



SCÉNARIO ITALIE 2024-2025

2024, *ALEA JACTA EST*

Avril 2024

Sofia TOZY

**AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ**



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

Les points-clés du scénario

- ▲ L'inflation passe sous les 1%
- ▲ L'investissement résiste à la hausse des taux
- ▲ L'emploi croît encore en début d'année
- ▼ L'industrie continue de souffrir du ralentissement allemand
- ▼ L'environnement internationale devrait limiter la reprise des exportations
- ▼ L'évolution de la consommation reste incertaine malgré la croissance des revenus

	2022	2023	2024	2025
PIB				
a/a, %	4,1	0,9	0,8	0,9
Demande intérieure contribution au PIB, pp	4,9	2,0	0,4	0,8
Consommation des ménages a/a, %	4,9	1,2	0,0	1,1
Investissement a/a, %	8,9	4,9	1,9	1,4
Variation des stocks contribution au PIB, pp	-0,2	-1,2	-0,3	0,1
Exportations nettes contribution au PIB, pp	-0,5	0,2	0,6	0,0
Inflation a/a, %	8,7	5,9	1,4	2,0
Taux de chômage %	8,1	7,7	7,6	7,7
Solde budgétaire % du PIB	-8,0	-7,2	-4,5	-3,9

En 2023, l'économie italienne s'est montrée résiliente en affichant une croissance de 0,9%, malgré un contexte international peu favorable, un niveau d'inflation encore élevé et des conditions de financement contraintes par la hausse des taux d'intérêt. Pour l'année 2024, les défis persistent et les perspectives demeurent mitigées, avec une croissance attendue de 0,8%. Un contexte international marqué par les incertitudes économiques, avec le ralentissement des deux premières économies mondiales, ainsi que politiques, avec la multiplication des échéances électorales, pèse négativement sur les perspectives de croissance italienne.

Cependant, des signes encourageants se dessinent, notamment dans l'industrie. En outre, bien que ses effets soient encore présents, le choc inflationniste est derrière nous avec une inflation annuelle à 1,4%, ouvrant la voie à un desserrement de la politique monétaire. L'investissement et la construction, encore portés par des effets d'acquis, pourraient bénéficier d'un risque haussier lié au soutien du plan de relance, malgré une politique budgétaire contrainte par des déséquilibres des finances publiques importants.

La consommation des ménages reste la grande inconnue de ce scénario, avec des perspectives incertaines quant à sa reprise, malgré quelques indices positifs au second semestre qui joueront davantage en 2025 avec une prévision de croissance à 0,9%.

UN CONTEXTE ENCORE TROUBLE

Dans un environnement international marqué par l'inflation, la hausse des taux et le ralentissement industriel, l'économie italienne crée la surprise en 2023 et se montre légèrement plus robuste qu'espéré. La croissance de 2023 a avoisiné 1% sur l'année, elle reste certes inférieure au rythme de croissance en Espagne, mais similaire à celui de la France et nettement au-dessus de celui de l'Allemagne qui est en récession. L'activité a été tirée principalement par l'investissement et notamment la construction qui ont largement compensé la participation en demi-teinte du commerce extérieur et une hausse de la consommation somme toute modérée. La croissance de 2023 fait certes mieux qu'attendu mais cette surprise s'est faite au prix d'un déficit public conséquent fruit du succès non maîtrisé du « *Superbonus* » qui creuse le besoin de financement de l'État de 2 points de PIB à 7,2%.

Une fois le bilan de 2023 posé, que peut-on attendre de 2024 ? Cette année restera marquée par un contexte économique international peu favorable et incertain qui fait peser un risque baissier sur la croissance italienne. La croissance mondiale devrait ralentir en 2024. Bien que l'économie américaine soit restée robuste en 2023, elle commence à montrer des signes d'essoufflement. Du côté de la Chine, une reprise *post-Covid* manquée et une crise des sociétés immobilières qui se poursuit conduiraient à un ralentissement de la croissance cette année. En zone euro, la croissance devrait rester poussive, plombée par une économie allemande à zéro qui continuera de peser sur le secteur manufacturier italien. Le commerce international,

pénalisé par la hausse des incertitudes liée à un environnement géopolitique de plus en plus instable, ralentirait également. Les perturbations en mer Rouge, dont les effets sur les délais de livraison et les coûts du fret sont déjà visibles, font peser un risque de nouvelles pressions inflationnistes sur les coûts de production.

Face à ce sombre tableau, l'optimisme des marchés détonne, porté par des anticipations de desserrement monétaire à partir du deuxième semestre 2024. La baisse des prix du pétrole et du gaz, cumulée à la politique monétaire agressive aux États-Unis et en zone euro, commence à porter ses fruits. Malgré la rigidité de l'inflation américaine, le processus de désinflation est largement avancé, notamment en Europe où cette dernière devrait se rapprocher de la cible à 2,6% à fin 2024, laissant envisager une baisse des taux d'intérêt de 75 points de base d'ici à la fin de l'année.

