



Italie : la croissance résiste à la fin du Superbonus¹

La croissance repart au premier semestre

La consommation prend le relais de l'investissement

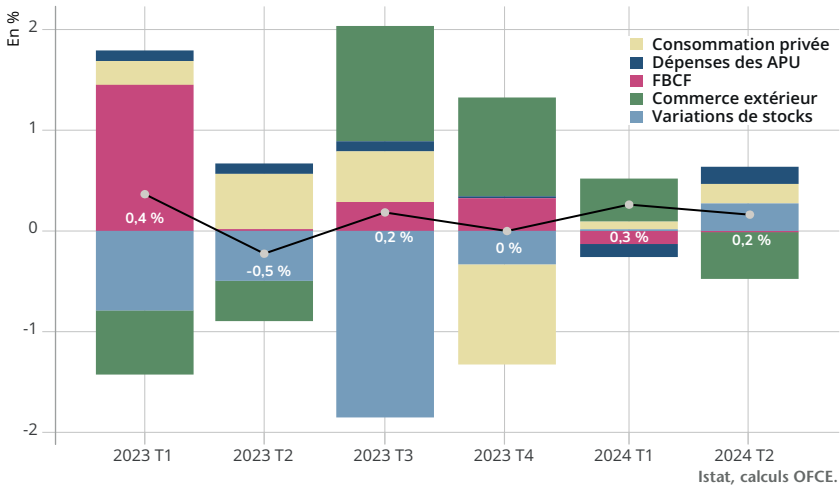
Après avoir stagné fin 2023 (+0 % après +0,2 % au troisième trimestre), le PIB italien a renoué avec la croissance durant la première moitié de 2024 (+0,3 %, puis +0,2 %), donnant un acquis de croissance de 0,4 %. La contribution du commerce extérieur a été fortement positive au premier trimestre en raison d'une baisse importante des importations de biens et services (-2,7 %) ; les exportations, après avoir stagné en début d'année (0 %), ont reculé au second trimestre (-1,5 %). Au deuxième trimestre, le retournement du commerce extérieur a été partiellement compensé par l'augmentation de la consommation des ménages (+0,3 %) ainsi que l'accumulation de stocks. Cette hausse de la consommation est toutefois en deçà de la forte croissance du revenu disponible brut, tirée par les revalorisations salariales de la fonction publique. Au premier semestre, le taux d'épargne a ainsi augmenté de 1,4 point de pourcentage pour atteindre un niveau nettement supérieur à la moyenne d'avant-crise (10,2 %, contre 8,2 % en moyenne sur les années 2014-2019 et 8,8 % au dernier trimestre 2023).

Au second trimestre 2024, le niveau du PIB italien était donc 5,5 % au-dessus de son niveau du dernier trimestre 2019, soit une croissance cumulée proche de celle observée en Espagne (5,6 %) et supérieure à celle de la zone euro (4,2 %), en particulier de la France et de l'Allemagne (respectivement 3,7 % et 0,2 %).

La formation brute de capital fixe (FBCF), qui avait connu une seconde moitié de 2023 très dynamique grâce au soutien public à la construction, en particulier le Superbonus, a connu un retournement au deuxième trimestre (-0,5 % et -0,1 %, contre +1,4 % au dernier trimestre 2023). Les investissements en construction et en équipements productifs ont affiché des profils opposés, le bâtiment décélérant au fil des deux premiers trimestres (+0,6 % et -0,8 %) tandis

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

Graphique 1. Croissance du PIB réel et contributions des composantes



APU : Administrations publiques ; FBCF : Formation brute de capital fixe.

