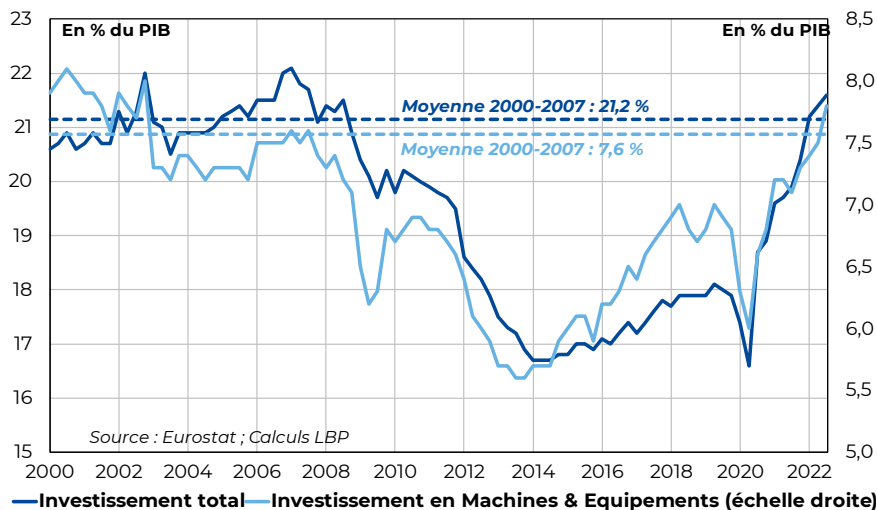


16 décembre 2022

Italie : le défi d'une remontada

Italie - Poids de l'investissement dans le PIB



- **L'économie italienne a été l'une des économies les plus impactées par la crise de la Covid. Au regard de la très lente reprise de l'activité italienne post-crise financière, l'impact de la crise Covid faisait craindre un rebond atone en sortie de crise. La réponse budgétaire d'urgence a toutefois permis de préserver le tissu productif de l'économie italienne, qui a rebondi nettement en sortie de crise : l'Italie a retrouvé son niveau d'activité de 2019 dès le 1^{er} semestre 2022.**
- **A court terme, l'économie italienne devrait souffrir du renchérissement des coûts de l'énergie, de la dégradation de l'environnement international et de la hausse des taux. En 2023, l'économie italienne risque ainsi de stagner voire de se contracter.**
- **A plus long terme, la croissance de l'Italie dépendra du niveau de sa croissance potentielle. Très faible (estimée en 2019 à 0 % par la Commission et 0,3 % par l'OCDE ; contre 0,8 % et 1,3 % pour la France), la croissance potentielle de l'Italie dépendra en partie du succès de son plan de relance, qui s'attaque à de nombreuses problématiques structurelles du pays (formation, numérisation, différentiel Nord/Sud).**
- **A ce stade, les investissements du plan de relance italien – financé en grande partie par le plan de relance européen Next generation EU – ont déjà permis au taux d'investissement du pays de retrouver son niveau du début des années 2000 (environ 21 %, contre 18 % en 2019). Les organisations internationales semblent en outre faire crédit au plan de relance italien et à sa capacité à soutenir la croissance italienne à long-terme. Elles ont en effet globalement réhaussé la croissance potentielle de l'Italie entre l'avant-crise (2017-2019) et 2024. Reste à concrétiser ces estimations...**

Corentin Ponton

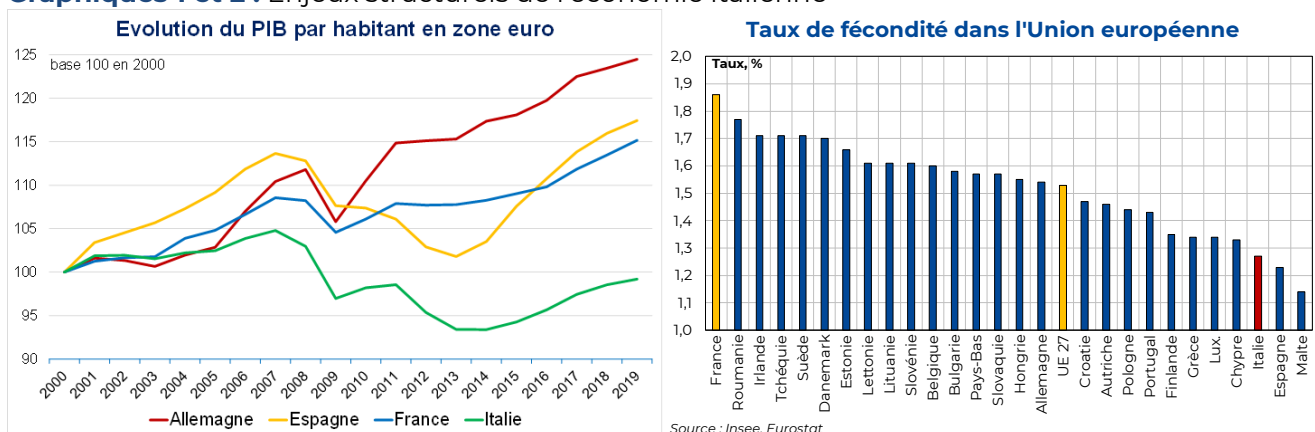
L'économie italienne a été l'une des économies les plus impactées par la crise de la Covid. La réponse budgétaire d'urgence a toutefois permis de préserver le tissu productif, permettant un net rebond du PIB en sortie de crise. Le plan de relance massif permet en outre de soutenir l'investissement depuis 2021. Il sera essentiel pour relever la croissance potentielle de l'Italie.

- ❖ L'Italie représente la troisième plus grande économie de la zone euro, derrière l'Allemagne et la France. Elle souffre toutefois d'importants défis structurels (démographie, productivité, finances publiques) ayant fragilisé sa dynamique de croissance.

L'Italie est la 3^e plus grande économie de la zone euro, avec un PIB de 1 796 Md€ en 2019 (3 473 Md€ pour l'Allemagne et 2 438 Md€ pour la France), soit 12 % de l'UE à 27 (25 % pour l'Allemagne et 17 % pour la France). Son PIB par habitant est en outre de 30 080 €, légèrement inférieur à la moyenne de l'UE à 27 (31 300 € Md€) mais éloigné de l'Allemagne ou la France (respectivement 41 800 € et 35 970 €). **L'économie italienne présente de nombreux déséquilibres macroéconomiques qui pèsent sur ses perspectives de croissance :**