Dans ce contexte, il est difficile d'envisager une révolution dans le profil de croissance italien, les vents contraires venant à s'annuler. Après une hausse de 0,9% en 2023, la croissance devrait timidement augmenter à 0,8% en 2024. D'un côté, même si les signes positifs en provenance des enquêtes donnent l'espoir d'un léger mieux du côté de l'industrie, l'impact lié à la faiblesse de l'économie allemande devrait rester bien présent au moins au cours du premier semestre.

2024, ALEA JACTA EST

UN CONTEXTE ENCORE TROUBLE

Cette faiblesse de la demande et des taux encore élevés, malgré les anticipations de desserrement monétaire, continueront de contraindre l'investissement productif qui ne devrait bénéficier de vents favorables qu'à partir de la deuxième partie de l'année. Une bonne surprise pourrait néanmoins venir de la construction avec des effets haussiers liés aux effets difficilement mesurables du « Superbonus », au PNRR, ainsi que de l'impulsion du fraîchement voté « Transition 5.0 ».

Outre ses mesures ciblées financées par le NGEU, les importants déséquilibres des finances publiques hérités des chocs passés et des règles budgétaires plus contraignantes devraient limiter la portée de la politique budgétaire à partir

de 2024. La consommation, qui devait porter la croissance de cette année, reste la grande absente du scénario. Alors que tous les ingrédients sont réunis : un processus de désinflation bien entamé, un marché du travail résilient et des salaires négociés encore en phase de rattrapage, les effets d'acquis importants hérités de la fin d'année et une confiance des ménages en berne pointent vers une croissance des dépenses des ménages à zéro en 2024. Dans le détail, la consommation devrait reprendre de l'allant au deuxième semestre, ce qui bénéficiera davantage par effet d'acquis à l'année suivante. En dépit d'une récession américaine annoncée, 2025 s'annonce en effet déjà plus favorable avec une croissance à 0,9% et des risques haussiers liés à l'assouplissement monétaire plus rapide.

Hypothèses de cadrage internationales

	2022	2023	2024	2025	2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde <small>a/a, t/t, %</small>	3,5	2,8	2,6	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis <small>a/a, t/t, %</small>	1,9	2,5	1,8	0,4	1,5	1,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	1,4	2,0
PIB zone euro <small>a/a, t/t, %</small>	3,4	0,5	0,7	1,5	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
PIB Chine <small>a/a, t/t, %</small>	3,0	5,2	4,4	4,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Taux de refinancement BCE <small>fin de période, %</small>	2,50	4,50	3,40	2,65	4,50	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90	2,65	2,65
Taux des fonds de la Réserve fédérale <small>fin de période, %</small>	4,50	5,50	5,00	3,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
Taux de change <small>moyenne, EUR/USD</small>	1,05	1,08	1,07	1,10	1,08	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Brent <small>moyenne, USD/baril</small>	99,1	82,3	85,0	88,0	83,0	85,0	85,0	87,0	85,0	87,0	90,0	90,0

Sources : Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

MALGRÉ UN CONTEXTE DE FORTE INCERTITUDE, LA CONFIANCE SE CONSOLIDE À LA FAVEUR D'UNE NORMALISATION DE L'INFLATION

Les données conjoncturelles continuent de donner une vision contrastée de l'activité économique. Tandis que le processus de désinflation se poursuit depuis le mois de janvier avec une inflation moyenne d'un 1% sur le premier trimestre 2024, le niveau général des prix a légèrement augmenté en mars, passant de 0,8% en janvier-février à 1,3%. Cette légère reprise, après trois mois consécutifs sous les 1% d'inflation, est imputable à une accélération des prix des transports pénalisés par la hausse du coût du fret maritime en raison notamment des tensions autour du canal de Suez.

Outre ces effets liés à la situation politique au Moyen-Orient, les tendances observées depuis le quatrième trimestre 2023 sont toujours les mêmes aujourd'hui. Les prix de l'énergie continuent ainsi de baisser, bien qu'à un rythme moins soutenu. Il en est de même pour les biens dont l'inflation est en territoire négatif depuis octobre 2023. Les prix alimentaires se modèrent également en ce début d'année et ne dépassent pas les 5% au cours du trimestre. L'inflation sous-jacente est restée stable au cours du trimestre à 2,4%, tandis que l'inflation hors énergie gagne 0,1 point de pourcentage. Pour ce qui est des prix à la production industrielle, les données de février ne semblent pas montrer d'impact significatif lié à la hausse des prix du transport et la tendance baissière se poursuit. Ces derniers ont baissé de 10,8% en glissement annuel au cours des deux premiers mois de l'année, retrouvant ainsi le niveau de février 2022. Ils sont cependant encore au-dessus de ceux observés en moyenne

historique.

