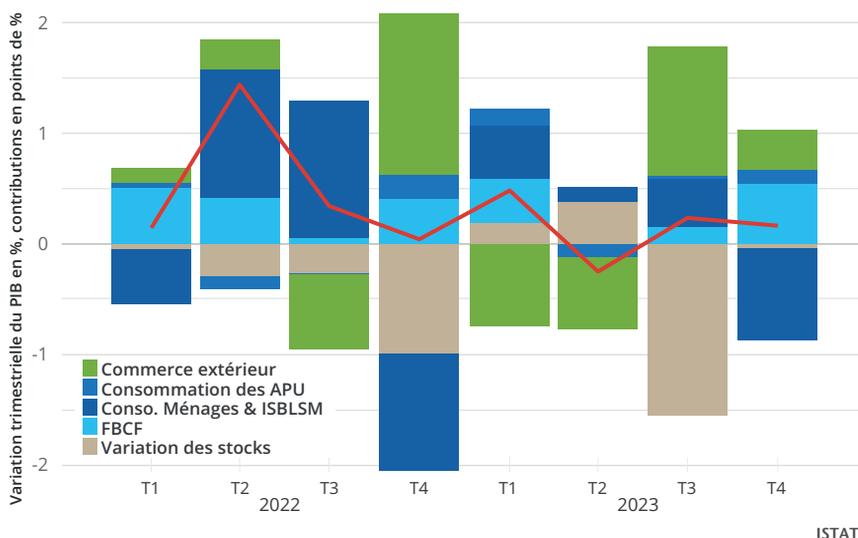


## Italie : reprise fragilisée par la fin du Superbonus<sup>1</sup>

### Portée par l'investissement, la croissance résiste en 2023

Le PIB italien a augmenté de 0,9 % en 2023, porté par un bon premier trimestre (+0,5 %) et une croissance plus modeste au quatrième trimestre (+0,2 %), après un milieu d'année stagnant (-0,2 % puis +0,2 % aux deuxièmes et troisièmes trimestres). En termes de contributions à la croissance, le début d'année s'est caractérisé par des contributions négatives du commerce extérieur, compensées par la progression de la demande interne ainsi que les variations de stocks (graphique 1). Au troisième trimestre, les variations négatives de stocks ont presque entièrement effacé les gains de PIB liés au commerce extérieur (+1,2 %) et à la consommation des ménages (+0,4 %) ; la fin d'année a finalement vu l'activité être tirée par une forte croissance de l'investissement (+2,4 %) et une dynamique favorable du commerce extérieur, tandis que la consommation reculait fortement (-1,4 %).

Graphique 1. Croissance du PIB italien et contributions de ses composantes



1. Ce texte est rédigé par Benoît Williatte, Département analyse et prévision.

Globalement, le PIB italien en 2023 a été soutenu par une progression de la consommation des ménages et surtout de l'investissement – malgré la politique monétaire restrictive adoptée par la BCE – tandis que les variations de stocks (contribution de -1,3 %) tempéraient fortement l'effet de la demande intérieure sur la croissance. La dynamique positive de l'investissement en construction (+3,5 % en 2023) malgré la détérioration de l'accès au crédit s'expliquerait notamment par le soutien public de très grande ampleur apporté les aides à la rénovation de logements (voir encadré 1), et dans une moindre mesure par les premiers apports des projets financés par le volet italien du plan de relance européen<sup>2</sup>. Les investissements en équipements productifs ont fortement progressé (+6,4 %) malgré la baisse des taux de marge et d'investissement des sociétés non-financières en 2023 (respectivement 44,2 % et 20,6 % au troisième trimestre contre 45,5 % et 21,7 % en début d'année). Ces développements a priori contradictoires s'expliqueraient par une baisse du déflateur des investissements en équipements (-1,8 %) ainsi que par l'augmentation de l'investissement public (+19,2 % de FBCF, en valeur, entre les troisième trimestres 2022 et 2023).