- **Un niveau de dette publique très important** (151 % du PIB en 2021 ; 113 % en France et 70 % en Allemagne) associée à un service de la dette important qui limite les marges de manœuvres de la politique budgétaire (l'Italie doit systématiquement dégager des surplus primaires afin de maintenir une trajectoire de dette soutenable) et génère des tensions sur les taux italiens ;
- **Des gains de productivité très faibles**, en stagnation depuis 20 ans (manque de compétences professionnelles, insuffisance de l'innovation et de l'investissement) et un niveau élevé des coûts salariaux corrigés de la productivité. Ce déficit de productivité a engendré un net décrochage du PIB par habitant de l'Italie depuis 20 ans, à la fois relativement à ses voisins mais également en absolu (baisse en niveau de -2 % entre 2000 et 2019 ; cf. graphique 1) ;
- **Une démographie en déclin** : l'Italie a perdu plus de 1,8 million d'habitants depuis fin 2014 (pic à 60,8 M). Le déficit du solde naturel se creuse depuis 2007, et l'émigration, notamment de jeunes diplômés, n'est pas compensée par l'immigration. Le taux de fécondité est faible avec seulement 1,27 enfant par femme, bien plus faible que la moyenne de l'UE (1,56 ; cf. graphique 2) ;
- **La crise financière a affecté la solvabilité du secteur bancaire.** Depuis 2015, l'Italie a affronté les crises d'une douzaine de banques, certaines ayant requis l'intervention publique. L'assainissement se poursuit, le stock brut de NPL¹ ne représentant plus que 4 % de l'encours de crédits (T2 2022), une proportion encore supérieure à la moyenne de la zone euro (2 %). Le secteur bancaire italien est par ailleurs fortement exposé à l'endettement souverain du pays (voir partie dédiée plus bas) ;
- **Enfin, de nouveaux défis pourraient émerger** : la transition numérique, accélérée par la crise Covid (travail et école à distance, vente en ligne) est un défi pour l'Italie dont la population est faiblement formée sur ces enjeux² ; le retrait des aides d'urgence pourrait occasionner des vagues de faillites et fragiliser davantage le secteur bancaire.

Graphiques 1 et 2 : Enjeux structurels de l'économie italienne



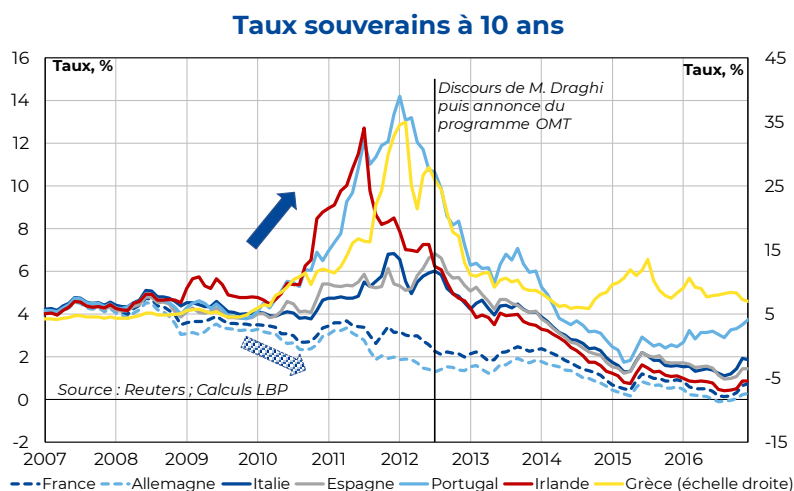
¹ NPL = prêt non performant, c'est à dire tout prêt dont il est probable que l'établissement ne percevra pas tout ou partie des sommes dues au titre des engagements souscrits par la contrepartie.

² D'après Eurostat, seulement 42 % de la population italienne détient des compétences numériques au moins basiques 59 % en moyenne dans la zone euro. La proportion est également plus faible chez les jeunes (63 % vs 81 %).

Encadré 1 : Retour sur la crise financière et des dettes souveraines

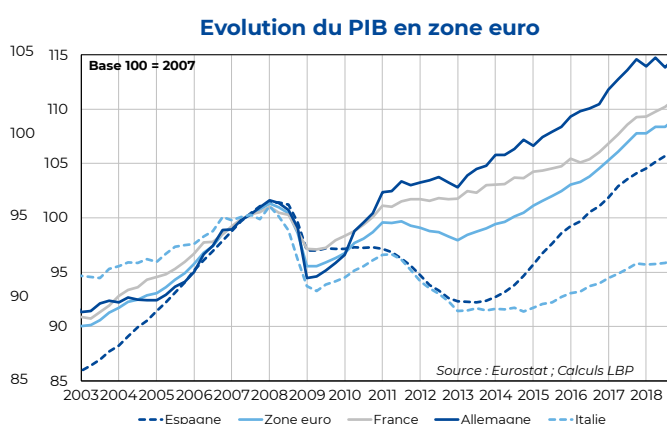
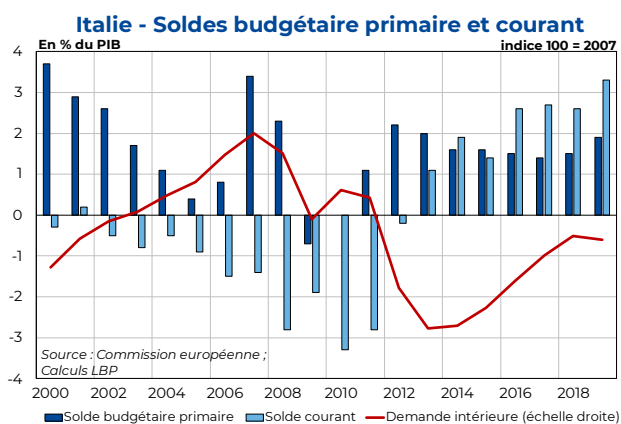
L'économie italienne a été nettement impactée par la double crise financière puis des dettes souveraines entre 2008 et 2014. La crise a en effet révélé les vulnérabilités des économies de certains membres de la zone euro, dont l'Italie. Dans la période précédant la crise financière, la convergence des taux d'intérêts nominaux qui a suivi l'introduction de l'euro, combinée à une divergence de l'évolution des salaires entre pays du « cœur » (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, France) et de la « périphérie » (Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande), ont conduit à l'augmentation des déficits courants des pays de la périphérie, financés par des flux financiers massifs en provenance des pays du cœur de la zone euro avec de forts excédents d'épargne (Allemagne, Pays-Bas notamment). Les pays de la périphérie se sont trouvés dans une situation particulièrement vulnérable à la veille de la crise.