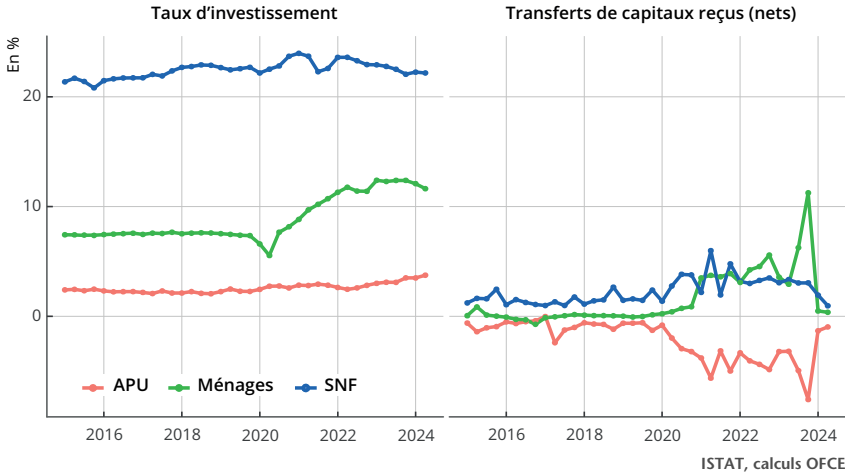
que l'accumulation de machines et équipements reculait avant de rattraper en partie sa baisse (-2,7 % ; +0,9 %). Après deux années de baisses consécutives, le taux d'investissement des entreprises s'est stabilisé en 2024 pour retrouver un niveau proche de sa moyenne 2015-2019 (22,1 %). La progression de la FBCF italienne, malgré un contexte défavorable (choc des prix de l'énergie, hausse des taux d'intérêt), s'explique largement par le soutien public : en particulier, la hausse du taux d'investissement public, et les transferts de l'État vers les ménages qui ont bénéficié des aides à la rénovation de logements, dont le Superbonus (graphique 2). Le montant total de ces aides, depuis 2020, serait d'environ 214 milliards d'euros (10,1 % du PIB 2023), dont 124 milliards pour le seul Superbonus.

Selon les données publiées par l'Agence nationale de l'efficacité énergétique, les nouveaux travaux engagés en 2024 éligibles au Superbonus représentaient 15,4 milliards d'euros d'investissements (dont la quasi-totalité entre janvier et mars), contre 48,4 milliards en 2023. Cet essoufflement de l'aide à la rénovation s'est traduit par un repli de la FBCF résidentielle (-1,1 % puis -2 % en 2024) qui a été en partie compensée par la progression de la construction non résidentielle (+2,9 % et +0,7 %)². L'indice de production industrielle pour la

2. En euros courants, la FBCF résidentielle représentait 38 milliards d'euros, contre 27 milliards pour le bâtiment non résidentiel.

construction de juillet 2024 s'établissait à un niveau proche de celui observé au premier trimestre, compensant le recul affiché au second trimestre.

Graphique 2. Taux d'investissements et transferts de capitaux (nets), par agent



ISTAT, calculs OFCE.
 Note: L'investissement et les transferts de capitaux reçus (nets) sont respectivement exprimés en pourcentage de la valeur ajoutée (SNF), du revenu disponible brut (ménages), et du PIB nominal (APU).

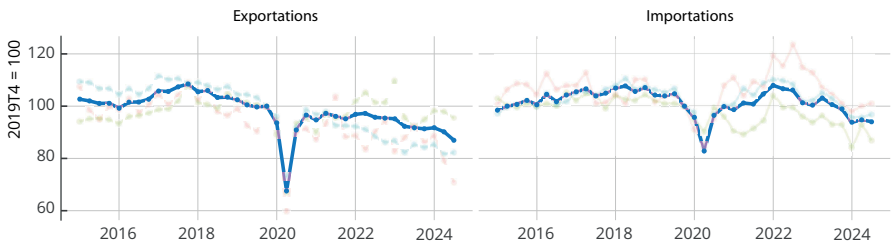
Commerce extérieur : les échanges de biens à la peine