## Marché du travail : des créations d'emplois plus dynamiques que l'activité

La résilience du PIB italien s'est accompagnée d'un marché du travail dynamique : selon les comptes nationaux, 407 000 emplois (salariés et non-salariés) ont été créés en Italie entre les quatrième trimestres 2022 et 2023 dont 136 000 au dernier trimestre de 2023 ; sur la même période, le taux de chômage a baissé de 0,5 point de pourcentage pour atteindre 7,5 %, soit le niveau le plus bas qui ait été observé depuis le premier trimestre 2009. Les tensions sur le marché du travail italien restent à un niveau élevé : le ratio de postes vacants par rapport au total des postes (vacants et occupés) était de 2,2 au quatrième trimestre 2023, contre 1,4 fin 2019 ; les enquêtes auprès des entreprises montrent que la proportion de celles-ci citant le manque de main-d'œuvre comme facteur limitant leur production reste largement supérieure à sa moyenne historique. Toutefois, ces

---

2. Selon l'enquête SAFE réalisée par la BCE, le solde d'opinion des entreprises à propos de l'accès au crédit bancaire était négatif durant les deux semestres de 2023 (-0,4 % et -3 %) ; d'après l'enquête auprès des banques (BLS), le solde d'opinion au sujet d'un durcissement des conditions d'accès était positif en 2023, bien qu'en baisse rapide depuis le pic du quatrième trimestre 2022 (36,4 % à 18,2 %).

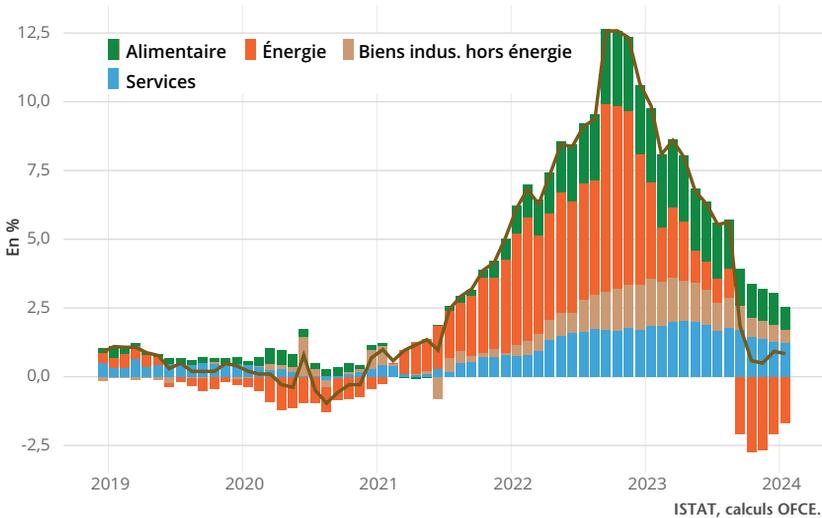
mêmes enquêtes signaleraient qu'un relâchement des pénuries de main-d'œuvre a eu lieu au cours du second semestre (excepté dans le secteur de la construction), là où le ratio de postes vacants est resté stable depuis 2022.

L'emploi a donc été plus dynamique que le PIB, résultant en une baisse de la productivité horaire (apparente) du travail tout le long de l'année 2023 : au quatrième trimestre 2023, celle-ci s'établissait 0,6 % en-dessous de la moyenne de 2019. L'augmentation de la durée moyenne du travail observée en 2022 s'est poursuivie en 2023, amenant une hausse de la productivité par tête (+2 % par rapport à la moyenne de 2019). Après une progression relativement forte en 2022, les salaires *nominaux* ont ralenti au cours de l'année 2023 (croissance des salaires nominaux de 1,3 % en 2023, contre 2,4 % en 2022) ; sous l'effet de la forte hausse des prix, et malgré la désinflation amorcée en 2023, au quatrième trimestre les salaires par tête et horaires déflatés de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) étaient encore largement en-dessous de leurs niveaux (-5,9 % et -9 %) de 2019.

