

Italie : pause hivernale pour le PIB

Au cours des trois dernières décennies, l'économie transalpine s'est distinguée par ses performances économiques décevantes – au moins en termes de croissance du PIB²². La sortie de la crise de la Covid-19 constitue de ce point de vue une exception. Parmi les économies avancées, l'Italie est une des premières à avoir retrouvé son niveau de PIB pré-Covid. Mieux encore, si on tient compte des dynamiques qui étaient anticipées avant le déclenchement de la pandémie, l'Italie est une des rares économies avancées à avoir retrouvé son sentier de croissance pré-Covid.

Si la croissance est restée soutenue au premier semestre de l'année 2022, la dynamique devrait s'estomper au moins jusqu'à la fin de l'hiver. Avec l'Allemagne et les pays d'Europe de l'Est, l'Italie est un des pays les plus dépendants des importations de gaz russe. En 2020, le *mix* énergétique italien contenait 31 % de gaz dont un tiers de provenance russe²³. L'Italie se trouve ainsi en première ligne face à un choc historique. Alors que l'inflation est forte, les pertes de pouvoir d'achat des ménages devraient gripper la croissance. Une fois l'hiver passé, le scénario devrait redevenir plus porteur. Nous attendons une croissance du PIB de 3,5 % en 2022 (quasiment identique à l'acquis de croissance observé jusqu'à la fin du premier semestre) et de 0,4 % en 2023. Avec le maintien d'un prix de gros élevé jusqu'à fin-2023, nous n'attendons une baisse du niveau des prix à la consommation à l'horizon de notre prévision. Toutefois, la stabilisation des prix énergétiques et alimentaires à un niveau élevé devrait se traduire par une baisse du glissement annuel du déflateur de la consommation des ménages, qui devrait s'établir à 2,5 % au quatrième trimestre 2023 contre 5,9 % actuellement. Dans ces conditions, grâce au maintien d'une croissance nominale positive, la dette publique transalpine devrait reculer au cours des années 2022-2023 pour atteindre en fin de période 145,2 % du PIB (alors qu'elle se situait à 150,3 % en 2021).

22. Céline Antonin, Mattia Guerini, Mauro Napoletano, Francesco Vona, 2019, « Italie : sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance », *OFCE Policy brief*, n°55, 14 mai.

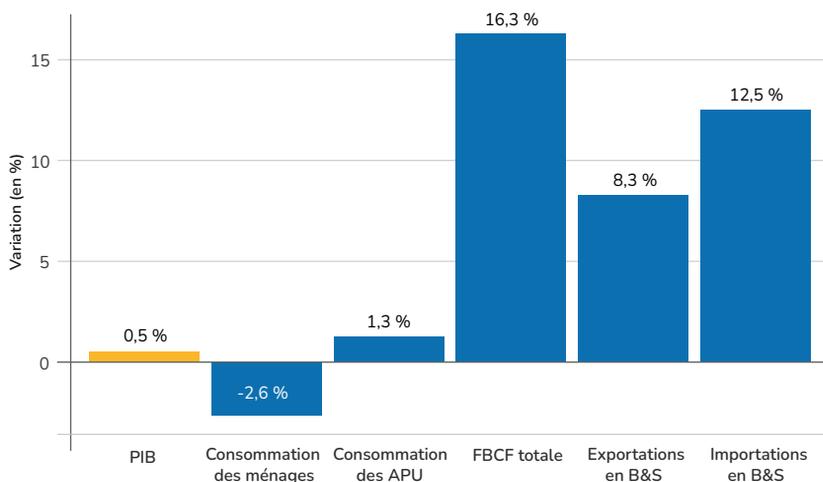
23. Georg Zachmann, Simone Tagliapietra, Ben McWilliams, Giovanni Sgaravatti, 2022, « Preparing for the first winter without Russian gas », *Blog post*, Bruegel.

L'économie transalpine se sort bien de la crise de la Covid-19

Au deuxième trimestre 2022 le PIB italien a dépassé le niveau de son pic pré-Covid qui datait du troisième trimestre 2019 (graphique 10). Si la consommation des ménages en volume reste toujours en dessous de son niveau maximum pré-Covid, le fort dynamisme de l'économie transalpine s'explique essentiellement par la très bonne tenue de l'investissement (+16 % par rapport au pic précédent), porté notamment par la FBCF en construction (+31 %). Si le rebond transalpin était bien engagé dès 2021 avec un taux de croissance de 6,7 % (après la chute de -9,0 % en 2020), la croissance restait particulièrement forte au premier semestre de l'année 2022, notamment au deuxième trimestre (+1,1 % par rapport au premier trimestre).