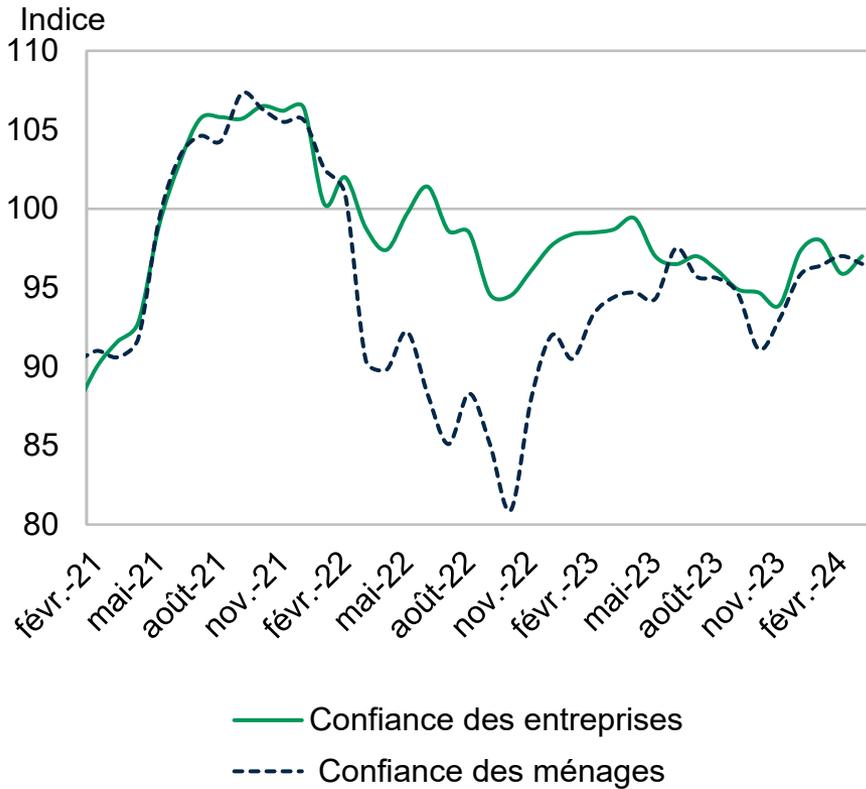
La baisse de l'inflation s'accompagne également d'une reprise de la confiance des ménages au cours du premier trimestre. L'ensemble des composantes sont en amélioration par rapport à la fin de l'année. Les ménages sont plus nombreux à anticiper une amélioration du climat économique et voient positivement l'évolution future de l'activité. Ils restent cependant beaucoup plus prudents en ce qui concerne l'évolution de leur climat personnel.

La confiance des entreprises s'est également améliorée au cours du trimestre malgré le creux du mois de février. Cette amélioration concerne l'ensemble des secteurs d'activité à l'exception de la construction, mais reste davantage prononcée dans les services et les ventes au détail. Le secteur manufacturier montre également des signes positifs après plusieurs mois de marasme et les commandes nettes, aussi bien domestiques qu'à l'exportation, s'améliorent. Ce constat est partagé par les enquêtes PMI dont l'indice dans le secteur manufacturier progresse en continu depuis janvier et est passé au-dessus du seuil d'expansion en mars. Les entreprises témoignent d'une reprise des carnets de commande et anticipent une augmentation de la production pour la première fois depuis les onze derniers mois.

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

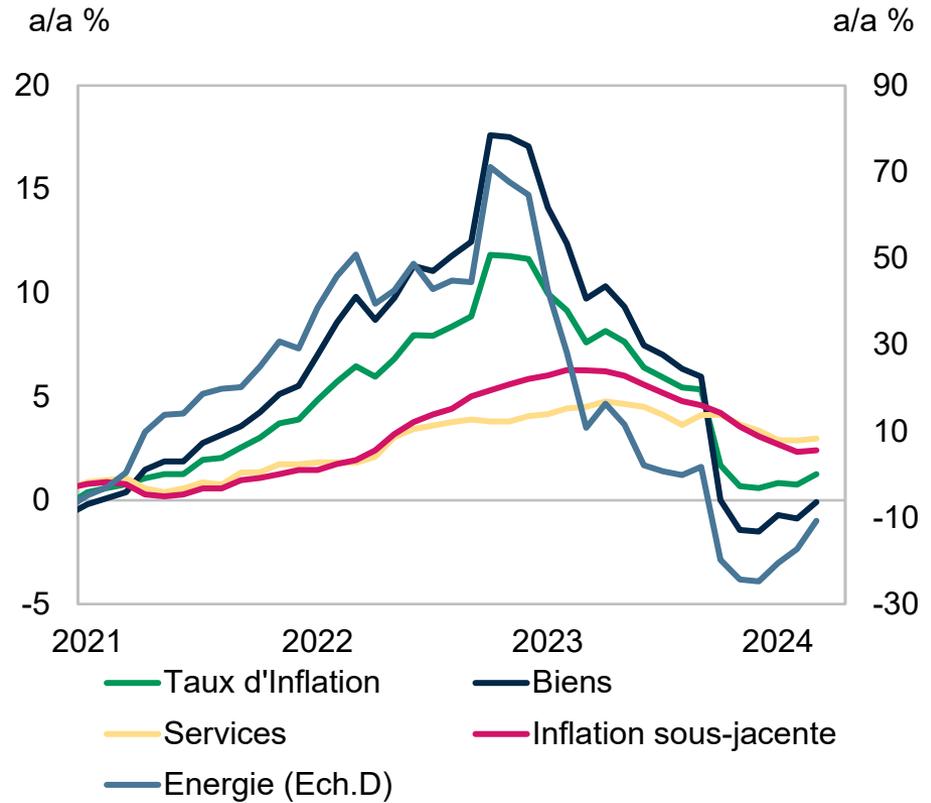
MALGRÉ UN CONTEXTE DE FORTE INCERTITUDE, LA CONFIANCE SE CONSOLIDE À LA FAVEUR D'UNE NORMALISATION DE L'INFLATION

Confiance des ménages et des entreprises



Source : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

Inflation



Source : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

PEUT-ON ENCORE COMPTER SUR LA CONSOMMATION ?