### **Prix : La baisse de l'inflation se poursuit**

L'économie italienne était fortement exposée à la hausse des prix du gaz, du fait de la part importante de celui-ci dans le mix énergétique italien (environ 48 % de la production d'électricité et 51 % de la consommation d'énergie finale des ménages). L'inflation, au sens de l'IPCH, avait atteint un pic de 12,4 % au troisième trimestre 2022 ; le reflux des prix de l'énergie a ramené l'inflation autour de 5,8 % au troisième trimestre 2023 (graphique 2). Au quatrième trimestre, tandis que le déclin des prix énergétiques se poursuivait, les effets de base ont également contribué à la baisse de l'inflation (0,9 %). À mesure que les prix alimentaires et énergétiques ralentissaient, la contribution de l'inflation sous-jacente a été relativement importante en 2023. D'une part, sous l'effet des tensions globales sur les chaînes d'approvisionnement ainsi que le rôle du gaz comme intrant dans certains processus de production industrielle, les biens manufacturés ont contribué positivement à l'inflation globale ; au cours du second semestre 2023, l'inflation pour cette catégorie a fortement diminué (+2,2 % en glissement annuel à la fin de l'année, contre +5 % en juin). La diffusion des hausses de prix aux salaires et donc aux coûts salariaux s'est manifestée par une contribution croissante des services ; depuis le troisième trimestre de 2023, celle-ci est toutefois en baisse.

Graphique 2. Contributions au glissement annuel de l'IPCH



Le déflateur du PIB a dans une certaine mesure suivi les mouvements des prix à la consommation, ses mouvements à la hausse affichant une moindre amplitude mais davantage de persistance (+5,3 % en 2023 contre +3,6 % en 2022). Les taux de marges en 2022 des entreprises non-financières ont atteint leur pic à la fin de 2022 (46,6 %, contre une moyenne 2015-2019 de 42,7 %), avant d'entamer une correction tout le long de 2023 (44,2 % au troisième trimestre) qui a contribué au ralentissement du prix de la production intérieure (+0,5 % en variation trimestrielle au troisième trimestre).

### Finances publiques : la facture des aides à la rénovation s'alourdit

Selon Istat, le solde public italien était de -7,2 % en 2023, tandis que le ratio de dette publique sur PIB était de 137,3 %. Le déficit a donc été légèrement réduit entre 2022 et 2023, mais reste relativement proche de ceux observés durant les phases aiguës des chocs Covid et énergétiques (respectivement 9,6 %, 8,8 % et 8 % en 2020-2022). Pourtant, la réduction des dépenses en termes de mesures d'urgence a bien eu lieu : extinction quasi-totale des mesures Covid et réduction des mesures énergie de 2,8 % du PIB en 2022 à 1 % en 2023.

L'ampleur du déficit pour 2023 s'expliquerait en grande partie par les effets inattendus des incitations à la rénovation de logements mis en

place en avril 2020, dont l'impact budgétaire pour 2023 s'élèverait à environ 3,8 % du PIB. En effet, le décret-loi de relance avait réformé les crédits d'impôts à la rénovation énergétique et sismique de logements, rendant ceux-ci plus généreux. Le dispositif dit du « Superbonus » proposait ainsi des crédits d'impôts à hauteur de 110 % du montant des travaux réalisés, pouvant être utilisés comme remises sur factures ou transférés à d'autres institutions (bancaires notamment) disposant d'une dette fiscale suffisante. Initialement prévue pour 2020-2021, la mesure a ensuite été étendue tandis qu'à partir de 2022, le gouvernement italien a tenté de réduire graduellement la générosité de ces aides à la rénovation et donc leur impact sur les finances publiques : réduction du taux à 90 % à partir de 2023 (puis 70 % et 60 % en 2024 et 2025), introduction de restrictions sur la transférabilité des crédits (avec toutefois l'ajout d'un certain nombre d'exceptions par les parlementaires).

