italiens s'écartaient davantage. D'autant plus que la perspective d'élections générales au printemps 2023 viendra raviver le risque politique dans un pays où réussir à constituer une majorité de gouvernement est un exercice difficile.**

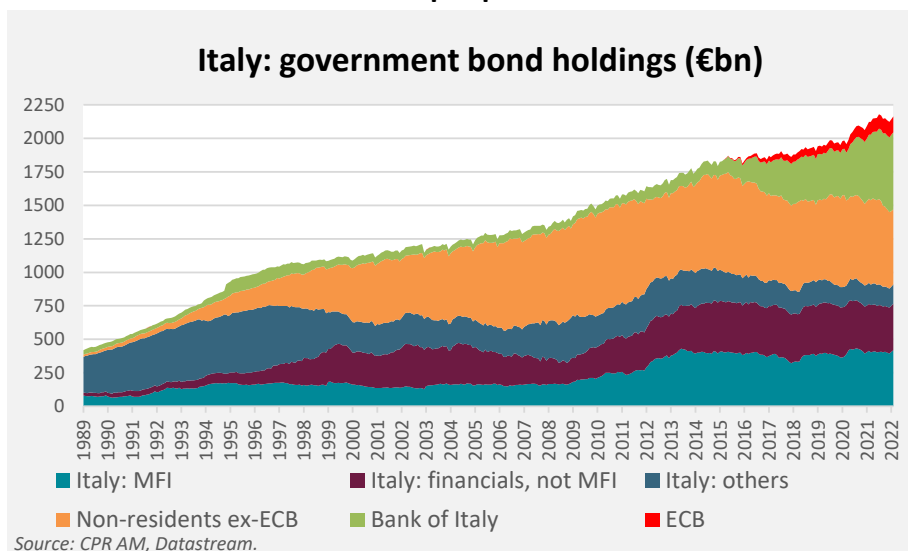
Publié le 7 juin 2022

Annexes