Les disruptions liées à la pandémie avaient eu un impact plus important sur les échanges de services que de biens ; toutefois, depuis 2022 les importations italiennes de biens et de services ont connu des dynamiques similaires, atteignant au second trimestre 2024 des niveaux respectivement 11,8 % et 11,3 % supérieurs à ceux du dernier trimestre 2019. Cette même convergence ne s'est pas réalisée s'agissant des exportations : les mauvais résultats de 2024 ont ramené le niveau des exportations de biens en dessous du début de 2022 (6,6 % au-dessus du niveau de la fin 2019 contre 7,1 %), tandis que les exportations de services continuaient leur progression (+17,9 % au deuxième trimestre 2024 par rapport au dernier trimestre 2019), grâce en particulier au dynamisme du tourisme. Alors que, contrairement à la France et à l'Allemagne, jusqu'à la fin 2023 l'Italie avait vu ses exportations croître à un rythme proche de celui de la demande qui lui était adressée, cette forte baisse des exportations en 2024 traduit une baisse de ses parts de marché.

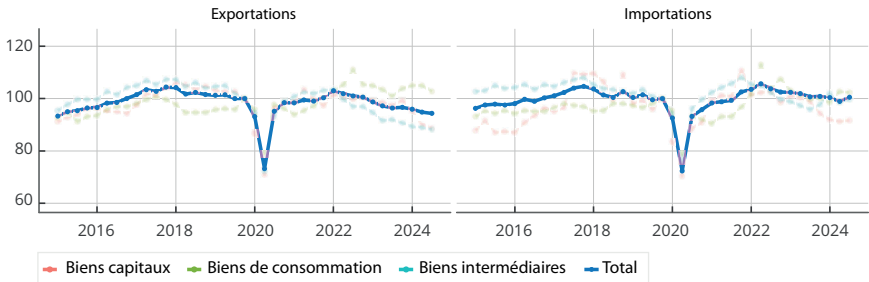
Dans le détail du commerce des biens, les récentes baisses d'exportations vers les autres États membres de l'Union européenne (UE) s'inscrivent dans une tendance visible depuis 2022, avec toutefois un rebond des importations enregistré lors du mois de juillet 2024. Les échanges avec les pays hors UE ont toutefois connu un recul bien plus prononcé au début de l'année 2024, avec de fortes variations sur certains trimestres (graphique 3). Le dernier point observé marque un effacement partiel du rattrapage des replis affichés depuis 2023 par les exportations de biens de consommation ; les ventes à l'étranger de biens intermédiaires ont poursuivi leur tendance baissière, tandis que les exportations de biens de capitaux se sont effondrées en 2024.

Graphique 3. Indices d'exportations et importations de biens (volumes)

Hors Union européenne



Union européenne



Istat, calculs OFCE.

Marché du travail : l'emploi et les salaires restent dynamiques, malgré des premiers signes d'essoufflement

Les créations d'emploi se sont poursuivies à un rythme soutenu (environ 90 000 emplois aux premiers et aux deuxièmes trimestres 2024) et le taux de chômage a connu une baisse rapide, passant de 7,4 % fin 2023 à 6,3 % sur les deux premiers mois du troisième trimestre 2024. Cette évolution du taux de chômage au cours de l'année a été en partie le résultat d'une croissance plus riche en

emploi : le nombre d'heures travaillées dans le secteur marchand non agricole a diminué (-0,6 %), interrompant l'augmentation observée depuis le choc de la pandémie, et la productivité horaire a baissé au deuxième trimestre³. La baisse du taux de chômage est toutefois aussi liée à la stagnation de la population active, avec notamment une baisse du taux d'activité des 25-34 ans (-0,6 point de pourcentage), qui contraste avec la hausse de celui-ci depuis 2019 (voir encadré). Certains indicateurs signalent une baisse des tensions sur le marché du travail au second trimestre 2024 : le taux de postes vacants demeurait supérieur à sa moyenne de 2019 (1,6 contre 1,1) mais affichait un repli par rapport à l'année précédente (1,9 au quatrième trimestre 2023). Les enquêtes auprès d'entreprises signalent depuis le début de l'année une baisse des contraintes exercées sur la production par le manque de main-d'œuvre, à l'exception du secteur de la construction ; enfin, à l'exception du secteur manufacturier, les entreprises ont indiqué des perspectives d'emploi en recul depuis le deuxième trimestre.