La générosité des aides combinées à l'absence de plafond ont fait que le coût de ces subventions a largement dépassé les montants initialement prévus. Le programme de stabilité présenté en avril 2023 estimait 72 milliards pour le seul Superbonus, et 112 milliards pour l'ensemble des aides à la rénovation. Le projet de loi de finances 2024 a ensuite révisé à la hausse le coût du dispositif pour 2023, à hauteur de 1,1 % du PIB supplémentaires, avec un solde public attendu à -5,3 %. Ce dernier a finalement été estimé par Istat à 7,2 %, portant le coût total des aides sur 2020-2023 autour de 178 milliards d'euros (environ 8,6 % du PIB 2023), dont 100 milliards pour le Superbonus. Toutefois, l'effet sur la dette publique résultant de la dégradation du solde sera graduel : étant données les caractéristiques des crédits d'impôts (transférabilité, délais de 10 ans pour leur utilisation) leur utilisation entière par leurs bénéficiaires semble probable. À ce titre, les crédits d'impôts pour la rénovation ont été comptabilisés comme dépenses entièrement affectées à l'année durant laquelle ils ont été générés ; en revanche, l'endettement supplémentaire induit par ces subventions (via la baisse des recettes) devrait avoir lieu au fur et à mesure de leur utilisation<sup>3</sup>. L'écart entre l'impact immédiat sur le déficit et celui différé sur la dette se traduira par une contribution accrue anticipée des ajustements stock-flux (prévus à 1,2 % du PIB sur 2024-2026 par le gouvernement italien) à moyen-terme.

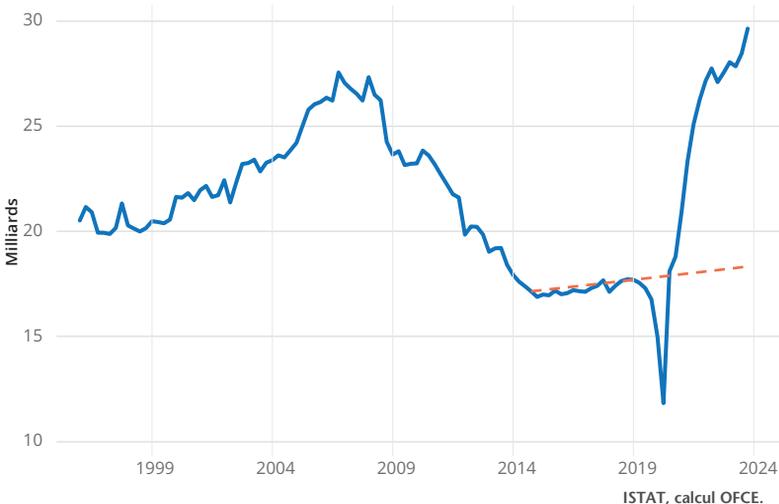
---

3. Se référer aux échanges entre Eurostat et Istat, notamment Eurostat (2023), *Advice on recording 2023 Superbonus*, pour plus de détails sur le traitement comptable des crédits d'impôts.

### Encadré 1. Les primes à la rénovation des logements et l'investissement en Italie depuis la Covid

La formation brute de capital fixe a connu une très forte augmentation (en volume) depuis 2019, très largement supérieure à celle observée au sein des autres économies majeures de la zone euro ; de plus, si l'on examine sa composition en termes d'actifs, le dynamisme de la construction apparaît tout à fait exceptionnel. L'« excès » d'investissement en construction résidentielle – par rapport à un scénario où se poursuivrait la croissance annuelle moyenne observée entre la fin 2014 et, à la fin 2019, représenterait environ 2,3 % du PIB en volume en 2023 (40,9 milliards d'euros de FBCF résidentielle supplémentaire sur un total de 193 milliards, en prix chaînés de 2015).