La consommation, parent pauvre de la reprise post-Covid-19

Si l'Italie fait partie des miraculés *post-Covid* avec une récupération de l'activité bien au-delà de ses partenaires européens, il n'en est pas de même pour la consommation des Italiens. Avec un recul des dépenses de consommation de 1,4% au quatrième trimestre 2023, le niveau de la consommation est retombé en dessous du niveau pré-Covid (4^e trimestre 2019). La récupération de la consommation des ménages, qui s'est concentrée entre le deuxième semestre 2022 et le premier semestre 2023, n'a été que de courte durée. L'impact du Covid sur les dépenses de consommation de services dans un premier temps, cumulé au choc inflationniste, explique en partie cet état de fait. Sur l'ensemble de l'année 2023, la consommation a augmenté de 1,2%. La recomposition en faveur des services, initiée en 2021, se poursuit avec une hausse des dépenses en hôtellerie et restauration, et en loisirs, qui portent la croissance des services à +3,8%, malgré une inflation à 7% sur l'année. Parallèlement, les fortes pressions sur les prix des biens, notamment alimentaires et semi-durables, tels que l'habillement et l'électroménager, n'ont pas été sans conséquence sur les dépenses de consommation en biens qui ont reculé de 1,2%. Seules les ventes de voitures, dont les immatriculations ont augmenté de 20% sur l'année, et les dépenses dédiées aux transports, ont été épargnées.

Le marché du travail résiste au ralentissement de l'activité

En dépit de signaux contraires provenant des indicateurs de confiance des ménages, la situation des ménages est amenée à s'améliorer dans les mois à venir. Outre la baisse de l'inflation, qui devrait favoriser le pouvoir d'achat des ménages, ces derniers continuent de bénéficier de conditions de travail favorables au salarié. L'emploi a ainsi augmenté de 0,2% en février, permettant au taux d'emploi d'atteindre un nouveau point haut à 61,9%. Le taux de

chômage a néanmoins augmenté à 7,5% en raison du retour des inactifs sur le marché du travail. La baisse de l'emploi en janvier laissait craindre un retournement du marché du travail, mais la reprise de février laisse un acquis nul pour le premier trimestre. Les enquêtes indiquent en outre une stabilisation de la demande de travail dans les mois à venir. Parallèlement, les salaires continuent de progresser. Au cours du dernier trimestre, l'indice des salaires horaires contractuels a augmenté de 5,1% en décembre 2023 par rapport au mois précédent et de 7,9% en glissement annuel, tiré par les hausses des salaires dans les administrations publiques (+22%), l'industrie (+4,5%) et les services privés (+2,4%). Sur l'année, la croissance des salaires en Italie est restée néanmoins contenue, loin des craintes liées à une spirale prix-salaire. Face à une inflation moyenne de 5%, les salaires négociés n'ont progressé que de 3% en 2023.

Inflation de retour à la normale

Parallèlement à la hausse des salaires qui se poursuit, la baisse de l'inflation devrait profiter aux gains de pouvoir d'achat. Après deux ans de forte hausse tirée par les prix de l'énergie, l'inflation baisse sensiblement de 5,2% au T3 2023 à 1% au T4 2023 et au T1 2024. L'inflation sous-jacente passe de 3,6% en fin d'année à 2,4% au T1 2024. Une fois les effets de base liés à la hausse des prix de l'énergie dissipés, le niveau général des prix devrait augmenter légèrement. Il devrait ainsi se rapprocher de 1,7% en fin 2024 et de 2% en fin 2025. Derrière cette reprise se cache une inflation alimentaire qui résiste en raison de coûts de production et des tensions sur certaines matières premières dont l'offre est encore rigide. Sur l'ensemble de l'année, l'inflation devrait néanmoins rester bien inférieure à 2%, estimée à 1,4% en 2024 tandis que sur 2025, elle serait à la cible.

PEUT-ON ENCORE COMPTER SUR LA CONSOMMATION ?

Le trou d'air en fin d'année pèse sur le profil de la consommation en 2024

Si l'inflation baisse, la consommation devrait mécaniquement augmenter. À court terme, cette hypothèse est contrariée par les effets d'acquis importants laissés par le quatrième trimestre 2023. La baisse surprise de la consommation est imputable au recul de plus de 2% des dépenses de services d'un trimestre sur l'autre, tandis que les achats de biens durables ont augmenté. Le repli de la consommation n'était donc pas visible à partir des indicateurs avancés de conjoncture tels que les ventes au détail qui ont reculé en volume de 0,2% sur le trimestre. Ces dernières ne permettent pas non plus d'envisager de rebond de la consommation au cours du premier trimestre 2024, si l'on s'appuie sur les données de janvier. Avec un recul de 0,5% en volume au cours du mois de janvier, l'acquis pour le premier trimestre est négatif à -0,6%. La reprise de la consommation pourrait néanmoins venir des services. C'est ce que suggèrent les enquêtes dans le secteur qui anticipent une récupération de la demande. Une anticipation que l'on retrouve également dans l'indicateur de *Confcommercio* qui prévoit en février une croissance de 1,4%, après une longue période en territoire négatif.