Graphiques 3 : Evolution des taux souverains à 10 ans (%)



A partir de 2010, l'Italie a ainsi souffert du renversement des flux de capitaux, alors qu'elle présentait d'importants besoins de financements extérieurs, traduits par un solde courant largement déficitaire au cours des années 2000 (jusqu'à -3,3 % du PIB en 2010 ; cf. graphique 4). Ce phénomène a résulté d'une perte de confiance dans la santé des secteurs bancaires nationaux et dans la capacité des dettes publiques à rester soutenables en cas de recapitalisation massive des banques. Des tensions sur le marché des dettes souveraines des pays périphériques sont alors progressivement apparues : les taux d'intérêt des pays périphériques ont nettement augmenté, les capitaux se dirigeant vers les pays cœur dont les taux d'intérêt ont au contraire diminué. La crise a également révélé la faiblesse de l'économie italienne dont la productivité était faible depuis des années et dont la gestion des finances publiques n'a pas permis de constituer un « filet de sécurité » budgétaire suffisant pour faire face à une crise de grande ampleur. **En sortie de crise, l'Italie a dû procéder à des ajustements importants et contracter sa demande intérieure pour corriger ces déséquilibres : les importations ont alors diminué de 13 % entre 2007 et 2014, en parallèle d'une contraction de la demande de 13 %.**

Graphiques 4 et 5 : Impacts de la crise financière



Au total, la double crise financière et des dettes souveraines a entraîné une forte diminution du PIB de l'Italie, de l'ordre de -9 % entre 2007 et 2013. La contraction de la demande intérieure s'est traduite par une vive

détérioration de la consommation des ménages et de l'investissement (cf. graphique 4), notamment en 2012 et 2013 où la croissance du PIB s'est contractée de respectivement -3 % et -2 % (contre -0,8 % et -0,2 % pour la zone euro). Cela a permis à l'Italie d'afficher un excédent courant depuis 2013, qui s'appuie en outre sur la vigueur de son appareil exportateur (biens et services), égal à près de 3 % du PIB en 2019. Les exportations tirées par l'industrie manufacturière et les produits agricoles ont généré un excédent commercial de 53 Md€ en 2019. La vigueur des exportations (31 % du PIB 2019) classe l'Italie dans les 5 premiers excédents mondiaux et au 8^{ème} rang en volume d'échanges³. D'autres économies périphériques de la zone euro ont connu une contraction similaire de leur demande intérieure en parallèle de la correction de leurs déséquilibres extérieurs. C'est par exemple le cas de l'Espagne (cf. graphique 5, dont le PIB a chuté de 8 % entre 2007 et 2013). **L'Italie se caractérise toutefois par une quasi-absence de rebond de l'activité depuis la crise : en 2019, le PIB italien se situait encore 4 % en dessous de son niveau de 2007.**

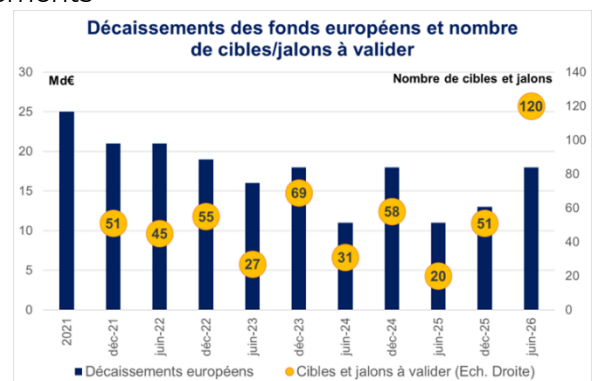
❖ **L'économie italienne a été très impactée par la crise de la Covid-19, mais la conjugaison d'un soutien d'urgence massif puis d'une relance ambitieuse a permis un vif rebond.**

L'économie italienne a été durement frappée par la crise de la Covid-19. En 2020, le PIB italien s'est contracté de -9,0 % (-4,9 % pour l'Allemagne, -10,8 % pour l'Espagne, -8 % pour la France). L'impact de la crise en Italie s'explique par plusieurs facteurs : (i) la pandémie de coronavirus a touché précocement l'Italie (dès février 2020) et de manière marquée, entraînant la mise en place de mesures d'endiguement particulièrement sévères ; (ii) l'économie italienne est très exposée au secteur touristique (13 % de son PIB), qui a souffert de mesures de restriction (tourisme intérieur) et de la fermeture des frontières (tourisme international)⁴.

Face à la crise sanitaire, l'Italie a toutefois déployé une réponse budgétaire d'ampleur qui a permis de préserver le tissu productif du pays. Durant la phase d'urgence, le gouvernement a mis en place d'importants dispositifs en faveur des ménages (chômage partiel, aides ciblées) et en faveur des entreprises (dispositif similaire au Fonds de solidarité français ; prêts garantis par l'Etat). Le tissu productif de l'Italie a ainsi été globalement préservé, permettant à l'Italie de rebondir après-crise. En outre, le plan de relance annoncé par l'Italie atteint 222,5 Md€ (12,4 % de son PIB de 2019). Il fait appel à plusieurs sources de financement : 68,9 Md€ au titre des subventions européennes (FRR) ; 122,6 Md€ au titre des prêts européens (FRR) ; et 30,6 Md€ de financement national. Les investissements et réformes du plan de relance sont étalés jusqu'à 2026 (72 % des montants du plan devraient être décaissés entre 2023 et 2026) et répondent en partie aux défis structurels (formation, transitions climatique et numérique, infrastructures). Des réformes de l'administration, la justice et la concurrence sont également prévues. Enfin, la moitié des montants du plan de relance sont dirigés vers le Sud de l'Italie, qui accuse un net retard de développement économique. Pour le moment, 67 Md€ ont été versés à l'Italie par la Commission (soit 3,7 % du PIB ; 25 Md€ de préfinancement en 2021 soit 1,4 % du PIB ; 21 Md€ en avril 2021 soit 1,2 % du PIB et 21 Md€ en septembre 2022).

Graphiques 6 et 7 : Plan de relance de l'Italie et décaissements

	En Md€	En % du PIB
Numérisation, innovation, compétitivité et culture	49,3	2,8%
Révolution verte et transition écologique	68,7	3,8%
Infrastructures pour une mobilité durable	31,5	1,8%
Education et recherche	31,9	1,8%
Inclusion et cohésion	22,4	1,2%
Santé	18,5	1,0%
Total	222,2	12,4%

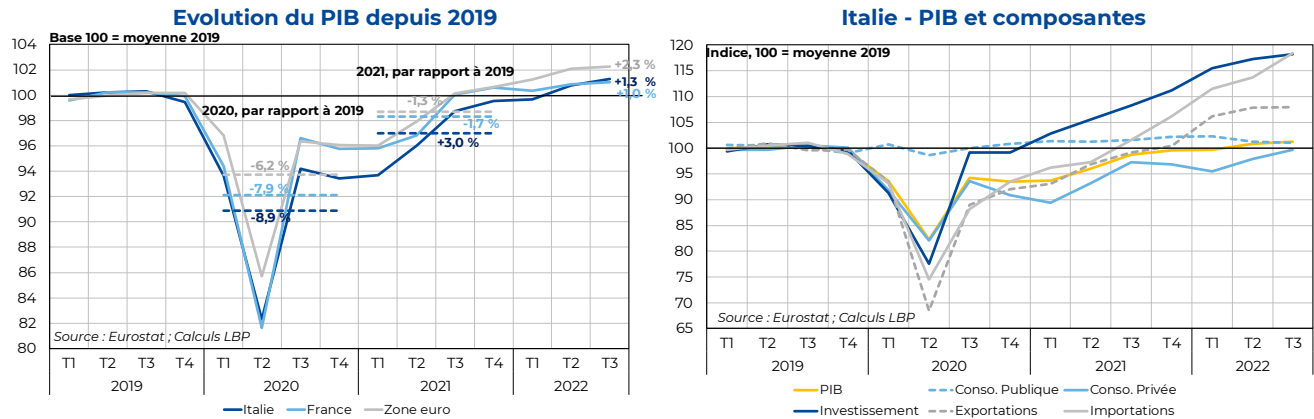


³ La baisse de la productivité depuis le début des années 2000, concomitante à une forte progression des coûts salariaux, a surtout touché le secteur des services abrité de la concurrence internationale. La compétitivité-coût de l'industrie italienne a ainsi été plus résiliente et a en outre bénéficié d'une montée en gamme depuis début 2000.

