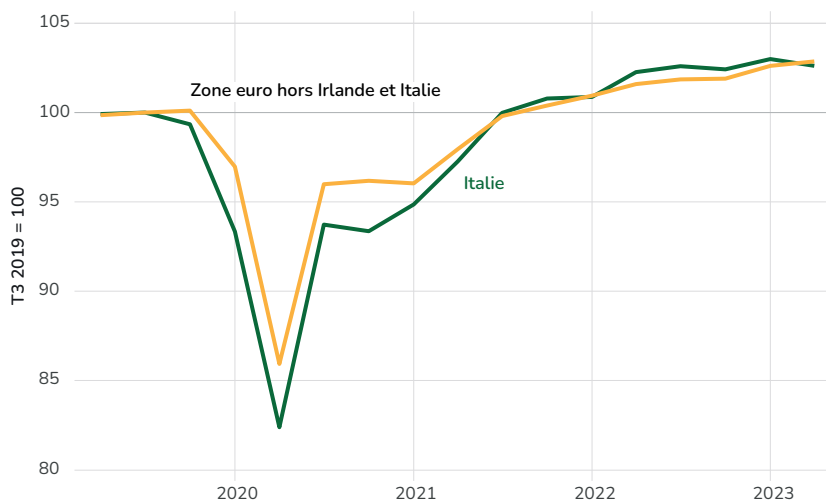




Italie : la baisse des marges pour maintenir l'activité¹

Au deuxième trimestre 2023, le PIB transalpin a dépassé de 2,6 % son pic antérieur au déclenchement de l'épidémie de Covid atteint au troisième trimestre 2019. L'Italie serait une des économies avancées à avoir retrouvé sa trajectoire de croissance de long terme. Au cours de cette période, l'Italie a connu une croissance comparable à celle du reste de la zone euro (graphique 1). Si on se concentre sur le secteur marchand, la reprise est encore plus marquée. La valeur ajoutée est en hausse de 4 % depuis le troisième trimestre 2019 (comme la moyenne de la zone euro) et l'emploi total a augmenté de 1 % (contre +4 % dans la zone euro dans son ensemble). Cette performance reflète des gains de productivité par tête plus forts en Italie, contrastant avec l'expérience italienne des dernières décennies.

Graphique 1. Évolution du PIB depuis le quatrième trimestre 2019



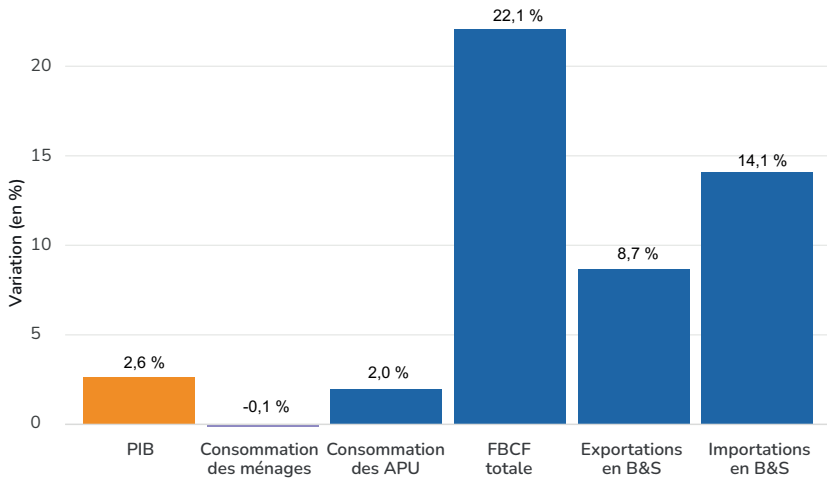
Dernier point : 2023T2. Istat.

Note : L'Irlande a été retirée du calcul du PIB de la zone euro car, pour des raisons comptables, il suit une trajectoire très spécifique liée aux règles de comptabilité nationale des opérations des firmes multinationales. Dans ce contexte le PIB irlandais a crû de +29 % depuis le T4 2019 alors que celui de la zone euro dans son ensemble n'a crû que de 4 %.