Comme attendu lors de nos dernières prévisions, avec la fin des effets des mesures sanitaires, la consommation des ménages était le principal moteur de la croissance en ce début d'année (+2,6 % au deuxième trimestre). Le dynamisme récent de la consommation laissait augurer une récupération du niveau de consommation pré-Covid avant la fin de l'année et l'arrêt de l'accumulation de sur-épargne.

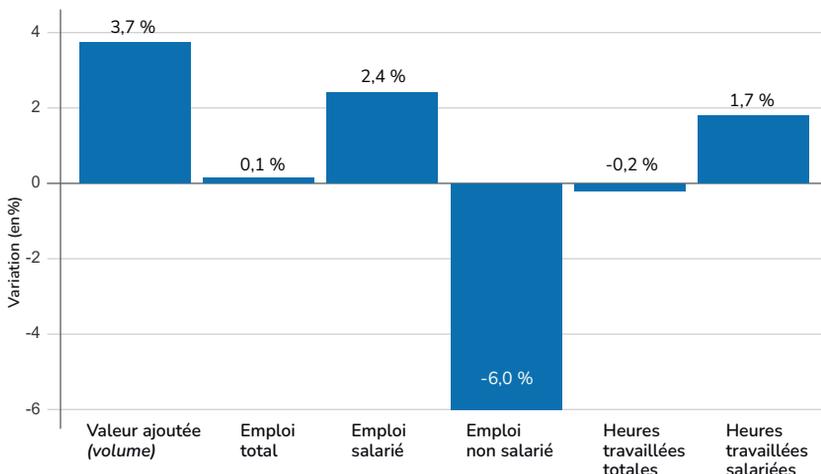
Graphique 10. Évolution du PIB italien et de ses composantes depuis le pic pré-Covid



Dernier point T2 2022.
Istat.

Pendant cette période l'emploi a aussi augmenté, notamment dans le secteur marchand. Ainsi, avec une valeur ajoutée marchande s'établissant en volume 3,7 points au-dessus de son niveau du troisième trimestre 2019, l'emploi salarié marchand a cru de 2,4 points. Il faut noter que l'économie transalpine semble subir une transformation majeure depuis le déclenchement de l'épidémie de Covid-19. Le poids de l'emploi indépendant s'amenuise comme l'atteste la forte baisse de l'emploi non salarié marchand (-6 %). Il semble prématuré de se demander si cette évolution s'explique par un biais dans les mesures de préservation des revenus pendant la crise sanitaire – plus protectrices envers les salariés – ou si elle s'explique par la composition sectorielle du Choc covid. La réponse à cette question dira si on fait face à une transformation temporaire ou pérenne. En tout état de cause, les évolutions récentes du marché du travail italien montrent une relative résistance de l'emploi marchand, une montée de l'emploi salarié et surtout une hausse de la productivité horaire dans le secteur marchand. Ce dernier point constitue une nouveauté majeure en Italie après plusieurs décennies de stagnation de la productivité, voire de recul. Il faut noter qu'en termes de volume horaire total, les constats que l'on peut tirer restent identiques (graphique 11). Dans ce contexte, le taux de chômage du deuxième trimestre 2022 s'établit à 8,0 %, soit un niveau inobservé depuis 2009 et la baisse du taux de chômage s'est poursuivie jusqu'au mois de septembre, moment où il atteint 7,8 % selon les dernières données conjoncturelles disponibles.