⁴ Côté biens, l'appareil exportateur a souffert de l'arrêt du commerce international et des restrictions sanitaires, mais la nette contraction des importations en parallèle a plus que compensé cet effet.

L'activité a ainsi nettement rebondi en Italie après la crise sanitaire. Au 3^e trimestre 2022, la croissance a été soutenue : elle s'est établie à +0,5 % (contre +0,2 % pour la zone euro et en France). Cela porte l'acquis de croissance pour 2022 à +3,9 % (+3,3 % pour la zone euro et +2,5 % pour la France) et permet à l'économie italienne d'évoluer 1,3 % au-dessus de son activité pré-crise (1,0 % pour la France). **La reprise a été portée par l'investissement (+18 % par rapport à 2019), qui traduit la mise en œuvre du plan de relance de l'Italie.** Les investissements en construction sont particulièrement dynamiques (+22 % depuis 2019), à la fois dans le logement (reprise du secteur immobilier, rénovations énergétiques du plan de relance) et dans les autres ouvrages (plan de relance). L'investissement en machines & équipements, plus directement lié aux entreprises, progresse de 17 % depuis 2019 : ici ce sont surtout les investissements dans les technologies de l'information et la communication (TIC) qui ont contribué à cette forte progression (numérisation liée au distanciel et au plan de relance).

Graphiques 8 et 9 : Evolution de l'activité en Italie et comparaison avec ses voisins



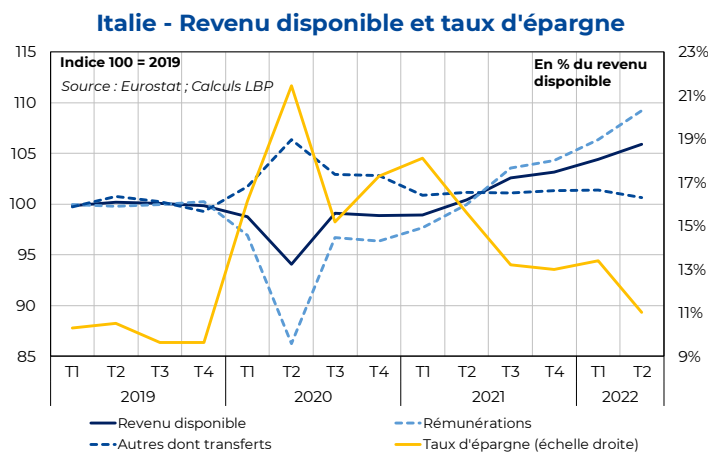
❖ **En parallèle, le revenu des ménages a été robuste, permettant une résilience de la consommation.**

La consommation des ménages reste résiliente à ce stade et a soutenu la croissance au 3^e trimestre 2022 :

- Le revenu des ménages est dynamique, porté par (i) un marché du travail robuste ; (ii) des transferts de l'Etat, avec notamment les mesures de lutte contre l'inflation (mesures ciblées, baisses de taxes sur l'énergie). Au total, le revenu disponible a progressé de 6 % par rapport à sa moyenne de 2019 ;
- Le taux d'épargne des ménages est quasiment revenu à son niveau de 2019 (11 % du revenu disponible au 2^e trimestre contre 10 % avant crise ; *cf. graphique 10*).

Ces deux facteurs ont permis à la consommation réelle de retrouver son niveau de 2019 (+0,5 %), même si elle est en parallèle pénalisée par la forte progression des prix.

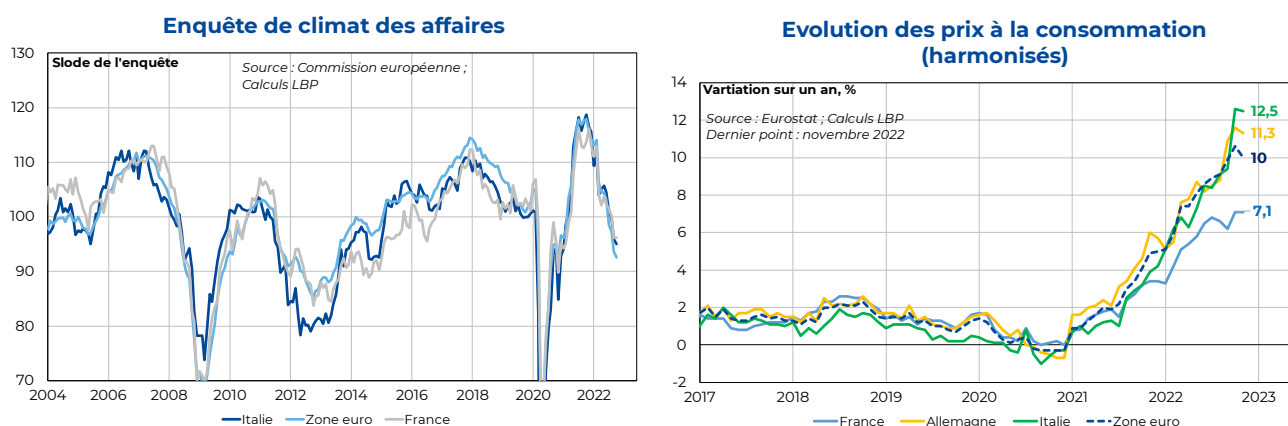
Graphiques 10 : Revenu et épargne des ménages



- ❖ **La fin des effets de rattrapage post-crise et la dégradation de l'environnement macroéconomique (ralentissement mondial, hausse des prix de l'énergie) devraient toutefois entraîner un fort ralentissement de l'activité en 2023.**

Les indicateurs conjoncturels fléchissent nettement depuis le début d'année 2022 (cf. graphique 11). L'indicateur de sentiment économique mesuré par la Commission européenne⁵ se dégrade nettement et revient vers des niveaux bas (2015). L'inflation a en outre vivement augmenté en parallèle (+12,5 % en novembre sur un an), et se trouve à présent supérieure à la moyenne de la zone euro (+10,0 % ; cf. graphique 12). Le gouvernement italien avait mis en place d'importantes mesures de lutte contre l'inflation depuis 2021 (aides ciblées, boucliers sur l'énergie) mais l'inflation énergétique a accéléré nettement en octobre à +73 %, contre +45 % en septembre.