Les salaires moyens ont accéléré en début d'année 2024, affichant des glissements annuels respectifs de +4,3 % et +2,9 % pour les salaires par tête nominaux et réels, au second trimestre. Les salaires ont été soutenus par les résultats des négociations dans les services privés, ainsi que des revalorisations des employés de la fonction publique. Néanmoins, par rapport au dernier trimestre 2019, le salaire moyen par tête – déflaté de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) – demeurait inférieur de 4,2 %. Les augmentations de salaires ont ainsi contribué au rattrapage du revenu disponible brut réel des ménages italiens amorcé à partir de la fin 2023, enregistrant un premier taux de croissance positif depuis le premier trimestre 2022. Contrairement aux salaires, les revenus de la propriété avaient progressé plus rapidement que le déflateur de la consommation durant la période du choc énergétique mais n'ont pas suivi la croissance des prix sur l'année 2024.

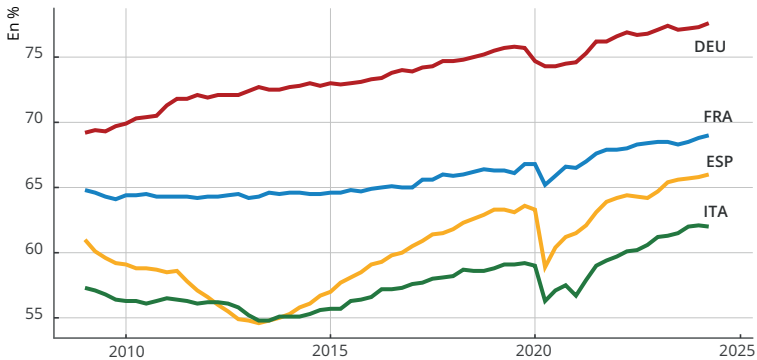
Encadré. Le dynamisme de l'emploi italien depuis 2019

À l'instar des autres grandes économies européennes, l'Italie a connu une progression de son taux d'emploi (parmi les 15-64 ans) depuis 2019, de 59 % à plus de 62 % en 2024 ; ce faisant, il a également dépassé son pic

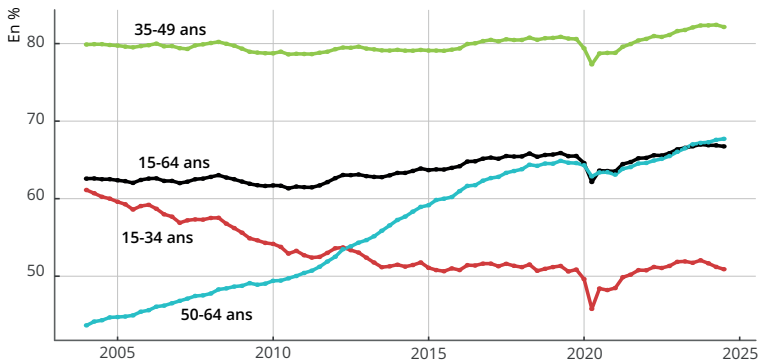
3. La durée moyenne du travail reste néanmoins supérieure à ses niveaux moyens d'avant-crise, excepté dans l'industrie.

d'avant-2008. Cette évolution est globalement commune aux différentes catégories d'âge, avec toutefois une augmentation un peu moins élevée et qui semble avoir atteint un plafond depuis 2023 parmi les 15-34 ans. Néanmoins, un écart important subsiste entre le taux d'emploi de l'Italie d'une part, et ceux de la France et l'Espagne d'autre part – à l'exception de la tranche la plus âgée de la population (en âge de travailler). La persistance de cet écart est liée à une augmentation du taux d'emploi des femmes en Italie comparable à celle des autres grandes économies européennes sur les dernières années, mais qui n'a donc pas permis une convergence, l'Italie partant d'un niveau initial plus bas. Enfin, l'augmentation observée du taux d'emploi est allée de pair avec une hausse du taux de participation, qui s'est cependant interrompue depuis le début de l'année (graphique 4) ; celui-ci devrait toutefois augmenter en 2024 et 2025 selon les estimations de la Commission et de l'OCDE, permettant donc une croissance de la population active alors même que la population en âge de travailler diminuerait légèrement.