1. Ce texte est rédigé par Raul Sampognaro, Département analyse et prévision.

Au cours de cette période, la croissance transalpine n'a pas été tirée de façon homogène par les différentes composantes de la demande. En volume, la consommation s'établit à peine en dessous de son niveau pré-Covid tandis que l'investissement se situe à près de 22 % au-dessus de son niveau du troisième trimestre 2019. Les exportations en biens et services s'établissent 8,7 points au-dessus de leur niveau pré-Covid mais les échanges internationaux pèsent sur la vitesse de récupération de l'économie italienne car les importations ont augmenté de 14 points pendant la même période (graphique 2).

Graphique 2. Évolution du PIB et des composantes depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie

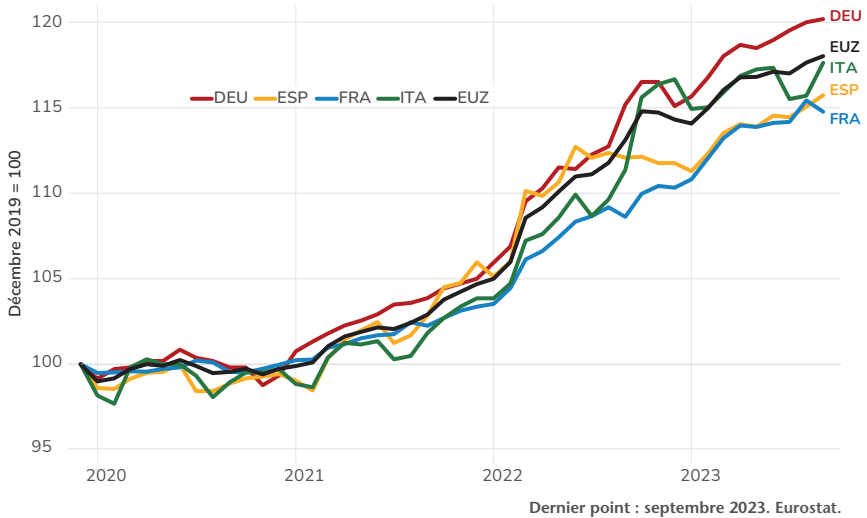


Dernier point : 2023T2. Istat.

Si pendant l'ensemble de la période post-Covid l'activité s'est globalement bien tenue, elle a commencé à afficher des signes de faiblesse depuis le choc des prix énergétiques : le PIB reste quasiment inchangé depuis un an (glissement annuel à +0,3 % au T2 2023). En effet, l'Italie s'est retrouvée en première ligne face à un choc historique. Bien évidemment cela est visible du côté de l'inflation. Jusqu'à la moitié de l'année 2023, l'Italie est un des pays ayant connu la plus forte évolution cumulée de son niveau de prix à la consommation (graphique 3). L'Italie, comme les autres pays européens, ont mis en place des mesures fortes pour faire face au choc inflationniste (2,2 points de PIB en 2022). Le soutien est resté présent en 2023 mais en retrait. À la suite de la signature du décret *Aitu quater*, l'Italie devrait consacrer plus de

12 milliards d'euros en 2023 (0,7 point de PIB) à la compensation du choc inflationniste subi par les acteurs privés. Près de la moitié de ces mesures visait à réduire les prix (notamment avec des mesures de fiscalité spécifique) au cours du premier trimestre de l'année et le reste consiste en des mesures plus ciblées sur les ménages et les entreprises plus exposés.

Graphique 3. Évolution cumulée de l'IPCH depuis le 1^{er} janvier 2022



La faiblesse de l'activité observée depuis un an reste de mise selon les dernières données de comptabilité nationale disponibles. Au deuxième trimestre 2023, dernier point publié par Istat, le PIB a reculé fortement (-0,4 %). Si la consommation des ménages a tenu (+0,2 %), la forte baisse s'explique par le recul de la consommation des APU (-0,8 %) et de l'investissement total (-1,7 %). Ces deux dernières composantes de la demande intérieure avaient constitué les principaux moteurs de la croissance post-Covid. Enfin, la contribution des échanges extérieurs a pesé sur la croissance (-0,2 point).

Fin de l'année 2023 : l'inflation se maintient et pénalise la consommation des ménages

Le second semestre 2023 restera marqué par la faiblesse des moteurs domestiques de la demande. Au mois de septembre 2023, l'indice de prix à la consommation (IPC) reste en hausse de 5,3 % sur

un an. Comme ailleurs, le dynamisme de l'indice des prix s'explique par le dynamisme des prix alimentaires (+8,5 %) mais cela ne doit pas masquer la permanence d'une inflation sous-jacente forte (+4,6 % sur un an).