Graphiques 11 et 12 : Enquêtes de conjoncture et évolution de l'inflation



L'activité italienne devrait ainsi ralentir fortement en 2023. Les prévisions de croissance pour 2023 retiennent une croissance proche de 0% pour l'Italie⁶ dans un contexte de dégradation de l'environnement international et de hausse des prix de l'énergie. L'activité italienne souffrirait en outre davantage que la moyenne zone euro (dont la croissance est anticipée autour de +0,5 %). **A court terme, la forte hausse des prix qui rogne le pouvoir d'achat, la dégradation de la confiance des ménages et la potentielle dégradation du marché du travail devraient peser sur la dynamique de consommation des ménages.** Au total, la Commission européenne anticipe une consommation des ménages à l'arrêt en 2023 (+0,1 % après +3,7 % en 2022) et un léger rebond en 2024 (+1,0 %). Les salaires n'accéléraient qu'avec retard, ce qui entraînerait une nette perte de pouvoir d'achat en 2023.

Deux éléments pourraient en particulier peser sur l'activité :

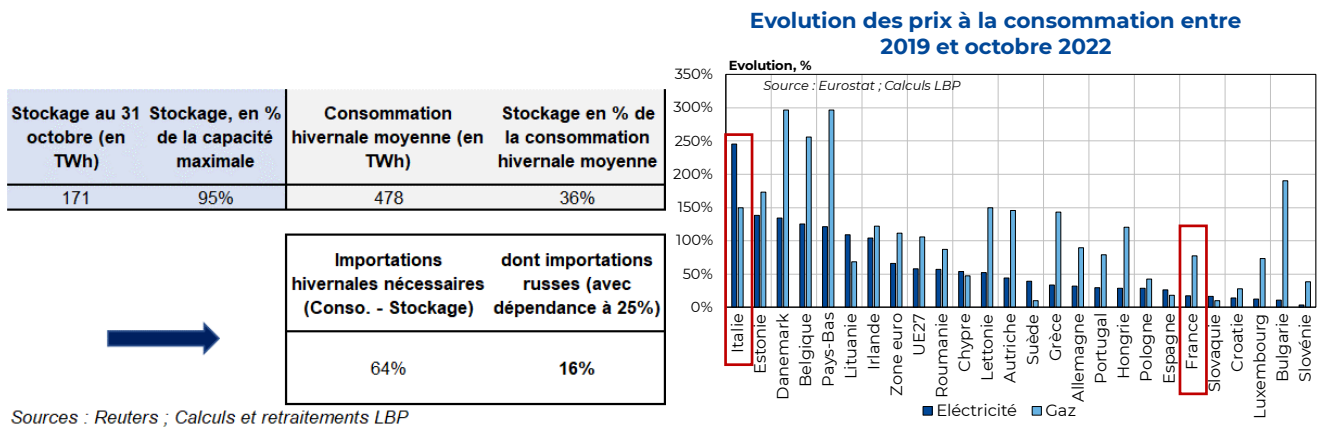
Les conséquences de la guerre en Ukraine : l'Italie est très dépendante du gaz russe qui compte habituellement pour 40 % de ses importations de gaz et 16 % de son mix énergétique. La quasi-disparition des importations de gaz russe représente ainsi un défi pour l'économie italienne: l'Italie avait rempli 95 % de ses stocks de gaz au 31 octobre, avant le début de la saison hivernale. Cela couvre environ 36 % de la consommation hivernale moyenne du pays. Les 2/3 restants (64 %) devront donc être importés pendant l'hiver : l'Italie avait annoncé à l'été avoir réduit sa dépendance au gaz russe à 25 %, il faudra donc encore trouver de nouvelles sources d'approvisionnement pour satisfaire 16 % de la consommation hivernale (cf. graphique 13). Des mesures de sobriété sont en parallèle mises en place pour éviter tout choc d'offre sur l'activité en cas d'insuffisance de gaz. Le FMI a en effet estimé l'impact d'une coupure complète du gaz russe entre -1,5 pt et -4 pts de PIB sur l'Italie. A noter qu'à ce stade, les températures clémentes du mois de novembre ont permis de maintenir le niveau des

⁵ L'indicateur du climat économique (ESI) est un indicateur composite produit par la Commission européenne. Son objectif est de traquer l'évolution du PIB tant au niveau des États membres qu'au niveau de l'UE et de la zone euro.

⁶ La Commission (prévisions de novembre) prévoit +0,3 % ; le FMI (octobre) prévoit -0,2 % ; l'OCDE (septembre) prévoit +0,4 %. Le gouvernement italien prévoit +0,7 % (octobre) et la Banque d'Italie +0,3 % (octobre).

stocks à 93 % fin novembre, contre 80 % en 2021 et 90 % en 2020 à la même date. **L'impact de la crise énergétique est en outre très visible sur les prix.** Le gouvernement a mis en place de nombreuses mesures pour limiter la hausse des prix sur les ménages et les entreprises. Ces mesures s'élèvent à 5,5 Md€ en 2021 et 30 Md€ en 2022 selon la Banque d'Italie. L'inflation énergétique est toutefois très élevée en Italie, en particulier sur les prix de l'électricité. Depuis 2019, les prix de l'électricité ont augmenté de 250 % et ceux du gaz de 150 % en Italie (17 % et 77 % pour la France ; cf. graphique 14). En particulier, les prix de l'électricité ont augmenté de +59 % sur un mois en Italie au mois de novembre, avec la fin de mesures anti-inflation.

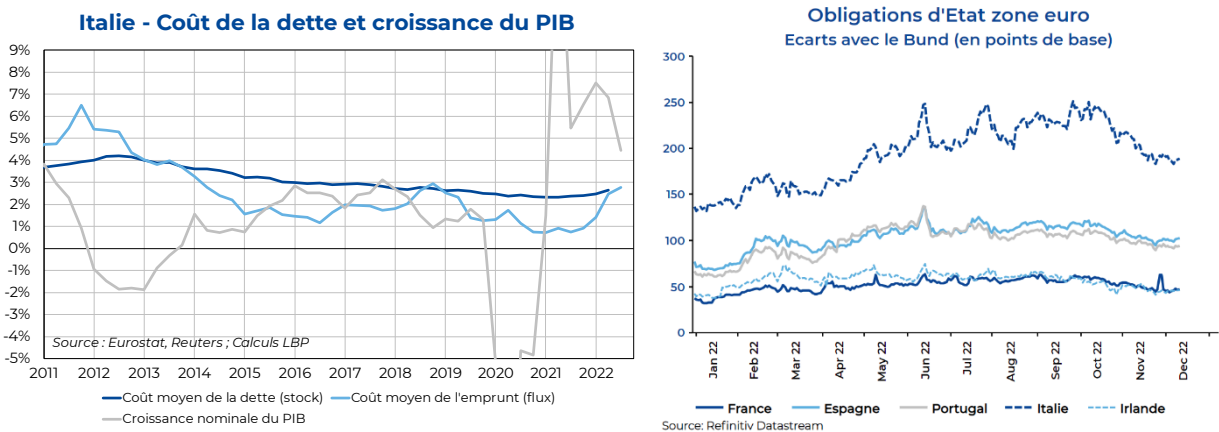
Graphiques 13 et 14 : Exposition au choc énergétique