Graphique 11. Évolution de l'emploi marchand en Italie depuis le pic pré-Covid

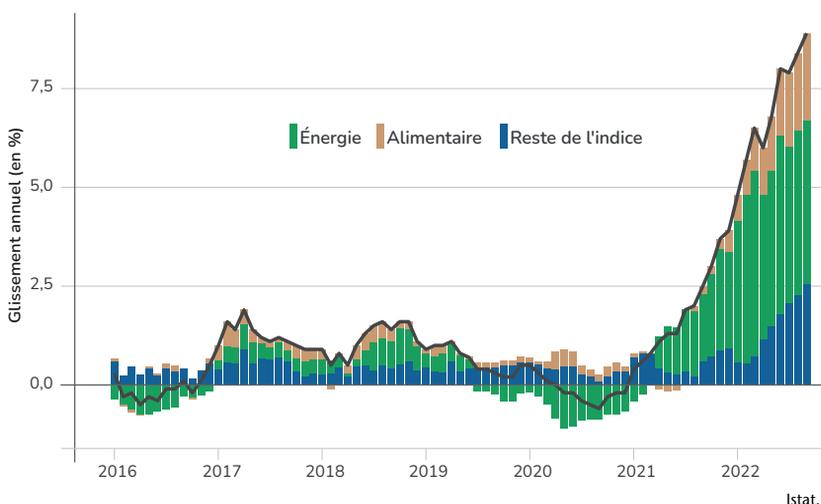


Dernier point T2 2022.
Istat.

L'inflation risque de stopper la dynamique récente jusqu'à la fin de l'hiver

Si l'évolution de l'activité et de l'emploi a été particulièrement favorable en Italie au cours des derniers mois, la dynamique risque d'être enrayée par la hausse des prix à la consommation (graphique 12). En septembre, le glissement annuel de l'indice de prix à la consommation (IPC) s'établit à 8,9 %. Comme ailleurs, le dynamisme de l'indice de prix s'explique par les prix énergétiques (+44,5 %) et alimentaires (+11,4 %). Il faut remarquer que l'inflation sous-jacente est aussi très forte (+5,0 % sur un an).

Graphique 12. Contributions à l'évolution de l'indice de prix à la consommation italien



Face à une telle exposition à une crise du pouvoir d'achat, la politique budgétaire italienne a été une des plus ambitieuses. Les mesures budgétaires spécifiques mises en place pour répondre à la crise énergétique s'élèvent à 38 milliards d'euros, soit 2,1 % du PIB, ce qui fait de l'Italie l'une des économies avancées ayant consacré le plus de ressources pour amortir le choc²⁴.

Le pouvoir d'achat des ménages a reculé au cours des trois derniers trimestres (dernier point connu au deuxième trimestre 2022). Sans

24. Comparer les masses budgétaires mobilisées par pays ne suffit pas pour affirmer quel pays a le plus compensé le choc. Selon nos calculs, l'Italie consacre 0,5 point de PIB de moyens budgétaires supplémentaires par rapport à la France mais la dépendance nette aux importations d'hydrocarbures est aussi plus importante.

perspectives d'accalmie sur le front des prix énergétiques et alimentaires, les pertes de pouvoir d'achat devraient se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'hiver. Le renchérissement du gaz en Europe observé pendant l'été devrait pénaliser particulièrement les ménages italiens du fait du *mix* énergétique transalpin. Dans ce contexte, le pic d'inflation devrait être atteint au cours du quatrième trimestre 2022.

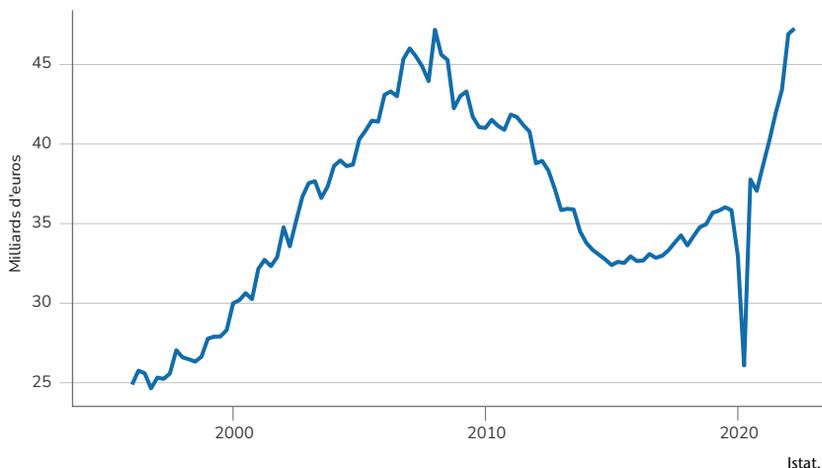
Alors que la consommation des ménages aurait dû être le principal moteur de la demande pour soutenir l'activité jusqu'à la fin-2022 (voir la section précédente), le choc sur le pouvoir d'achat pèsera significativement sur la trajectoire du PIB au cours des prochains mois. Ceci est d'autant plus vrai que les négociations salariales tardent à compenser les pertes de pouvoir d'achat. L'effet sur la croissance serait en partie atténué par la baisse du taux d'épargne des ménages qui reste au deuxième trimestre 2022 1,8 points au-dessus de son niveau pré-Covid. Ceci permettra de limiter le choc prévu sur la consommation des ménages en volume qui ne reculerait *in fine* que très légèrement au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023 (-0,1 % au cours de chaque trimestre).