Pour la fin de l'année 2023 nous prévoyons une nouvelle hausse des prix énergétiques conformément aux hypothèses réalisées sur le prix du pétrole et du gaz². Les prix alimentaires ne devraient pas connaître une baisse à l'horizon de la prévision. L'inflation sous-jacente – davantage liée aux dynamiques internes – connaîtrait un recul progressif : elle passerait de 4,6 % en glissement annuel en septembre 2023 à 2,6 % en décembre 2024. Dans ce contexte, le glissement annuel de l'IPC devrait rester à +5,0 % en décembre 2023, un niveau proche à celui observé dans les dernières publications d'Istat.

Sans modification rapide du scénario d'inflation, la demande des ménages resterait faible au cours du second semestre de l'année. Cela est visible dans les données conjoncturelles connues pour le troisième trimestre. Au mois d'août 2023, l'acquis de croissance des ventes de détail pour le troisième trimestre s'établit à -1,0 %. Cet indicateur ne laisse pas augurer une reprise franche de la consommation des ménages à court terme et nous anticipons un nouveau trimestre en baisse pour la consommation des ménages au troisième trimestre 2023 (-0,4 %). Sans baisse du taux d'épargne, la demande des ménages diminuera légèrement au quatrième trimestre (-0,1 %).

Avec une demande intérieure en recul, les importations baisseraient au cours des deux derniers trimestres de l'année (-0,2 % au T3 puis -0,1%). Seul le maintien d'une demande mondiale en hausse permettrait aux exportations de s'accroître (+0,3 % par trimestre). Ainsi, le PIB se contracterait de 0,2 point par trimestre au cours du second semestre 2023.

Au total, le PIB italien devrait croître de 0,5 % en 2023 grâce à l'impulsion donnée a premier trimestre (+0,6 %). Cela ne doit pas masquer le fait que nous prévoyons trois trimestres consécutifs en terrain négatif. Portée exclusivement par l'élan du début de l'année, la demande intérieure contribuera favorablement à la croissance (0,6 point), notamment tirée par la consommation des ménages (+1,0 %) et l'investissement total (+0,7 %). En revanche, les échanges

2. Pour rappel, les mesures affectant les prix énergétiques (taxes comprises) du décret *Aiuti quater* s'estompaient au premier trimestre 2023.

extérieurs pèseraient de 0,1 point sur la croissance du PIB de 2023. Si la croissance annuelle du PIB de l'année est compatible avec la croissance potentielle transalpine, cela provient essentiellement de l'élan donné par la surprise favorable du premier trimestre. *A contrario* les neufs mois consécutifs de baisse de l'activité porteraient l'acquis de croissance en 2024 à -0,3 %.

2024 : des salaires et le retour de la croissance

Si l'élan donné par les trois derniers trimestres pèseront sur la croissance transalpine en 2024, celle-ci sera marquée par le retour du dynamisme de la consommation des ménages. Ce scénario attendu s'explique par deux facteurs : le rattrapage attendu des salaires et l'atténuation des prix à la consommation.