Le défi de la hausse des taux et de l'équation budgétaire. Le taux d'emprunt d'Etat italien à 10 ans a nettement augmenté : il s'établit à 3,8 % début décembre, contre 1 % fin 2021. Cela devrait renchérir le coût moyen de la dette, qui doit rester inférieur à la croissance du PIB nominal pour garantir une trajectoire soutenable des finances publiques (cf. graphique 15). Pour consolider la réduction du ratio de la dette publique, il sera essentiel de maîtriser les dépenses publiques et de parvenir à une augmentation stable du potentiel de croissance, notamment en s'appuyant sur la mise en œuvre efficace et rapide du plan national de relance et de résilience (PNRR). A noter également que le secteur bancaire italien reste très exposé au souverain italien, et donc à la soutenabilité des finances publiques (cf. Encadré 2)

A noter qu'à ce stade, l'arrivée du gouvernement Meloni n'a pas occasionné de tensions sur les taux italiens : le spread avec le Bund allemand est même repassé sous les 200 pb fin novembre (proche du niveau de mai dernier) après l'annonce du Budget (cf. graphique 16). La première proposition de loi de finances du gouvernement Meloni respecte son engagement à maîtriser les finances publiques, ce qui a rassuré les marchés. Ce budget ne revient pas sur l'héritage de Mario Draghi, en reprenant ses principales mesures, et propose (i) une réforme des pensions, la baisse de la TVA et des mesures ciblées pour lutter contre l'inflation (bonus pour les ménages à faibles revenus et crédits d'impôt pour les entreprises).

Graphiques 15 et 16 : Une équation budgétaire complexe avec la hausse des taux



Encadré 2 : Où en est le système bancaire italien ?⁷

La crise financière a affecté la solvabilité du secteur bancaire, ce qui a entraîné une consolidation du secteur.

Depuis 2015, l'Italie a affronté les crises d'une douzaine de banques, certaines ayant requis l'intervention publique (Monte Paschi di Siena, Carige, Banca Popolare di Bari). Le secteur est convenablement capitalisé au 1^{er} semestre 2022 (CET1 à 14,8 %). Le taux de NPL dans le stock d'encours de crédit a largement reculé depuis la crise financière : il s'élève en Italie à 2,5 % au 1^{er} trimestre 2022, contre 16 % en 2015. Ce taux est légèrement supérieur à celui de l'ensemble de la zone euro (1,7 %). Sur le champ des ménages uniquement, le taux de NPL a également largement reflué. Il s'établit à 3,4 % au 1^{er} trimestre 2022, contre 13 % en 2015.

Le système bancaire est cependant très exposé aux obligations souveraines italiennes (437 Md€ en oct. 2020, soit 11,4% du total d'actifs).

Ce stock, susceptible d'affecter les fonds propres en cas de forte variation du spread, est préoccupant. Face à la hausse des taux, 31 banques européennes – dont de nombreuses italiennes – font ainsi l'objet d'une "surveillance renforcée" par la BCE et Moody's a placé 14 banques italiennes en « perspectives négatives ». Du fait de la hausse des taux, l'agence S&P's a en outre revu la notation BBB de l'Italie, en faisant passer les perspectives de « positives » à « stable » en juillet dernier. De son côté, l'agence Moody's a fait passer début août la notation baa3 de « stable » à « négative », en notant les risques sur la mise en œuvre du plan de relance, la faible croissance potentielle du pays et le niveau élevé de la dette. Plus récemment, Fitch a confirmé sa notation du souverain italien en BBB avec une perspective stable.

Les banques sont globalement en bonne santé, mais l'affaiblissement des conditions macroéconomiques, les pressions inflationnistes et certains effets de la hausse des taux d'intérêt pourraient avoir un impact sur leurs bilans.

Au troisième trimestre 2022, la qualité des actifs est restée bonne et le ratio des nouveaux prêts non performants est resté à des niveaux historiquement bas. La rentabilité s'est améliorée au cours du premier semestre, principalement en raison de l'augmentation du revenu net d'intérêts. À l'avenir, le coût plus élevé de la dette pourrait affecter la capacité des ménages et des entreprises à rembourser leurs prêts, avec des répercussions potentielles sur la qualité du crédit. Des pressions à la hausse pourraient également s'exercer sur le coût du financement, notamment en raison de la nécessité de remplacer les fonds acquis dans le cadre des programmes d'achats de la BCE (TLTRO III).

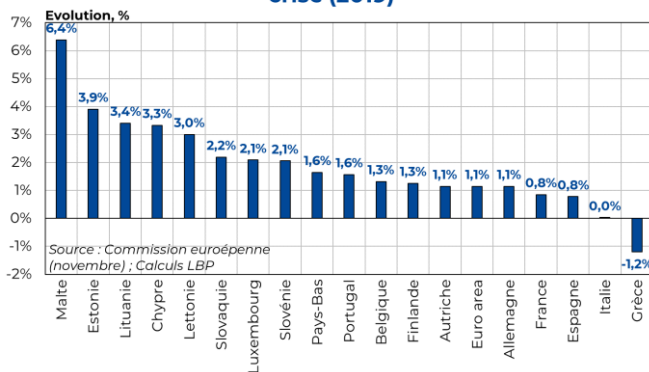
- ❖ **A plus long terme, le rehaussement de la croissance potentielle est un enjeu majeur pour l'Italie, dont l'économie stagne depuis la crise financière. A ce stade, les organisations internationales semblent donner crédit au plan de relance italien.**

Les organismes internationaux prévoient un redressement progressif de la croissance à partir de 2024 (+1,1 % prévu par la Commission européenne pour 2024 ; contre 1,5 % pour la France et la zone euro).