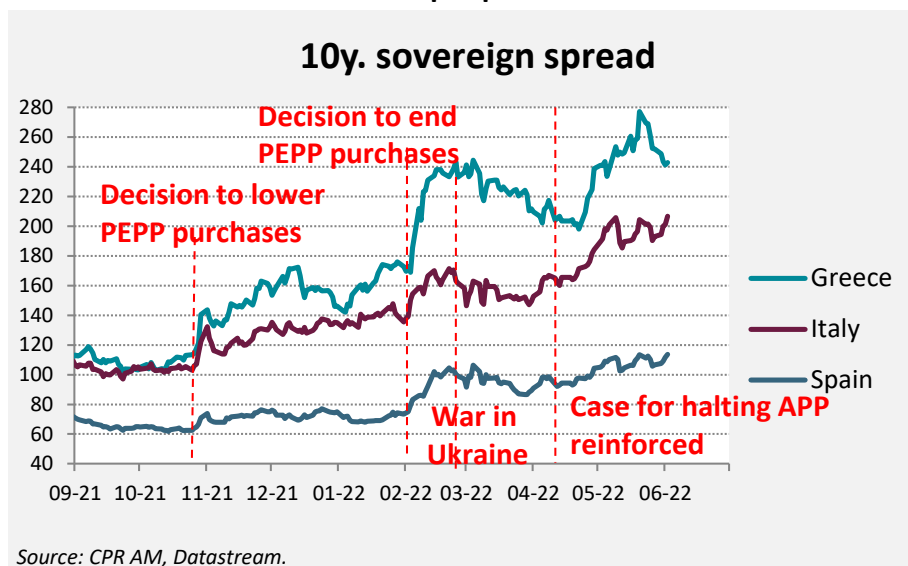
Graphique 1



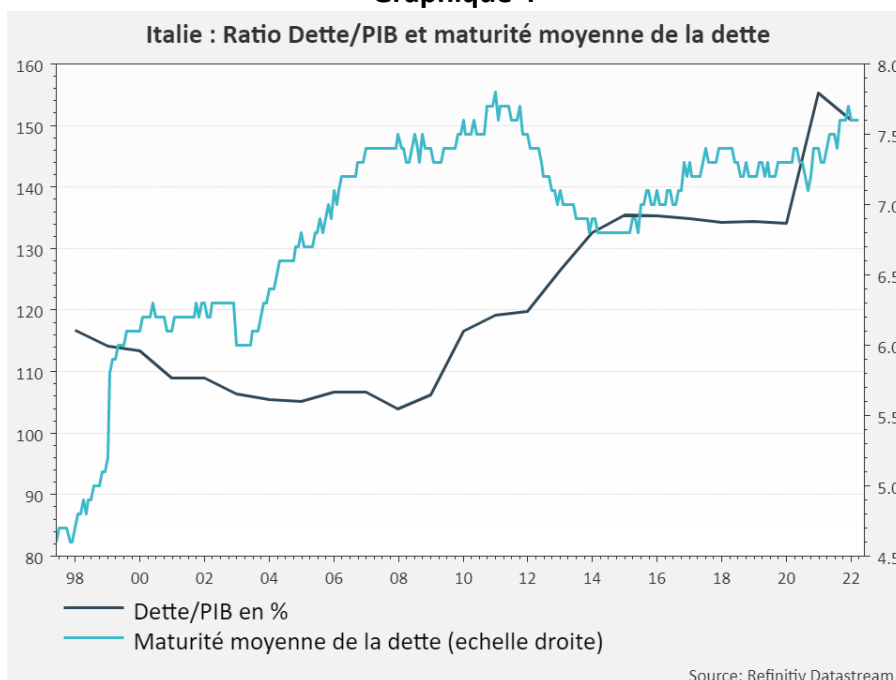
Graphique 2



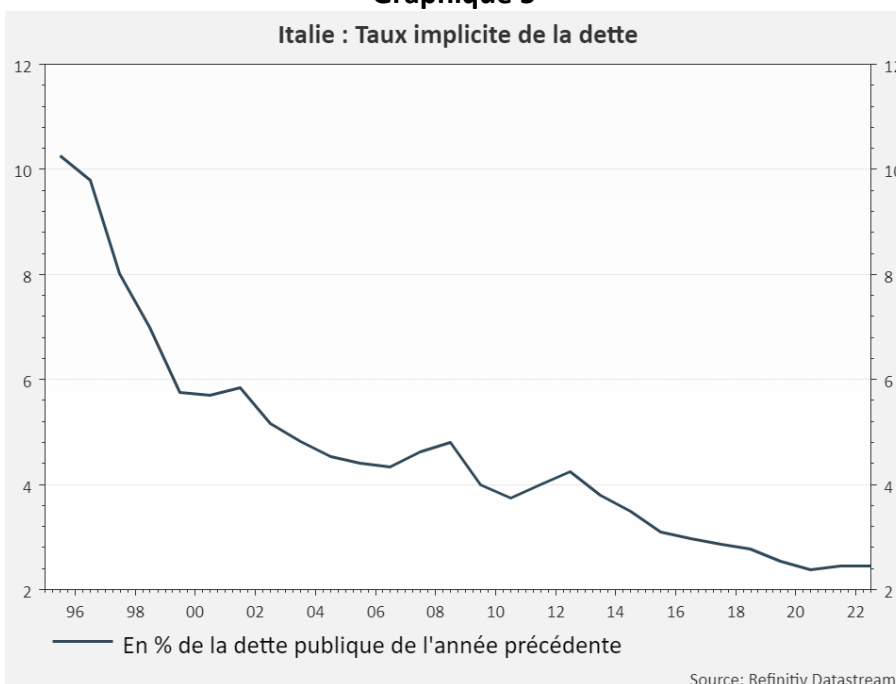
Graphique 3



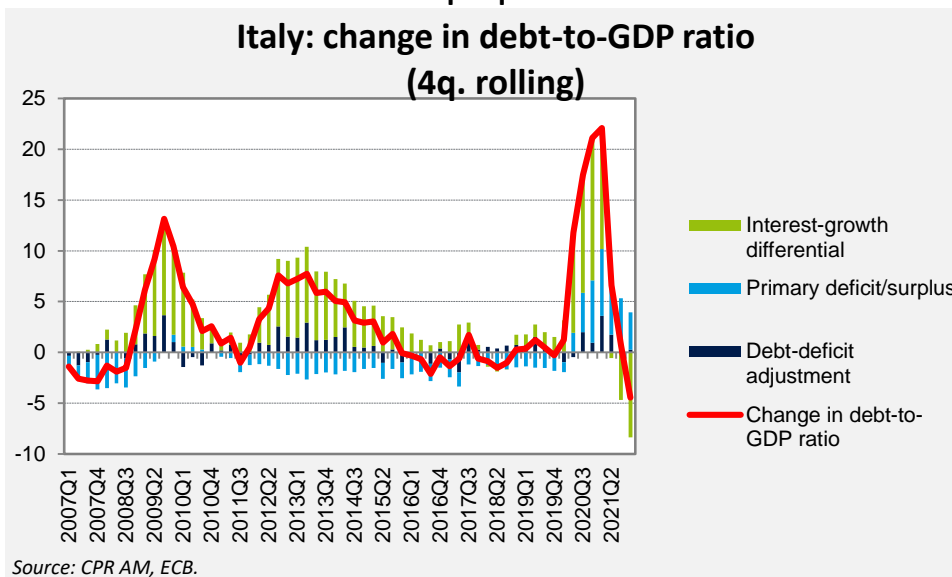
**Graphique 4**



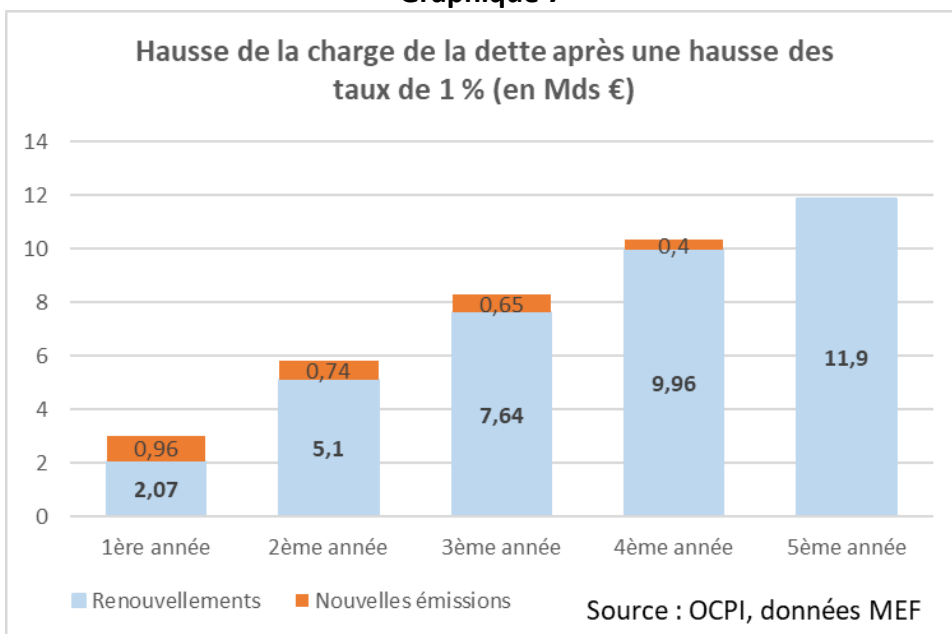
**Graphique 5**



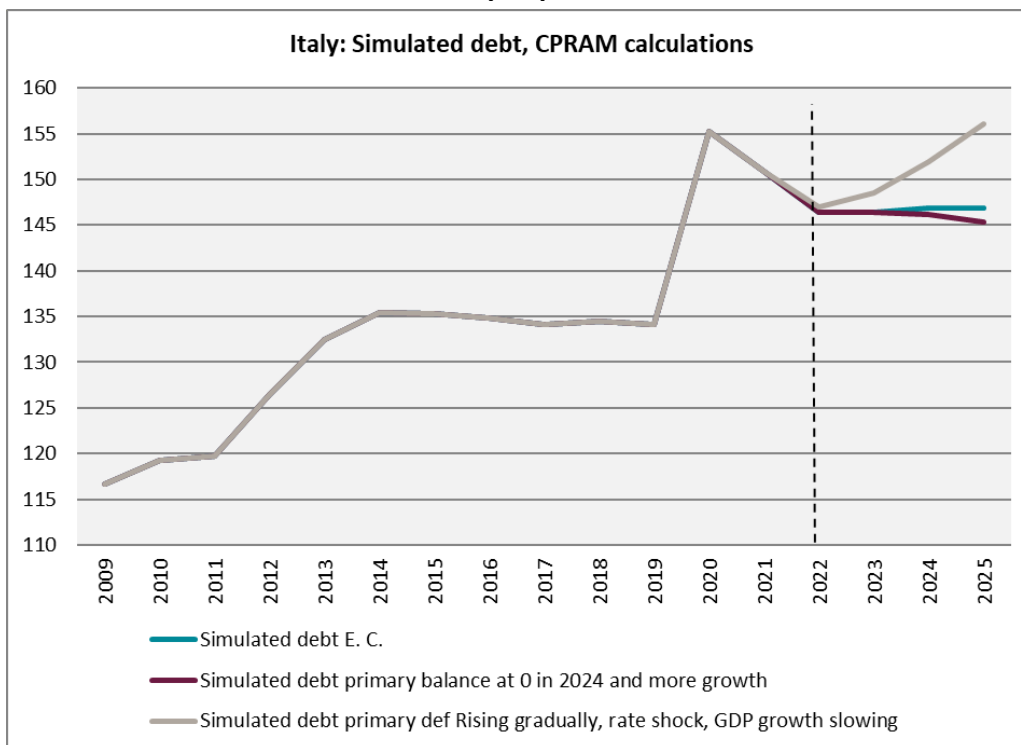
Graphique 6



Graphique 7



Graphique 8



**Information :**

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site [www.cpram.fr](http://www.cpram.fr) ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

**CPR Asset Management**, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 – 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