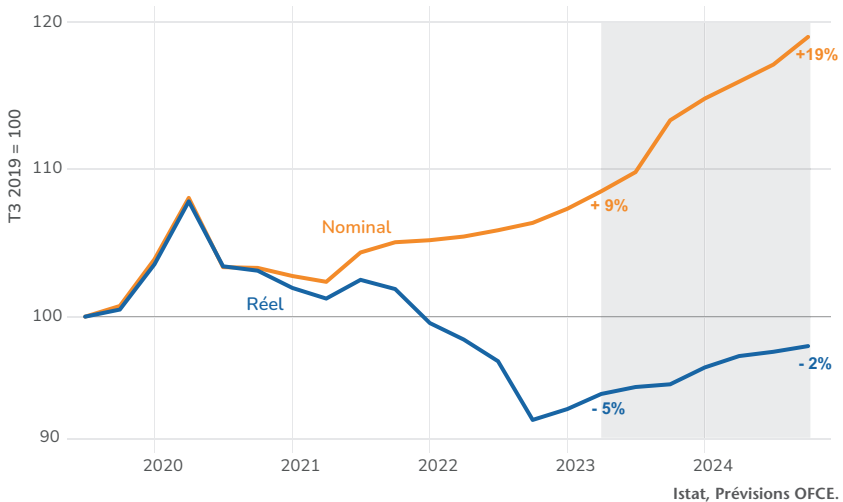
Au deuxième trimestre 2023, les salaires réels horaires du secteur marchand s'établissent 5 points en dessous de leur niveau du troisième trimestre 2019 et ce malgré une hausse du salaire horaire nominal de 9 points. Sur la base des derniers éléments disponibles sur les négociations collectives, et sous l'hypothèse que les salaires réels ne peuvent rester déconnectés ni de la productivité ni des aspirations des salariés³, nous prévoyons une hausse des salaires réels en 2024 (graphique 4). Ainsi, selon nos prévisions, les pertes de salaire réel horaire cumulées depuis 2019 ne s'établiraient plus qu'à 2 % fin-2024. Ce scénario de spirale salaires-prix permet de rétablir très partiellement le pouvoir d'achat des salariés mais se traduit tout de même par une croissance attendue du salaire horaire réel de 2,7 % en 2024, bien au-dessus à l'évolution tendancielle de la productivité horaire transalpine (+0,6 % en moyenne depuis la sortie de la crise sanitaire). La croissance non négligeable des salaires réels devrait se traduire, toutes choses égales par ailleurs, par des gains de pouvoir d'achat pour les ménages transalpins.

Ces gains de pouvoir d'achat seront d'autant plus importants que nous prévoyons une décrue progressive de l'inflation en 2024. Après la hausse des prix énergétiques prévue à la fin de l'année 2023, les prix énergétiques et alimentaires devraient exercer peu de pression haussière (mais pour l'instant nous n'anticipons pas une contribution négative sur le niveau de prix). En revanche, l'inflation sous-jacente devrait poursuivre sa décélération malgré la progression attendue des

3. Guido Lorenzoni et Ivan Werning (2022), « Wage price spirals », Technical Report 2022.

salaires réels. En glissement annuel, l'IPC sous-jacent devrait s'établir à +2,6 % en décembre 2024, ce qui porterait l'IPC global à +1,9 % après trois années en franche hausse. Dans ce contexte, la consommation des ménages devrait retrouver un sentier de croissance positif dès le début de l'année 2024 (+0,2 % au premier trimestre, puis 0,4 % par trimestre), aboutissant à une évolution annuelle de +0,6 %. Selon notre prévision, un quart de la sur-épargne accumulée depuis le déclenchement de la crise Covid serait consommé pour faire face au choc inflationniste.

Graphique 4. Salaire horaire dans le secteur marchand en Italie

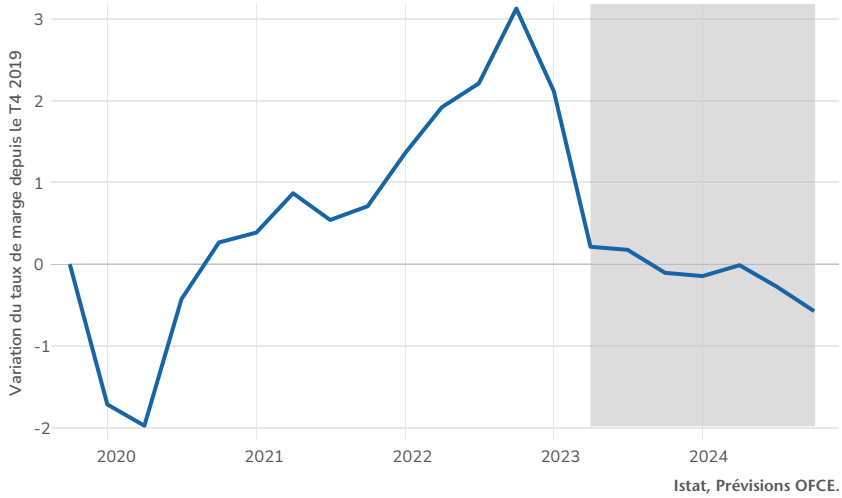


Pour satisfaire la hausse du salaire réel, une productivité évoluant en ligne avec la tendance récente de l'économie italienne et l'affaissement attendu des pressions inflationnistes, nous anticipons un recul du taux de marge des sociétés non financières (graphique 5). Celui-ci devrait retrouver progressivement son niveau pré-Covid après des années de forte hausse.