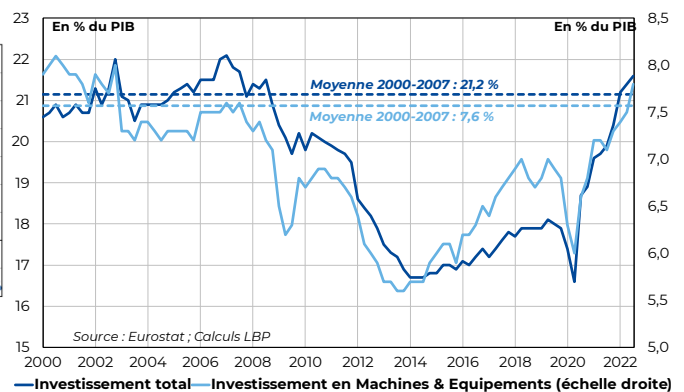
A plus long terme, la croissance de l'Italie dépendra du niveau de sa croissance potentielle. Très faible (estimée en 2019 à 0 % par la Commission et 0,3 % par l'OCDE ; contre 0,8 % et 0,9 % pour la France ; cf. graphique 17) la croissance potentielle de l'Italie dépendra en partie du succès de son plan de relance, qui s'attaque à de nombreuses problématiques structurelles du pays citées précédemment. A ce stade, les investissements du plan de relance italien ont déjà permis au taux d'investissement du pays de retrouver son niveau du début des années 2000 (environ 21 %, contre 18 % en 2019 ; cf. graphique 18).

Graphiques 17 et 18 : Croissance potentielle pré-crise de l'Italie et évolution du taux d'investissement

Estimation de la croissance potentielle pré-crise (2019)



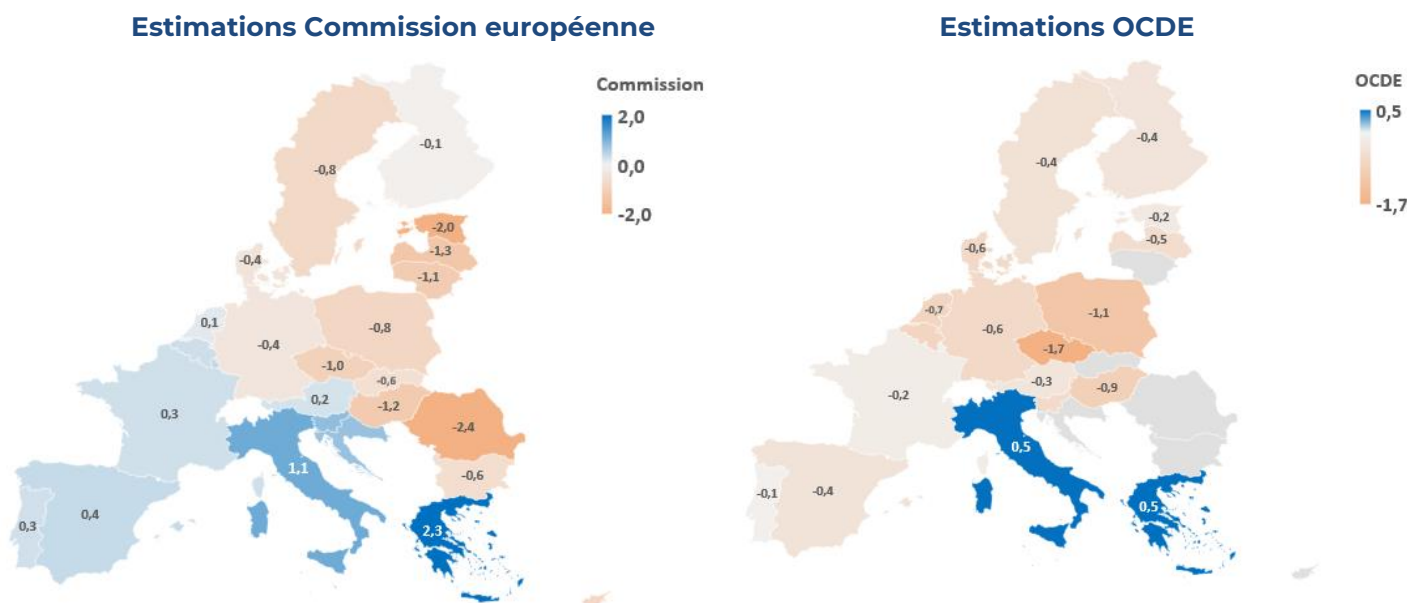
Italie - Poids de l'investissement dans le PIB



⁷ Financial Stability Report, No. 2 – 2022, Banque d'Italie.

Les organisations internationales semblent à ce stade donner crédit au plan de relance italien et sa capacité à soutenir la croissance italienne à long-terme. Elles ont en effet globalement réhaussé la croissance potentielle de l'Italie entre l'avant-crise (2017-2019) et 2024. La Commission européenne – à l'origine des plans de relance européens – a ainsi augmenté la croissance potentielle italienne de 0 % en 2017-2019 à 1,1 % pour 2024 (soit +1,1 pt de % ; *cf. carte 1*). L'OCDE, sans doute plus objective dans son évaluation, estime ce réhaussement de la croissance potentielle à +0,5 pt de % (passage de 0,2 % en 2017-2019 à 0,7 % pour 2024 ; *cf. carte 2*). La Grèce, elle aussi bénéficiaire d'un plan de relance massif (30 Md€ soit 20 % du PIB), voit aussi son potentiel de croissance nettement réhaussé par les institutions internationales. **Ces estimations sont d'autant plus flatteuses que les économies européennes subissent actuellement un choc de coût de l'énergie qui pourrait affecter leur croissance potentielle dans les années à venir :** la réorganisation du marché du gaz et les contraintes d'approvisionnement en Europe ont poussé les organisations internationales à diminuer la croissance potentielle des pays européens⁸, en particulier les pays de l'Est et du Nord de l'Europe fortement dépendants du gaz russe. C'est notamment le cas de la Roumanie (croissance potentielle abaissée de -2,4 pts de % par la Commission entre l'avant-crise et 2024), les pays baltes (de -1,1 pt de % à 2,1 pts de %) ou encore la Pologne (-0,8 pt de %). **Au total, selon l'OCDE, seuls l'Italie et la Grèce verraient leur croissance potentielle augmenter entre la période pré-Covid et 2024, alors même que ces deux économies sont elles aussi très exposées au gaz russe (cf. carte 2).** Les avis sont plus partagés pour certains pays (Espagne, France, Portugal, Croatie, Slovénie).

Cartes 1 et 2 : Evolution de la croissance potentielle estimée entre l'avant-crise (2017-2019) et 2024



Sources : prévision de novembre 2022 de la Commission européenne et de l'OCDE.

Note de lecture : en 2024, d'après les estimations de la Commission européenne, la croissance potentielle de l'Italie devrait être 1,1 pt de % plus élevée qu'avant-crise (moyenne de 2017-2019). Pour l'OCDE, ce réhaussement de la croissance potentielle serait plus mesuré (+0,5 pt de %). Au contraire, en Allemagne, la croissance potentielle est estimée plus faible pour 2024 qu'en 2017-2019 : -0,4 pt de % selon la Commission et -0,6 pt de % selon l'OCDE.