Graphique 3. Investissement en actifs résidentiels (volume)



ISTAT, calcul OFCE.

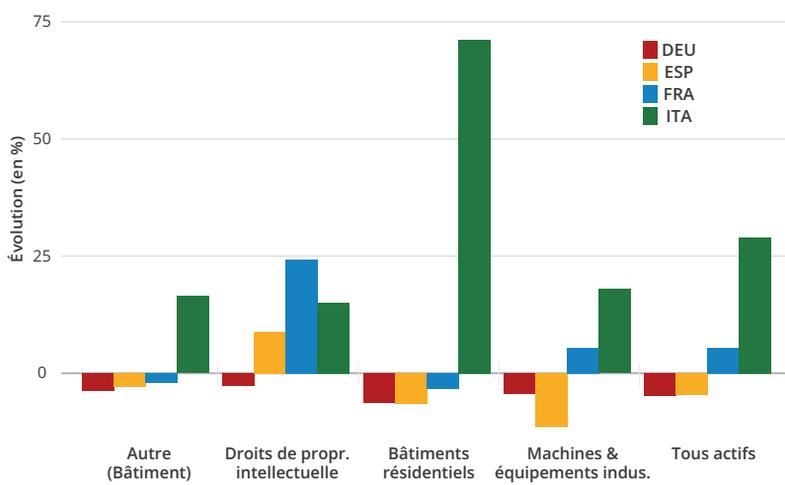
Note : la ligne pointillée correspond à la tendance calculée à partir de la croissance annuelle moyenne entre les quatre trimestres 2014 et 2019.

Dans quelle mesure cette croissance exceptionnelle s'explique-t-elle par le soutien de grande ampleur apporté à la rénovation des logements ? En effet, 178 milliards d'euros ont été dépensés en crédits d'impôts sur la période 2020-2023, tandis que la FBCF résidentielle « excédentaire » cumulée sur 2021-2023 représentait 136 milliards d'euros. Toutefois, la tendance 2014-2019 est problématique en tant que contrefactuel étant donnée l'évolution historique de l'investissement résidentiel en Italie. En effet, celui-ci a connu une forte expansion dans les années 2000, avant que la crise financière n'enclenche une période de contraction sévère qui ne prit fin qu'au quatrième trimestre 2014 ; fin 2019, la FBCF résidentielle était encore infé-

rieure de presque 25 % à ses niveaux moyens de 1996-1999. Une dynamique de reprise aurait donc pu être anticipée pour le début des années 2020 en l'absence de soutien public, et ce malgré la politique monétaire restrictive adoptée par la BCE à partir de 2022.

Certaines études ont déjà proposé des estimations – préliminaires – de l'effet des crédits d'impôts sur le PIB italien. En se basant sur un contrefactuel construit à partir de l'évolution de l'investissement estimée par le modèle macroéconométrique d'Istat, et les effets de *spillover* obtenus à partir des tables entrées-sorties, l'Office parlementaire du budget estime un multiplicateur proche de 1 pour les investissements réellement générés par la mesure (16,5 milliards d'euros sur 2021-2022). Une étude réalisée par Istat estime qu'environ la moitié des investissements ayant bénéficié des crédits d'impôts n'auraient pas pu être réalisés sans ces aides ; avec un multiplicateur d'environ 0.8 pour ces travaux supplémentaires, calculé également sur la base des tables *input-output*, le multiplicateur global serait donc autour de 0,4. Enfin, dans une audition au Sénat italien, la Banque d'Italie a présenté ses premières estimations obtenues via une approche de contrôle de synthèse, suggérant là aussi environ 50 % de travaux financés rendus possibles par l'obtention de crédits d'impôts. Sur la base des élasticités estimées par le modèle macroéconométrique de la Banque, le multiplicateur global – après prise en compte des effets d'aubaine – serait vraisemblablement proche de 1. Enfin, selon l'ANCE (association italienne des entreprises de construction), les travaux de rénovation représentaient 70 milliards d'euros en 2023 (environ 39 % de la FBCF résidentielle totale), contre 42 milliards en 2019.