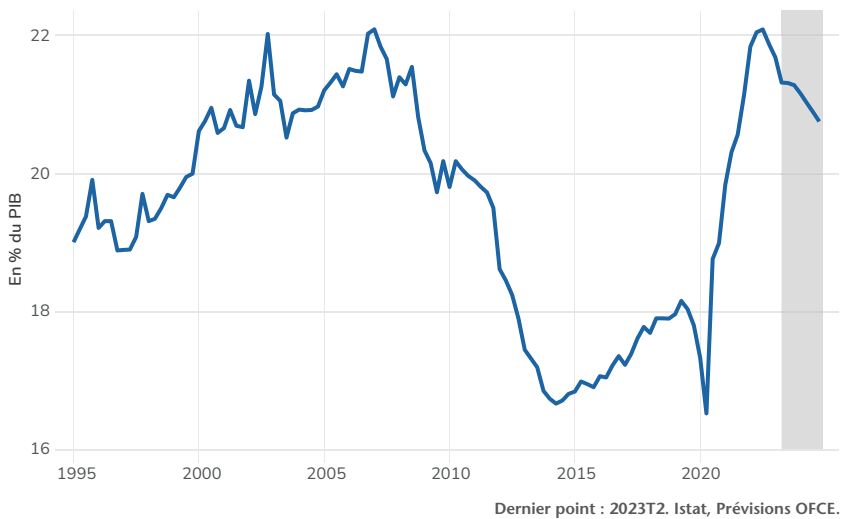
Sous l'effet de la hausse des taux d'intérêts et de la baisse du taux de marge lié aux gains de salaires réels mentionnés ci-dessus, l'investissement devrait reculer au cours de chaque trimestre de l'année 2024 (-0,4 % prévu par trimestre). Toutefois, il faut se rappeler que fin-2022, l'investissement s'établissait à un niveau historiquement élevé (21,8 % du PIB, voir graphique 6), porté notamment par l'investissement en construction. Malgré la baisse prévue, l'investissement resterait à un

niveau élevé (20,8 % du PIB au quatrième trimestre 2024, alors que sur la période 2000-2019 il représentait 19,5 % du PIB).

Graphique 5. Évolution du taux de marge des sociétés non financières depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie



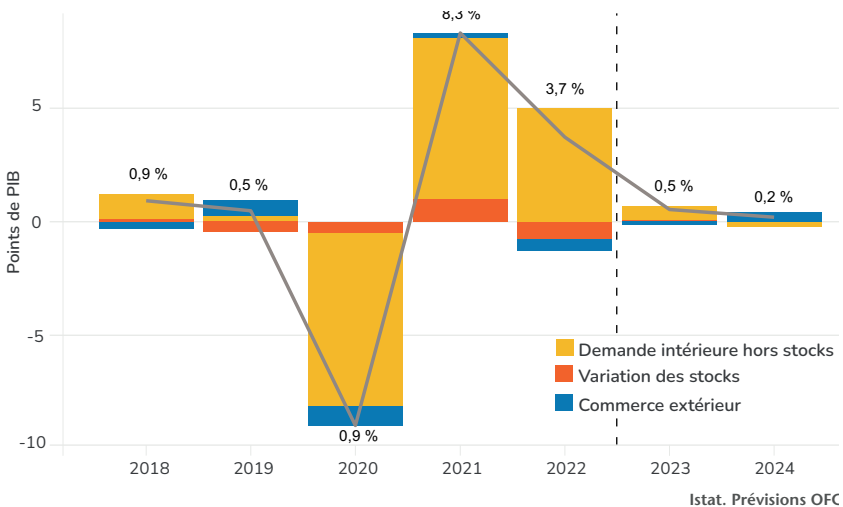
Graphique 6. Taux d'investissement en Italie



En 2024, la demande intérieure contribuera positivement à la croissance de l'activité (contribution trimestrielle moyenne de 0,1 point). Cette tendance fera progresser les importations (+0,3 % en moyenne annuelle). Par ailleurs, la relative vigueur de la croissance mondiale favorisera la demande du reste du monde adressée aux entreprises italiennes alors même que les pertes de compétitivité liées au dynamisme des prix domestiques n'auront que des effets lents sur les ventes italiennes à l'international. Ainsi, les exportations devraient être dynamiques en 2024 (+1,4 % en moyenne annuelle).