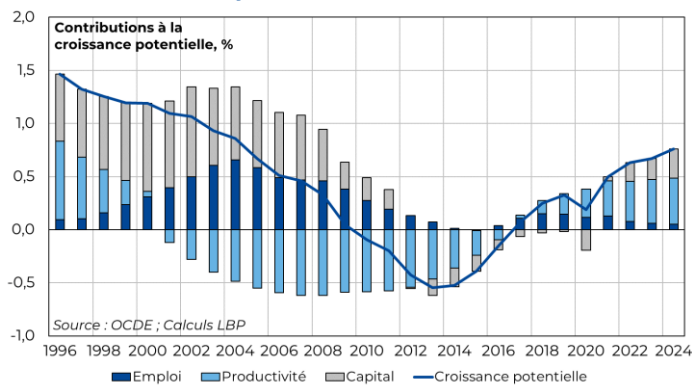
Selon l'OCDE, ce relèvement de la croissance potentielle italienne depuis la crise sanitaire proviendrait à la fois d'une hausse du stock de capital potentiel et de la productivité du travail (cf. graphique 19 et annexe pour la méthodologie de l'OCDE). Entre 2019 et 2024, le redressement du stock de capital – associé à la hausse du taux d'investissement en Italie – participerait pour +0,3 pt de % à la hausse de la croissance potentielle (contribution de 0,3 pt de % à la croissance potentielle, contre 0 pt en 2019). En parallèle, la hausse de la dynamique de productivité apparente du travail participerait pour 0,2 pt de % au relèvement de la croissance potentielle (contribution de 0,4 pt de % à la croissance potentielle, contre 0,2 pt en 2019). L'accélération de la productivité est certainement liée aux effets du plan de relance italien : les investissements financés par le plan européen Next

⁸ Des effets d'hystérèse liés à la crise Covid ont également pu jouer dans ces réestimations.

Generation EU sont en effet conditionnés à une série de réformes répondant aux difficultés structurelles de l'économie italienne⁹.

Graphique 19 : Evolution de la croissance potentielle de l'Italie (estimation OCDE)

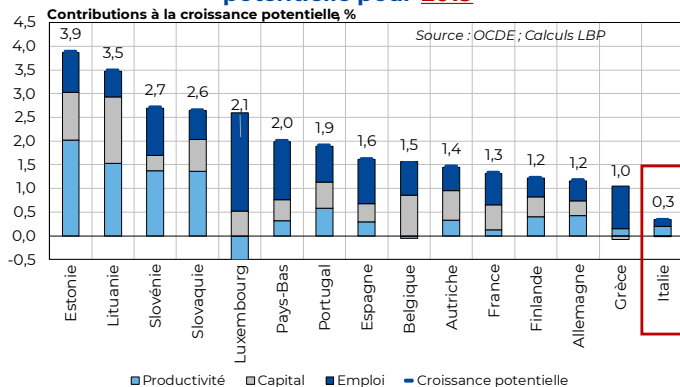
Italie - Evolution de la croissance potentielle estimée par l'OCDE et contributions



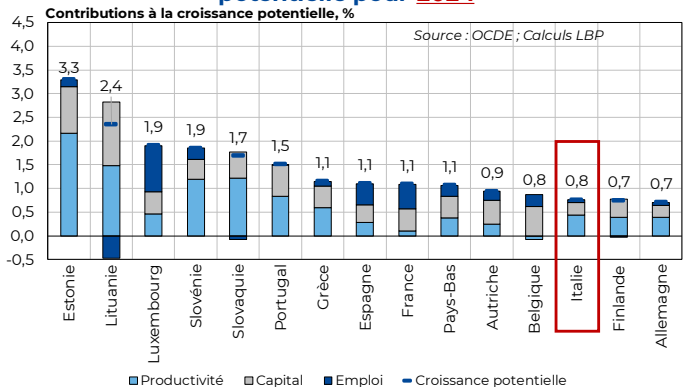
Ce redressement du potentiel de croissance en Italie permettrait au pays de retrouver un rythme potentiel proche de ses voisins européens. En 2019 (cf. graphique 20), selon l'OCDE, l'Italie possédait la plus faible croissance potentielle de la zone euro à +0,3 % (contre +1,6 % en Espagne, +1,3 % en France et +1,2 % en France), du fait de sa très faible croissance de la productivité et de son absence de croissance du stock de capital. Pour 2024 (cf. graphique 20), selon l'OCDE toujours, l'Italie retrouverait une croissance potentielle proche de ses voisins, à +0,8 % (0,7 % en Allemagne, 1,1 % en France et en Espagne) A noter que l'Italie souffrirait toujours d'une dynamique atone voir négative de l'emploi potentiel, en lien avec le déclin de sa population. Ainsi, or tendance de l'emploi potentiel, la contribution cumulée du stock de capital et de la productivité des facteurs serait plus élevée en Italie qu'en Allemagne, France et Espagne.

Graphiques 20 et 21 : Comparaison des niveaux de la croissance potentielle en zone euro

OCDE - Estimation de la croissance potentielle pour 2019



OCDE - Estimation de la croissance potentielle pour 2024



Direction finance et stratégie – Direction des études économiques :

[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.

⁹ Le plan comprend des réformes horizontales avec en particulier : le système judiciaire (accélérer les procédures civiles et pénales, accroître l'efficacité du système judiciaire), l'administration publique (accroître son efficacité, alléger la charge administrative et moderniser l'emploi dans le secteur public) et l'environnement des entreprises (améliorer les marchés publics et les services publics locaux, réduire les retards de paiement et lever les obstacles à la concurrence). Les réformes sectorielles concernent notamment l'éducation et les politiques actives du marché du travail. Cf. Plan pour la reprise et la résilience de l'Italie, Commission européenne.

Annexe : Méthodologie de décomposition de la croissance potentielle de l'OCDE¹⁰

Dans les estimations de l'OCDE, la production potentielle de l'économie totale est modélisée à l'aide d'une fonction de production Cobb-Douglas à rendements d'échelles constants et aux parts de facteur (α) fixes :

$$GDPV = (EFFLAB * ET_NA)^\alpha * (KTPV_AV)^{(1-\alpha)}$$

Les trois intrants principaux sont le travail (ET_NA), le capital fixe excluant les logements ($KTPV_AV$) et l'efficacité du travail ($EFFLAB$), ce dernier étant obtenu en tant que résidu de décomposition. Le taux de chômage tendanciel est issu du filtre de Kalman appliqué à une courbe de Phillips incluant les anticipations d'inflation. Les autres composantes de la production potentielle sont obtenues par application d'un filtre HP mais l'efficacité du travail et le taux de participation tendanciel sont ajustés pour le cycle avant l'application du filtre pour atténuer le problème de point final associé aux filtres. Cet ajustement cyclique avant filtrage est particulièrement utile aux points tournants du cycle économique. Il aide à réduire la cyclicité de la production potentielle ainsi que l'importance des révisions futures.

¹⁰ "THE OECD POTENTIAL OUTPUT ESTIMATION METHODOLOGY", ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS No. 1563 By Thomas Chaux and Yvan Guillemett