Graphique 4a. Taux d'emploi (grandes économies de la zone euro)



Graphique 4b. Taux d'activité par tranche d'âge (Italie)

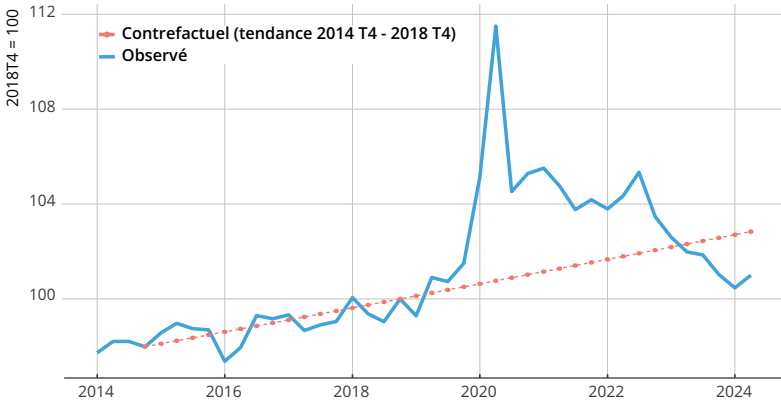


Note : Taux d'emploi parmi les 15-64 ans.

Eurostat.

La croissance réalisée depuis 2019 a permis d'importantes créations d'emplois, au prix d'un ralentissement de la productivité apparente du travail – cette dernière étant déjà moins dynamique que dans les autres économies européennes. Sur le champ du secteur marchand non agricole, et en prenant en compte les heures travaillées par les salariés ainsi que les non-salariés, la productivité horaire progressait à un rythme annuel moyen de 0,5 % sur les années 2014-2018 (graphique 5). Depuis l'enchaînement des crises Covid et énergétique, la productivité du travail a en réalité enregistré une progression de 1 % par rapport à son niveau de la fin 2018, contre un niveau attendu (en se basant sur la tendance pré-crise) supérieur de 2,8 %. En revanche, la durée effective moyenne du travail a *augmenté* sur la même période (+2 %) ; sous l'hypothèse d'une élasticité de l'emploi à la durée moyenne du travail qui serait proche de 0,5, cette augmentation de la

Graphique 5a. Productivité (apparente) horaire du travail



Graphique 5b. Durée moyenne du travail



durée du travail expliquerait la moitié des pertes de productivité. Sur cette période également, le coût du travail (salaire horaire déflaté du prix de la valeur ajoutée) a baissé de 0,7 % par rapport aux niveaux de la fin 2018. En l'attente d'une estimation plus précise de la tendance de productivité italienne et des principales élasticités de la demande d'emploi, laissée à de futurs travaux, l'évolution de l'emploi en Italie depuis 2018 est largement cohérente avec celles du coût et de la durée moyenne du travail.

La croissance devrait se maintenir malgré la consolidation budgétaire

Le retour des contraintes budgétaires européennes

Comme pour les autres économies européennes, les finances publiques italiennes ont joué un rôle de stabilisateur face aux crises pandémiques et énergétiques⁴. Malgré la réduction des mesures de soutien en 2023, le déficit était de 7,2 %, soit un niveau largement supérieur à celui d'avant-crise ; ce résultat traduit l'incapacité du gouvernement italien à anticiper correctement et maîtriser le recours au Superbonus par les ménages⁵. Cette période de déficits élevés n'a toutefois pas eu pour conséquence une hausse de la dette publique rapportée au PIB, dont le niveau n'a augmenté que de 0,5 point de pourcentage entre 2019 et 2023. En effet, après une forte augmentation en 2020, le niveau de dette a connu une baisse rapide sous l'effet du dynamisme du PIB nominal, ce dernier ayant bénéficié de la période inflationniste de 2022-2023. Par ailleurs, le traitement comptable du Superbonus implique un effet immédiat sur les dépenses publiques, alors que son impact sur les besoins d'emprunts de l'État dépend de l'utilisation (répartie sur plusieurs années) des crédits d'impôts octroyés : d'après le plan budgétaire structurel à moyen terme présenté par le gouvernement, entre 2023 et 2024, les dépenses en transferts de capitaux devraient passer de 5,8 % à 1,8 % du PIB, tandis que l'effet des ajustements stock-flux sur le ratio de dette augmenterait de 1 % à 2,2 %.