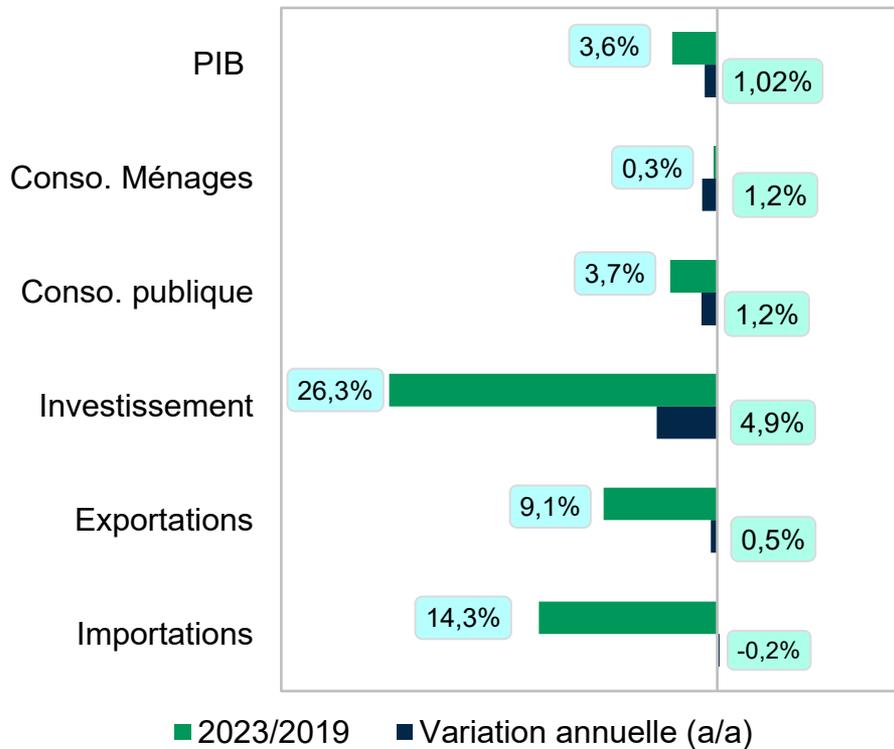
Peut-on encore compter sur la consommation ?

Pourtant, tous les éléments sont en place pour faire de la consommation le moteur de la croissance en 2024. Un effet ciseaux positif entre baisse de l'inflation et hausse des salaires devrait favoriser le pouvoir d'achat. En outre, les mesures de soutien en direction des familles, de même que la réforme de l'impôt sur le revenu, devraient servir de coussin supplémentaire au revenu disponible réel. Ce dernier devrait par conséquent augmenter en 2024 après deux années difficiles, pendant lesquelles les ménages ont beaucoup puisé dans leur stock d'épargne pour maintenir leur niveau de consommation. Dans un contexte de fortes incertitudes où les risques baissiers sont en hausse, il est cependant fort probable qu'une partie des revenus accumulés en 2024 prendrait la forme d'épargne de précaution, permettant de reconstituer en partie l'épargne consommée pendant le pic d'inflation. Aussi l'effet de la hausse du revenu disponible sur la consommation ne serait pleinement visible qu'à partir de 2025, avec une croissance positive des dépenses sur une base trimestrielle observable dès la mi-2024.