Graphique 4. Évolution de l'investissement parmi les principales économies de la zone euro (T4 2019-T4 2023)



Eurostat, calculs OFCE.

Dans la mesure où le soutien budgétaire explique la bonne performance relative de l'Italie depuis 2019, les perspectives de croissance de l'économie italienne seraient affectées, étant donné la volonté affichée du gouvernement Meloni de réduire le déficit public et l'entrée en vigueur attendue du nouveau cadre budgétaire européen. Notons toutefois le dynamisme de l'investissement depuis 2020, au-delà des seuls actifs résidentiels, alors que les crises de 2008-2009 et 2011-2012 avaient durablement freiné leur accumulation en Italie (graphique 4).

---

## La construction en Italie tire l'activité vers le bas en 2024

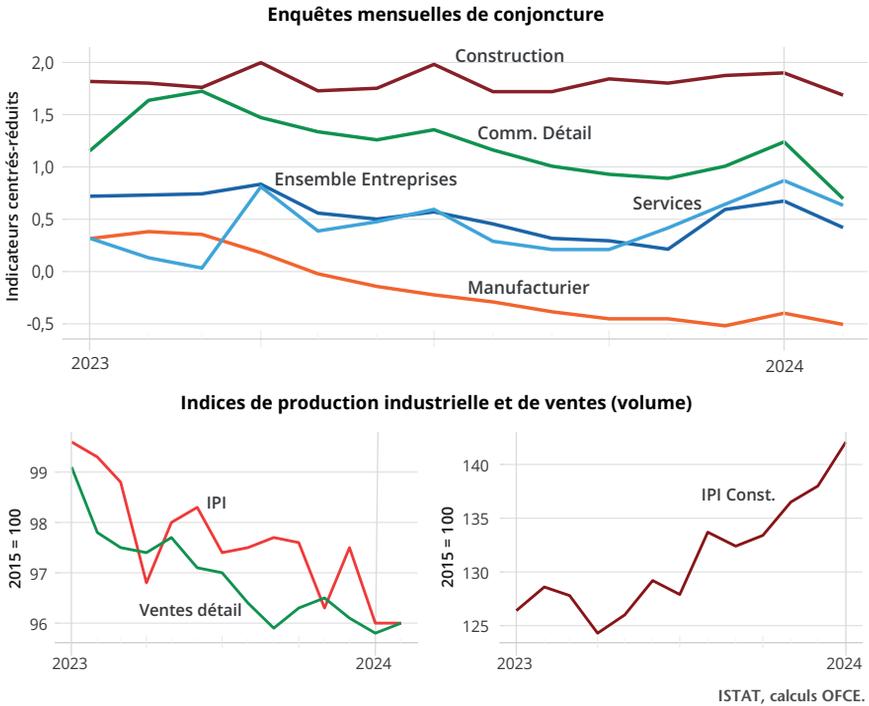
### Conjoncture : sur la lancée du T4 2023

Les dernières enquêtes emploi indiquent des créations d'emploi modestes au cours du premier trimestre 2024 (9570 emplois supplémentaires sur janvier-février) par rapport au dernier trimestre 2023. Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture suggèrent que le premier trimestre 2024 s'inscrit dans la continuité du second semestre 2023, soit une croissance modeste (graphique 5). Selon l'indicateur synthétique calculée par ISTAT, la confiance des entreprises connaîtrait une légère amélioration depuis décembre 2023. Dans le détail sectoriel, le ressenti des entreprises manufacturières sur leur production passée et anticipée demeurerait stable. D'après les soldes d'opinions sur l'évolution de la production durant les trois derniers mois, les entreprises du bâtiment indiqueraient un accroissement considérable de l'activité fin 2023 qui s'inverserait à partir de février 2024. Le premier trimestre bénéficierait donc encore dans une certaine mesure des subventions aux rénovations<sup>4</sup>. L'indice de production industrielle laisse entrevoir un léger déclin de l'activité manufacturière en janvier, tandis que l'indice pour le secteur de la construction montre une activité en forte augmentation durant le premier mois de l'année.