Après l'arrêt quasi total du Superbonus en 2024, la politique budgétaire devrait continuer à être restrictive en 2025, étant donné les

4. Selon les estimations publiées par la Commission, les mesures d'urgence adoptées entre 2020 et 2023 représentaient respectivement 4,3 %, 3,7 %, 3,5 % et 1 % du PIB annuel.

5. Le programme de stabilité publié en avril 2023 estimait que le coût total du Superbonus serait de 73,5 milliards d'euros, contre 129 milliards selon les données publiées en septembre 2024.

contraintes posées par l'entrée en vigueur du nouveau cadre budgétaire européen. La suspension des règles budgétaires, décidée lors de la pandémie, étant arrivée à son terme, l'Italie est visée par une procédure de déficit excessif, avec pour conséquence la nécessité de suivre une trajectoire de dépenses primaires nettes définie par la Commission⁶. Sous l'hypothèse, retenue par le plan budgétaire structurel à moyen terme, d'un ajustement sur sept ans, l'amélioration du solde structurel primaire devrait être de 0,6 % par an en moyenne⁷.

L'amélioration du solde structurel primaire attendue pour 2024 reposerait en grande partie sur le moindre recours au Superbonus, et au dynamisme des recettes anticipé par le Trésor italien – ces dernières auraient déjà connu une forte progression au cours du premier semestre 2024, en raison notamment des nombreuses créations d'emploi observées. Par ailleurs, le budget de 2025, tout en visant un ajustement structurel primaire de 0,5 %, devrait comporter plusieurs mesures en faveur des revenus des ménages et de l'emploi, dont la pérennisation de la réduction du coin fiscal-social pour les bas ménages mise en place en 2024 (pour un coût estimé à 15 milliards d'euros), ainsi qu'une réforme du barème de l'impôt sur le revenu. Le financement de ces mesures s'appuierait en partie sur une baisse des dépenses des administrations centrales ; du côté des revenus, outre une mise à contribution envisagée des banques, et les résultats d'accords sur la fiscalité des indépendants, l'essentiel des marges de manœuvre proviendrait du maintien de la hausse des recettes de 2024. Sur la base du plan budgétaire structurel à moyen terme et de nos prévisions de croissance, nous anticipons une réduction du déficit, de 7,2 % en 2023 à 4,2 % en 2024, pour atteindre 3,8 % en 2025. Sur la période 2024-2025, la dette publique rapportée au PIB augmenterait, le solde primaire anticipé ne permettant pas de compenser l'impact différé du Superbonus (ajustement stock-flux de 2,2 points de pourcentage par an) et l'écart négatif entre le taux de croissance nominal du PIB et le taux d'intérêt apparent sur la dette publique.

6. La période d'ajustement budgétaire est de quatre ans par défaut, mais peut être étendue à sept ans sur avis favorable du Conseil de l'UE, en échange d'engagements sur des investissements et des réformes structurels contribuant à augmenter la croissance potentielle.

7. À strictement parler, la Commission communique une trajectoire de croissance maximale des dépenses primaires nettes (1,5 % par an dans le cas italien). Cette trajectoire doit permettre d'atteindre, outre la cible d'un déficit de 3 % du PIB, plusieurs objectifs budgétaires – dont le plus contraignant pour l'Italie serait la réduction du ratio dette/PIB d'un point par an selon les analyses de Bruegel et de l'Office parlementaire du budget.