MÉNAGES

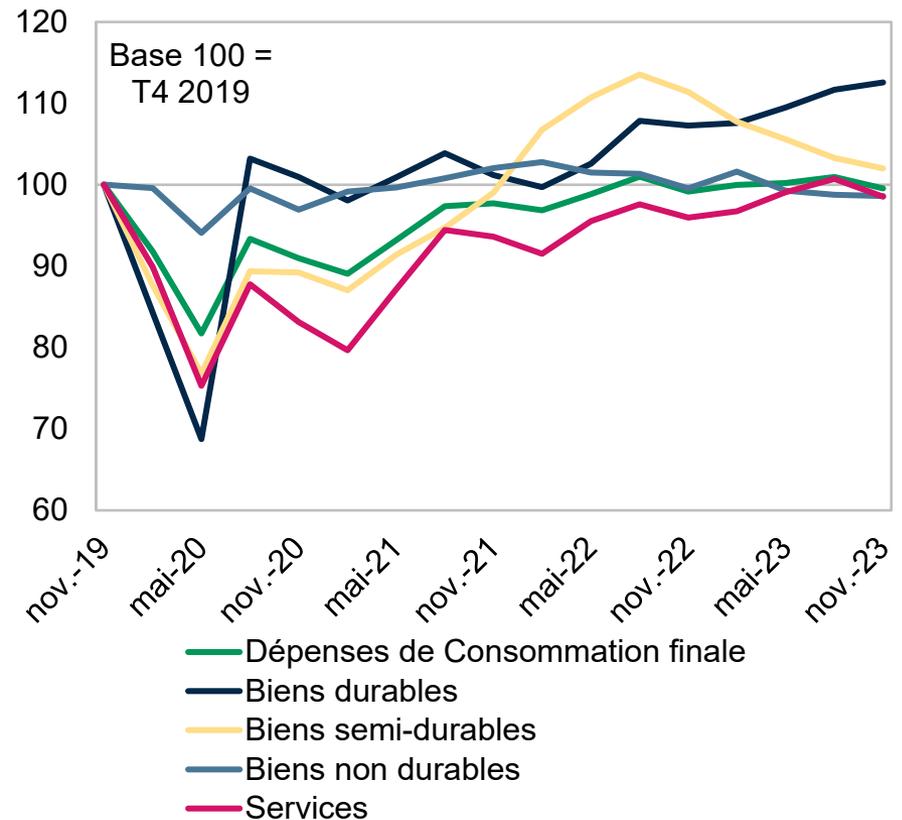
PEUT-ON ENCORE COMPTER SUR LA CONSOMMATION ?

Évolution de la demande depuis le début de la pandémie



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

Focus sur la consommation



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

L'INVESTISSEMENT SE MAINTIENT, MAIS LE RESSERREMENT MONÉTAIRE SE FAIT SENTIR

L'investissement résiste encore à la hausse des taux...

Si la consommation a baissé au quatrième trimestre, l'investissement, quant à lui, a créé la surprise avec une hausse de 2,4% d'un trimestre sur l'autre, tiré par le secteur de la construction. Malgré des conditions de financement plus restrictives, l'investissement soutient la croissance de 2023 et augmente de 4,7% sur un an. Loin des pics enregistrés en 2021 et 2022, la construction continue de croître au rythme de 3% en 2023, tirée par la composante logement qui bénéficie encore des effets du « *Superbonus* ». L'investissement productif progresse timidement malgré la hausse des taux et le ralentissement industriel, soutenu notamment par les subventions du dispositif « *Transition 4.0* ». Ce dernier compense un environnement peu porteur avec une hausse de l'investissement matériel de 3,2% et immatériel de 5,4% sur l'année. Après deux années de difficultés, l'investissement en transport clôture sa phase de rattrapage *post-pandémique* avec une hausse de 23% par rapport à 2022. Défiant les pronostics, l'investissement résiste malgré des taux d'intérêt directeur à 4,5%. Rien qu'avec les effets d'acquis, la croissance de l'investissement serait largement positive en 2024 avec un rythme de 2,1% pour la FBCF totale, de 1,2% pour l'investissement productif et de 3,5% pour la construction.

... pourtant, les entreprises la subissent

Pourtant, les effets du resserrement monétaire sont bien visibles. La hausse des taux a affecté les conditions de financement des entreprises. Outre la hausse du coût du crédit, les conditions d'octroi plus restrictives, associées à des frais de garantie plus élevés fruits d'une approche prudente des banques, ont évincé une partie des entreprises découragées par ces conditions moins favorables. La part des entreprises se plaignant de conditions de financement plus

restrictives est cinq fois plus élevée en décembre 2023 qu'en décembre 2021.

Quand l'Allemagne est en panne, l'Italie rame

L'orientation restrictive de la politique monétaire intervient en outre après un épisode de forte pression sur les prix de production. Elle fragilise un tissu productif qui peine à trouver une demande en face. Dans un environnement mondial peu porteur et avec une consommation domestique contrainte par une forte inflation, le cycle industriel ralentit. À cela s'ajoutent les effets de la récession allemande, principal partenaire commercial de l'Italie, dont le PIB s'est contracté de 0,3% en 2023. La baisse de la demande allemande a été un facteur aggravant, amplifiant les effets du ralentissement du cycle industriel mondial. Cet effet a été mesuré par une analyse de l'Istat issue du dernier rapport de compétitivité. L'analyse montre qu'en faisant l'hypothèse d'un commerce mondial et d'exportations italiennes vers l'Allemagne avec la même dynamique que celle de 2022, l'impact de la baisse du PIB allemand de 0,3% conduit à un recul de 0,6% de l'industrie italienne et d'un huitième du PIB Italien.

Industrie, la double peine

Les données annuelles confirment ces estimations. La valeur ajoutée de l'industrie hors construction a baissé de 0,7% en 2023, tandis que le secteur manufacturier au sens strict a crû de 0,6%. La production industrielle dans son ensemble a cédé 2,1% en 2023. Toutes les branches d'activité sont dans le rouge, à l'exception de l'industrie pharmaceutique et des transports. Les branches les plus pénalisées sont sans conteste celles dont les clients finaux sont les ménages, avec -6% dans le textile et l'habillement.