En parallèle, l'investissement restera morose au second semestre 2022 :

- D'une part, l'investissement en construction affiche une baisse significative aux mois de juin et juillet selon l'indice de production dans la construction (-2,3 % en juin et -3,0 % en juillet). Ces baisses ne remettent néanmoins pas en cause le maintien d'un niveau historiquement élevé (graphique 13). Nous supposons que grâce au plan de relance européen, l'investissement en construction restera à son niveau actuel jusqu'à l'horizon de notre prévision fin-2023. Ce scénario semble confirmé par le maintien à un niveau historiquement élevé de l'indice de confiance des entrepreneurs du secteur au mois de septembre ;
- D'autre part, le reste de l'investissement²⁵ pâtira d'une activité morose et du durcissement des conditions de financement en lien avec la remontée des taux d'intérêts directeurs engagée par la BCE depuis le 27 juillet 2022. Pour rendre le scénario encore plus tendu, l'hibernation de l'économie européenne et le franc ralentissement attendu outre-Atlantique pèseront sur la demande adressée à l'Italie, ce qui freinera la dynamique des exportations.

25. Notamment en biens d'équipements et en matériels de transport.

Graphique 13. Investissement en construction en Italie



Dans ce contexte où les chocs négatifs s'accumulent, nous anticipons trois trimestres consécutifs de léger recul pour le PIB transalpin (-0,1 % au troisième et quatrième trimestres 2022 et au premier trimestre 2023).

L'Italie renouera avec la croissance après l'hiver

Si le pic inflationniste est attendu pour la fin 2022 et le début 2023, les mesures de soutien budgétaire aux agents privés prévues en 2023 seront plus limitées qu'en 2022. Le décret-loi *Aiuti ter*, annoncé le 23 septembre 2022 prévoit de nouvelles mesures pour un montant de 14 milliards d'euros (pour l'année prochaine). L'essentiel des mesures concernent des baisses de la taxation de l'énergie (7,8 milliards d'euros). Par ailleurs, des aides ciblées aux ménages les plus modestes (3,3 milliards) ou aux entreprises plus exposées sont aussi prévues (2,9 milliards). À cela est ajouté l'effet des mesures passées ciblées sur les entreprises votées au cours de l'année 2022 pour un montant de 4,2 milliards d'euros. Au total, les mesures de soutien se quantifiant à 1 point de PIB sont déjà votées pour 2023. Ce montant réduit de façon sensible le soutien du gouvernement italien aux agents privés. À la suite des élections législatives de septembre et en fonction des évolutions des prix internationaux, de nouvelles mesures pourraient être mises en place si le risque politique ne se matérialise pas par une montée du *spread* souverain italien (voir encadré 2).

En attendant d'éventuelles nouvelles mesures de soutien, une fois passé l'hiver, la conjoncture devrait s'améliorer progressivement. L'accalmie du choc sur les prix énergétiques et la montée en puissance des mécanismes d'indexation (des salaires, des prestations) devraient limiter encore plus fortement les pertes de pouvoir d'achat. Après trois trimestres légèrement en baisse, le PIB retrouverait une croissance faiblement positive (+0,1 %) au deuxième trimestre. Ce trimestre verrait aussi la consommation des ménages se stabiliser. En revanche, l'investissement productif resterait morose du fait du durcissement des conditions de financement des entreprises et si la demande intérieure se stabilise, alors l'impulsion nécessaire pour retrouver une croissance positive viendrait du dynamisme retrouvé des échanges internationaux.