---

4. Le taux à 90 % s'applique pour les travaux entamés jusqu'à la fin de l'année 2023. De plus, certaines exemptions aux modifications apportées aux crédits d'impôts en termes de taux ou de transférabilité demeureront valides pour les demandes déposées jusque mi-avril.

Graphique 5. Indices de confiance des entreprises et de production industrielle



## La fin du Superbonus pèse sur l'investissement

Le scénario de politique budgétaire retenu verrait une forte réduction du soutien public à l'activité sous la forme des crédits d'impôts à la rénovation de logements. Outre la réduction du taux, déjà annoncée en 2023, à 70 % en 2024 et 65 % en 2025, les nombreuses exceptions consenties à la fin de la transférabilité des crédits annoncée en février 2023 ne devraient pas être reconduites en 2024-2025. Il en résulterait une baisse considérable de l'utilisation de ces crédits, et donc une impulsion négative sur l'investissement en construction. Celle-ci devrait toutefois être partiellement compensée par la montée en puissance des projets financés par le PNRR : selon l'Office parlementaire du budget, fin novembre 2023 seuls 28 milliards d'euros avaient été dépensés, sur un total de ressources attendues de 194 milliards (71,8 de subventions et 122,6 de prêts)<sup>5</sup>. Les délais importants dans

5. Ufficio Parlamentare di Bilancio (2023), *Memoria nell'ambito dell'esame della Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*

l'utilisation des fonds seraient principalement dus aux difficultés rencontrées par les administrations locales dans la formulation de projets éligibles et la réalisation d'appel d'offres, plutôt que dans la faisabilité ou l'exécution même des projets. Enfin, parmi les mesures discrétionnaires annoncées pour 2024, la plus impactante devrait être la baisse ciblée de cotisations sociales pour les bas salaires (pour un coût estimé à environ 10 milliards d'euros, ou environ 0,5 % du PIB) qui renforcerait le pouvoir d'achat des ménages et la contribution de la consommation à la croissance. Comme expliqué précédemment, les crédits d'impôts octroyés ont jusqu'ici été comptabilisés immédiatement comme dépenses mais auront un effet différé sur l'endettement public. Malgré une amélioration attendue du solde primaire (-3,4 % en 2023, -0,4 % en 2024, 0,4 % en 2025), la dette publique rapportée au PIB devrait augmenter, sous l'effet du ralentissement du PIB en 2024 et surtout de l'utilisation des crédits d'impôts accordés : 137,2 % en 2023, 139,2 % en 2024, et 140,2 % en 2025.

### **Marché du travail et prix : hausse modeste du chômage et gains de pouvoir d'achat**

La faible croissance du PIB en 2024 ainsi que les gains de productivité (en supposant une croissance tendancielle autour de 0,4 %) auront pour conséquence une légère augmentation du taux de chômage au cours de l'année 2024 (de 7,4 % fin 2023 à un pic de 7,9 % au second semestre 2024). L'accélération du PIB en 2025 ramènerait le chômage autour de 7,3 % d'ici la fin de l'année ; en moyenne annuelle, le taux de chômage resterait stable sur 2024-2025 (7,7 % et 7,6 %). Malgré une légère remontée du chômage, les salaires devraient être dynamiques en 2024 et durant la première moitié de 2025 : selon les indicateurs de tensions sur les négociations collectives calculés par ISTAT, en février 2024, environ 52 % des salariés du secteur privé étaient en attente d'un renouvellement de leurs conventions collectives, dont deux tiers parmi les employés d'entreprises de services et seulement 7 % des salariés du secteur manufacturier ; cependant les conventions collectives de celui-ci contiennent généralement des clauses d'ajustement *ex post* à l'inflation observée. Les salaires nominaux devraient ainsi croître de 3,5 % et 3,9 % en 2024 et 2025 ; les salaires réels progresseraient de 1,9 % et 2,2 %, pour atteindre fin 2025 des niveaux encore inférieurs de 5 % à ceux de 2019 (contre 9 % au quatrième trimestre 2023).