L'INVESTISSEMENT SE MAINTIENT, MAIS LE RESSERREMENT MONÉTAIRE SE FAIT SENTIR

La production de biens de consommation a ainsi baissé de près de 4%, avec -6% pour les biens de consommation durables. Signe que le marasme est profond, le secteur des biens intermédiaires est également en difficulté avec une baisse de la production de 5% sur un an. Les activités telles que la chimie, le plastique ou la métallurgie, davantage exposées à la hausse des coûts de l'énergie et au ralentissement allemand, essuient des pertes importantes pour la deuxième année consécutive, avec -7% pour la chimie, -4% pour la filière plastique et -3% pour la métallurgie.

In fine, seuls les biens d'investissement progressent en 2023 (+4,3%). Ils pourraient ne pas être épargnés par l'affaiblissement du cycle d'investissement en 2024. Après la miraculeuse reprise de décembre, la production industrielle a cédé 1,2% en janvier, laissant un acquis de -0,8% sur le trimestre. Les biens d'équipement, dont la production a reculé de 3,6% d'un mois sur l'autre, enregistrent un acquis négatif de -3%, tandis que celui des biens de consommation durable est à -2,5%. L'Italie n'est cependant pas une exception. En zone euro, l'indice de production industrielle a baissé de 3,1% en janvier, avec une production qui baisse d'un point en France, tandis qu'en Allemagne, la légère reprise de janvier masque une industrie encore en difficulté, avec -5,5% sur un an.

Lumière au bout du tunnel ou quand la politique publique vient de nouveau à la rescousse

Des espoirs sont cependant permis si l'on veut en croire les enquêtes. En mars, l'indice PMI manufacturier est passé au-dessus du seuil de 50 points signalant une expansion. Les carnets de commandes à la hausse laissent en outre présager une légère reprise de la production dans l'industrie. D'autant que la baisse de l'inflation devrait favoriser de nouveau l'arbitrage en faveur des biens de consommation. Dans ce contexte, exception faite des effets d'acquis, l'investissement productif devrait, après avoir ralenti au premier semestre, reprendre de l'allant à partir du deuxième semestre, une fois que les premières baisses de taux se concrétiseront. D'autant que l'entrée en vigueur du dispositif «Transition 5.0 », dont le décret a été validé en mars avec l'aval de la Commission européenne, devrait donner un coup de pouce aux entreprises. Après que la première enveloppe de 13 milliards d'euros a été épuisée, la nouvelle mise à jour du plan de relance prévoit plus de 6 milliards pour l'investissement des entreprises dans la transition énergétique et le digital sur une période de deux ans, de 2024 à 2025. Ainsi, les entreprises dont les investissements ciblent une réduction de leur consommation d'énergie entre 3% et 5% pourront bénéficier de crédits d'impôt allant de 35% pour les investissements jusqu'à 2,5 millions d'euros à 5% pour les investissements supérieurs à 10 millions d'euros. Le crédit d'impôt pourrait atteindre jusqu'à 45% si la réduction de la consommation d'énergie est de 10%.

L'INVESTISSEMENT SE MAINTIENT, MAIS LE RESSERREMENT MONÉTAIRE SE FAIT SENTIR

L'effet de traîne du « Superbonus » maintient encore la construction, mais fait craindre la chute

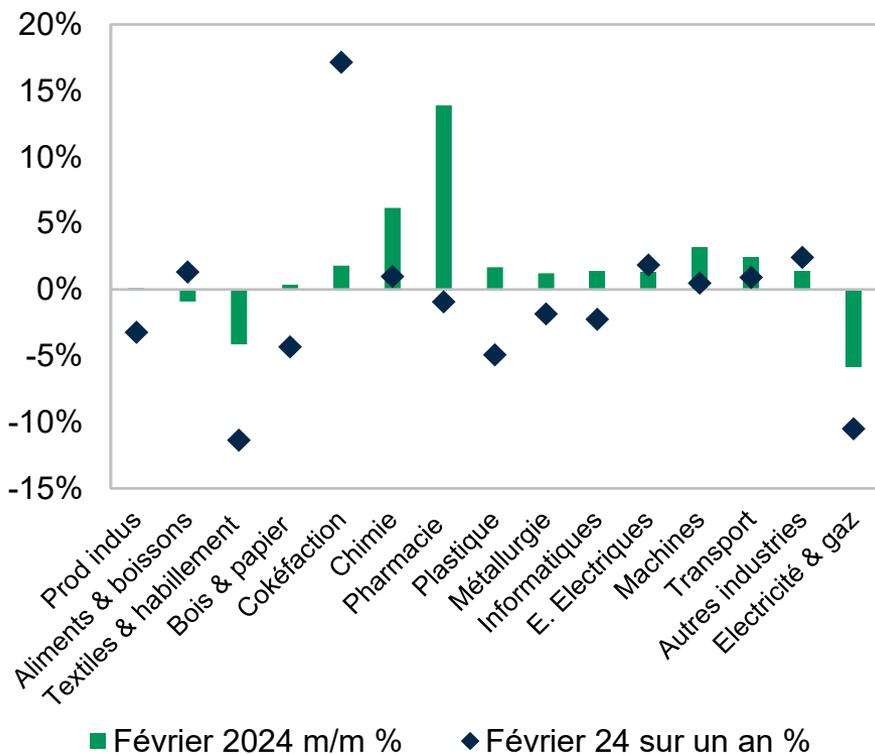
Loin de l'essoufflement annoncé, le secteur de la construction ne faiblit pas. La production dans la construction a accéléré de nouveau en début d'année, augmentant de 3,7% d'un mois sur l'autre après avoir progressé de 4% au quatrième trimestre 2023 par rapport au précédent. L'acquis pour le premier trimestre est lui aussi conséquent, à 5,5%. Cette robustesse de la construction, indépendamment d'un environnement de taux peu favorable, s'explique en grande partie par l'attrait du dispositif du « *Superbonus* » qui, même diminué, continue à produire ses effets. Sur l'année 2023, le montant total des subventions est estimé à 70 milliards, nettement supérieur au montant record de plus de 50 milliards en 2022. Pour le moment, les effets de la hausse des taux d'intérêt sur le logement sont davantage visibles sur le marché immobilier, où le nombre de transactions ayant recours à un prêt hypothécaire tombe à 37% du total. Le nombre de transactions sur l'année est quant à lui en baisse d'environ 8%, soit environ 710 000 logements.