À partir du troisième trimestre, la consommation des ménages retrouve une évolution plus favorable, ce qui, conjugué avec la reprise du commerce mondial, devrait installer l'Italie dans une croissance plus franchement positive (+0,3 % puis 0,5 % aux troisième et quatrième trimestres).

Dans ce contexte le PIB italien devrait croître de 0,4 % en 2023, une performance relativement bonne à l'aune de l'expérience transalpine d'avant Covid-19. Contrairement à 2022, la demande intérieure totale pèserait sur la valeur ajoutée (contribution à la croissance de -0,3 point) tandis que les échanges internationaux limiteront la chute du PIB (contribution de +0,7 point) à la faveur d'exportations qui résistent (+2,2 %), en phase avec la croissance attendue du PIB mondial.

Le scénario d'une simple pause hivernale de l'économie transalpine ne doit pas cacher les forts risques qui l'entourent. D'une part il y a des risques globaux qui pèsent sur le scénario. La montée rapide des taux d'intérêt peut aboutir à une crise financière globale. En particulier, le retour de la fragmentation en zone euro mettrait l'Italie en première ligne face à une attaque spéculative. D'autre part, l'Italie fait face à des risques idiosyncratiques. L'Italie fait partie des pays les plus dépendants aux hydrocarbures russes. Si l'hiver s'avère plus sévère que prévu, la possibilité d'une incapacité à répondre à la demande énergétique peut se traduire par une récession nettement plus sévère et des mises à l'arrêt ponctuelles de l'économie.

Des aléas positifs sont aussi envisageables. Les exportations peuvent soutenir encore plus fortement la croissance en 2023 que prévu si les gains de compétitivité-prix liés à l'affaiblissement de l'euro permettent d'améliorer les parts de marché transalpines à l'exportation. Selon le

modèle macro économétrique de la Banque d'Italie²⁶, une dépréciation de 5 % du taux de change effectif nominal italien se traduit par un surplus de croissance de 0,1 point au cours de la première année et l'effet monte en charge à horizon de cinq ans (+0,6 point de croissance). La lenteur des réactions des exportations italiennes au taux de change nous amène à la prudence. Dans nos prévisions, le taux d'épargne des ménages transalpins devrait retrouver son niveau d'avant-Covid au cours du second semestre 2023. Dans le contexte inflationniste actuel, il est envisageable que la fin de la sur-épargne, voire sa baisse, puisse arriver de façon plus précoce. Ceci soutiendrait la consommation des ménages de façon plus rapide en attendant le rattrapage du pouvoir d'achat. De ce point de vue, nous avons choisi un scénario prudent : en présence de difficultés d'approvisionnement et une offre limitée, le déversement de la sur-épargne peut aussi alimenter les tensions inflationnistes sans effet significatif sur les volumes échangés. Enfin, nous avons simplement tenu compte des mesures de soutien au pouvoir d'achat annoncées jusqu'au décret *Aiuti-ter*. Ceci nous amène à considérer que l'Italie sera un des pays avancés qui soutiendra le moins les agents privés en 2023, contrastant fortement avec ce qui a été observé en 2022. Or, en Italie les mesures de soutien sont historiquement adoptées par décret et peuvent être déployées rapidement. Un soutien « plus important est envisageable, notamment si la hausse des taux d'intérêt reste relativement contenue et si les risques financiers (globaux ou spécifiques) ou politiques transalpin ne se matérialisent pas (encadré 2).

Encadré 2. Quid du risque politique transalpin ?

Le 14 juillet 2022 Mario Draghi démissionne après le refus du vote de confiance du Parlement italien. Ceci a abouti à des nouvelles élections qui se sont soldées par la victoire de la coalition dirigée par le parti post-fasciste *Fratelli d'Italia* (FdI). Avec une dette publique à 150,3 % du PIB en 2021, le risque d'un emballement des taux d'intérêt souverains peut faire dérailler une économie fragile comme celle de l'Italie. Pourtant, le *spread* italien par rapport aux obligations allemandes a jusqu'ici réagi très faiblement aux dernières évolutions politiques.

26. Guido Bulligan, Fabio Busetti, Michel Caivano, Pietro Cova, Davide Fantino, Alberto Locarno et Lisa Rodano, 2017, « The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities », *Temi di Discussione (Working Papers)*, n° 1130, juillet.