La désinflation énergétique attendue et l'hypothèse d'un retour de l'inflation alimentaire à sa tendance pré-Covid impliquent que l'inflation changerait de nature en 2024-2025, avec des augmentations de prix davantage déterminées par l'évolution des coûts salariaux. Étant donnée la faible croissance de la productivité italienne et le retour des taux de marges en 2023 à des niveaux proches de ceux d'avant-crise, les gains de salaires nominaux attendus auraient pour conséquence une augmentation temporaire de l'inflation hors énergie et alimentation. Dans l'ensemble, la dynamique désinflationniste observée au cours de l'année 2023 se poursuivrait lors du premier semestre 2024 ; l'inflation connaîtrait un rebond sur la fin 2024 et le début de 2025, à mesure que les augmentations de salaires se transmettent aux prix. En moyenne annuelle, l'inflation serait de +1,6 % en 2024, avec une légère accélération des prix en 2025 (+2,1 %).

## La consommation prend le relais de l'investissement

Nous faisons l'hypothèse d'une correction en 2024 et 2025 de la progression exceptionnelle de l'investissement en rénovations de logement, particulièrement en 2024 avec l'entrée en vigueur de dispositions plus restrictives sur les crédits d'impôts. Par ailleurs, les effets des hausses de taux directeurs décidées par la BCE en 2023 devraient continuer à peser sur l'investissement en équipements des entreprises ainsi que les mises en chantier en 2024. La croissance du PIB en 2024 devrait donc être faible (+0,4 %) : étant donnés les effets contractionnaires des hausses de taux d'intérêt décidées en 2023 et la réduction considérable du soutien à la rénovation des logements, la baisse des investissements (-3,9 %) freinerait l'activité. Le dynamisme de la consommation, portée par les gains de pouvoir d'achat, et la possibilité pour l'Italie d'accroître ses exportations grâce à des coûts unitaires salariaux moins dynamiques qu'au sein des autres économies majeures de la zone euro, permettraient à l'Italie de connaître une croissance faible mais tout de même positive. En 2025, la baisse de la contribution des crédits tels que le *Superbonus* devrait se poursuivre ; toutefois, la transmission des hausses de taux décidées par la BCE devrait être achevée et la mise en œuvre de projets issus du PNRR s'accélérer. Ainsi, l'investissement dans la construction devrait donc poursuivre sa contraction (-2,1 %) en 2025, tandis que les dépenses en équipements industriels devraient croître à nouveau (+2 %) ; le regain de croissance (+0,9 %) serait porté par la consommation des ménages.

## Références

Banca d'Italia, 2023, *Audizione sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia*.

Colabella A., E. Guglielminetti, C. Rondinelli, 2023, « The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic », *Questioni di Economia e Finanza* no. 797.

Eurostat, 2023, *Advice on recording 2023 Superbonus*.

ISTAT, 2023, « Indagine conoscitiva sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia », *Audizione presso la V Commissione della Camera dei deputati (Bilancio, Tesoro e programmazione)*.

Ufficio Parlamentare di Bilancio, 2023, *Audizione sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia*.

Ufficio Parlamentare di Bilancio, 2023, *Memoria nell'ambito dell'esame della Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*.