Les gains de pouvoir d'achat de 2024 soutiennent la croissance

La croissance italienne devrait se maintenir en fin d'année à son rythme du second trimestre (+0,2 %). La demande intérieure, portée par les gains de pouvoir d'achat des ménages ainsi que l'augmentation de la consommation publique, constituerait le principal apport à l'activité. Dans l'ensemble, la FBCF stagnerait, la construction étant pénalisée par la fin du soutien à la rénovation, en partie compensée par l'avancement des projets prévus par le volet italien du plan de relance européen ; les fonds du plan devraient également soutenir l'investissement en équipements productifs. En effet, d'après un rapport publié par le gouvernement italien fin juillet 2024, sur les 194 milliards d'euros prévus pour l'ensemble du plan, seuls 51 milliards avaient alors été dépensés⁸. La contribution du commerce extérieur sur les deux derniers trimestres serait légèrement négative, les investissements en équipements stimulant les importations.

L'inflation tirée par les augmentations de salaires en 2025

L'inflation italienne a été inférieure à la cible de 2 % tout le long de l'année 2024, sous l'effet de la forte baisse des prix de l'énergie et dans une moindre mesure du ralentissement des prix des produits alimentaires. Les augmentations récentes de l'IPCH sont donc en grande partie tirées par ses composantes sous-jacentes, dont les contributions ont relativement peu baissé depuis 2023 et demeurent stables sur les six derniers mois. En prévision, nous anticipons un retour des contributions de l'inflation alimentaire à leur tendance d'avant-crise, tandis que les contributions de la composante énergétique devraient être nulles à partir du second semestre 2025. Les contributions de l'IPCH sous-jacent pousseraient l'inflation vers 1,6 % en fin d'année, avec un glissement en moyenne annuel s'établissant à 1,1 %. En 2025, l'inflation serait légèrement supérieure à la cible de 2 % (2,2 % en moyenne annuelle), tirée par la diffusion aux prix des augmentations de salaires attendues (+3,8 %) pour 2025, les gains de productivité n'effaçant pas entièrement leurs effets sur les prix.

8. Ministri per gli Affari Europei, il Sud, le Politiche di Coesione e il PNRR, 2024, *Quinta relazione sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Rilancio*. En décembre 2023, l'Office parlementaire du budget évaluait les dépenses réalisées à 28,1 milliards d'euros : voir UPB, 2023, *Memoria della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'esame dell'atto n. 182 "Affare assegnato concernente la Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) aggiornata al 31 maggio 2023 (Doc. XIII, n. 1)"*, <https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2023/12/Memoria-UPB-sul-PNRR.pdf>.

Le commerce extérieur et l'utilisation des fonds européens prennent le relais de la consommation

Durant la première moitié de l'année 2025, la consommation des ménages ainsi que des administrations publiques fourniraient les principales contributions à la croissance. Une légère baisse du taux d'épargne (de 10,5 % au troisième trimestre 2024 à 10 % fin 2025), sous l'effet d'une part plus importante des revenus salariaux dans les gains de pouvoir d'achat et de la pérennisation des baisses d'impôts, apporterait un soutien supplémentaire à la consommation. Le taux de chômage afficherait une augmentation modeste au tournant de l'année 2024, sous l'effet de la progression du coût réel du travail et d'un retour de la population active vers sa progression tendancielle, et resterait stable en 2025 étant donné une croissance attendue égale au potentiel. La croissance durant la seconde moitié de l'année serait également soutenue par le commerce extérieur et le retour de l'investissement. Ce dernier ne serait plus affecté par la fin du Superbonus et devrait être soutenu par l'exécution des projets prévus dans le cadre du plan de relance européen. Les exportations bénéficieraient d'une demande mondiale en hausse ainsi que des rattrapages partiels de parts de marché permis par des niveaux de salaires encore inférieurs à ceux des autres grandes économies européennes. Sur l'ensemble de l'année, la progression des exportations et de l'investissement en équipements pousserait le taux de pénétration à la hausse.