La démission de Mario Draghi s'est traduite par une légère hausse du *spread* de 0,14 point d'intérêt (de 2,088 à 2,228 points) alors que la perspective de la victoire de *Fdl* semblait une certitude selon les sondages. Depuis que le résultat des élections est connu le *spread* a atteint 2,397 points (au 14 octobre). S'il est indéniable que l'écart de taux a augmenté depuis la démission de Mario Draghi, il faut noter que la réaction des marchés est sans commune mesure par rapport au moment où existait la perspective d'un gouvernement dirigé par le *Mouvement 5 étoiles* en coalition avec *la Ligue* (extrême droite). En effet le scénario chaotique issue des élections parlementaires de 2018 avait eu des effets nettement plus marqués²⁷ (graphique 14).

Si le *spread* transalpin a augmenté avec le risque politique, il faut remettre ces évolutions dans un contexte plus large. La nomination de Mario Draghi comme président du Conseil a rassuré les marchés dans un premier temps, la hausse du *spread* italien est visible depuis la fin du mois d'octobre 2021, bien avant le déclenchement de la nouvelle crise gouvernementale. L'annonce du plan anti-fragmentation de la BCE²⁸ a semblé stopper cette hausse ; le risque transalpin a connu une évolution haussière depuis bien avant la crise politique qui a déclenché la démission du large gouvernement d'union nationale sortant. À ce stade le nouveau gouvernement ne semble pas avoir déclenché des tensions spécifiques sur le financement de la dette transalpine et il semblerait que des signaux de stabilité politique, notamment en matière de politique étrangère, auraient été émis pour rassurer le reste de l'UE.

Graphique 14. *Spread* du taux souverain à 10 ans italien par rapport aux titres allemands (en points de taux d'intérêt)



27. Entre le 17 mai 2018 et le 8 juin 2018, la hausse du *spread* était de 1,21 point.

28. Le plan a été annoncé le 16 juin 2022 et détaillé le 21 juillet.

Si l'Italie évite une crise propre, de nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat pourraient être réalisées si cela était jugé nécessaire. Toutefois, le cas britannique montre que la sanction des marchés financiers peut être immédiate lorsqu'un gouvernement annonce des mesures qui risquent de mettre en péril la soutenabilité des comptes publics ou d'utiliser des moyens inadaptés pour répondre à la multitude de chocs auxquels nos économies font face. La *flat tax* et les baisses d'impôts sur les entreprises annoncées par la leader de *Fdl*, Giorgia Meloni, risquent d'être reportées. Sinon la discipline de marché pourrait stopper ses ambitions et fragiliser la situation économique du maillon faible de la zone euro, sauf si le plan anti-fragmentation annoncé par la BCE est mobilisé et qu'il s'avère efficace.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	1,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,5	6,7	3,5	0,4
PIB par habitant	0,3	1,2	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,5	7,4	3,5	0,5
Consommation des ménages	-1,5	2,6	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,7	5,2	3,5	0,9
Consommation publique	0,1	-1,1	-0,1	-0,1	0,2	0,8	0,8	0,8	1,5	-0,1	1,0
FBCF totale dont :	3,9	1,1	-2,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	16,5	7,5	-3,0
productive	6,2	1,6	-2,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	17,4	9,4	-2,9
logement	8,1	0,7	-2,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	22,7	13,5	-3,1
Exportations de biens et services	5,7	1,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	13,4	10,2	2,2
Importations de biens et services	5,0	2,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,4	14,7	12,1	0,2
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,0	1,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,4	6,3	3,5	0,1
Variations de stocks	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,4
Commerce extérieur	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,4	0,7
Prix à la consommation (déflateur)*	4,6	5,9	9,0	9,2	6,5	5,3	4,1	2,5	1,6	7,2	4,5
Taux de chômage	8,5	8,0	7,8	8,1	8,2	8,3	8,1	7,8	9,5	8,1	8,1
Solde courant, en % de PIB									3,0	-1,0	-1,8
Solde public, en % de PIB									-7,2	-4,9	-4,2
Dette publique, en % du PIB									150,3	146,0	145,2
Impulsion budgétaire, en points de PIB									0,4	1,1	-0,4
PIB zone euro	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2022.