Dans ce contexte, le PIB italien devrait croître de 0,2 % en 2024, une croissance inférieure au potentiel de l'économie transalpine. Ce chiffre s'explique essentiellement par le faible élan donné à la fin de l'année 2023 et masque l'amélioration des moteurs domestiques de la croissance attendue pour 2024 (graphique 7). Lestée par l'acquis de croissance donné en 2023, la demande intérieure totale pèserait sur la valeur ajoutée (contribution à la croissance de -0,2 point) tandis que les échanges internationaux soutiendront la croissance du PIB (contribution de +0,4 point).

Graphique 7. Contributions à la croissance du PIB en Italie



Si l'activité a plutôt bien résisté, ceci ne doit pas masquer des effets durables de la succession des crises récentes (crise sanitaire puis énergétique). L'Italie, comme le reste des économies comparables, a pu surmonter les chocs massifs sans trop de heurts grâce à une action

publique forte. En 2022, le déficit public s'est établi à 8,0 points de PIB et resterait de l'ordre de 5,3 points en 2023 et de 5,2 points en 2024. Au sens de Maastricht, la dette publique transalpine s'établirait à 138,1 % du PIB en 2024 (alors qu'elle s'établit à 141,7 % du PIB en 2022). L'Italie sortira de la crise avec un niveau de dette important, un niveau de prix toujours élevé, des pertes de compétitivité-prix et des pertes de pouvoir d'achat des ménages. Ces fragilités – pour certaines communes aux économies comparables – peuvent jouer plus rapidement dans le cas transalpin où la dette publique est la plus élevée de la zone euro après celle de la Grèce. L'Italie pourrait être en première ligne dans le cas d'une nouvelle crise des dettes souveraines. Néanmoins, à l'horizon de notre prévision, l'Italie, comme les autres économies européennes, devrait se contenter d'effacer progressivement les mesures de soutien budgétaire mises en place. En l'absence de choc sur les taux souverains, l'essentiel de l'ajustement se produirait à partir de 2025.

Le scénario présenté ici ne doit pas cacher les forts risques qui l'entourent. Au-delà des risques globaux détaillés dans la synthèse internationale, notamment en lien avec le contexte géopolitique, l'Italie fait face à des risques idiosyncratiques. Le *mix* énergétique italien rend le pays très peu résilient face aux chocs des prix des matières premières sur les marchés globaux. Par ailleurs, compte tenu des faiblesses structurelles du secteur bancaire transalpin, la vitesse de la transmission des hausses de taux peut être plus rapide qu'ailleurs et peser encore davantage sur les perspectives d'investissement, jusqu'ici le principal moteur de la croissance italienne post-Covid.

Des aléas positifs sont aussi envisageables. En particulier, dans nos prévisions seulement un quart de la sur-épargne Covid est consommée. Si une mobilisation encore plus rapide peut augmenter la pression inflationniste, il est envisageable que la fin de l'utilisation de la sur-épargne puisse arriver de façon plus précoce. Ceci soutiendrait la consommation des ménages de façon plus marquée.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,6	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	3,7	0,5	0,2
PIB par habitant	0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	4,1	0,8	0,5
Consommation des ménages	0,6	0,2	-0,4	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	5,0	1,0	0,6
Consommation publique	0,3	-0,8	-0,7	-0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-1,0
FBCF totale dont :	1,0	-1,7	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	9,7	0,7	-1,8
<i>Productive</i>	5,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	11,4	7,0	-1,5
<i>Logement</i>	6,7	-3,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	18,3	3,3	-2,2
Exportations de biens et services	-1,0	-0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	9,9	0,6	1,4
Importations de biens et services	1,0	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	12,4	1,0	0,3
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,6	-0,4	-0,4	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	5,0	0,6	-0,2
Variations de stocks	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,7	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,5	-0,1	0,4
Prix à la consommation (déflateur)*	8,4	6,9	5,6	3,8	3,8	4,0	4,0	2,2	7,2	6,1	3,5
Taux de chômage	7,9	7,6	7,4	7,7	7,6	7,5	7,5	7,4	8,1	7,6	7,5
Solde courant, en % de PIB									-1,0	2,2	2,5
Solde public, en % de PIB									-8,0	-5,3	-5,2
Dettes publiques, en % du PIB									141,7	139,7	138,1
Impulsion budgétaire, en points de PIB									0,5	-0,7	-0,4
PIB zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,4	0,5	1,0

ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2023.

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.