Une fois les effets du « *Superbonus* » dissipés, le secteur de la construction, dans sa composante logement, devrait subir un net revers dont le moment reste difficile à anticiper. Pour l'instant, la confiance des professionnels du secteur baisse légèrement depuis le début d'année, mais ce sont surtout les niveaux de production et les carnets de commande qui ralentissent, avec une vraie inflexion depuis janvier. Ce changement de tendance ne sera cependant pas visible dans les indices de production à court terme ; la durée assurée par les carnets de commande étant encore de huit mois. Une fois le levier du « *Superbonus* » épuisé, le secteur de la construction ralentira, mais il pourra également compter sur les effets du plan de relance, dont une part importante est budgétée en 2024. Elle devrait permettre à l'investissement en ingénierie civile de compenser partiellement la baisse de la composante logement, atténuant de fait les conséquences d'un retournement du secteur. Sur l'année 2024, 70 milliards d'euros d'investissement ont été validés et 113 projets devraient être lancés. Même si l'effondrement annoncé n'a pas lieu, la fin du « *Superbonus* » laisse en suspens la question des surcapacités créées par le dispositif qui a généré une augmentation du niveau de production du secteur de 30% par rapport à celui de 2019.

ENTREPRISES

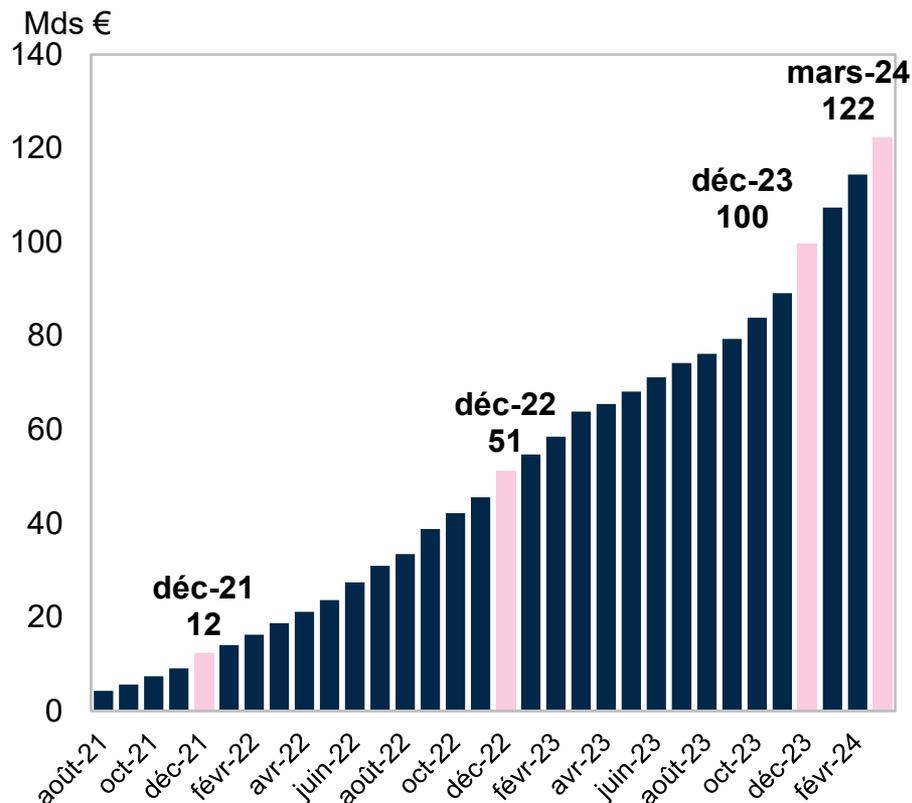
L'INVESTISSEMENT SE MAINTIENT, MAIS LE RESSERREMENT MONÉTAIRE SE FAIT SENTIR

Marasme dans l'industrie : les gagnants et les perdants



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

Superbonus : montant cumulé des déductions



Sources : ENEA, Crédit Agricole S.A./ECO

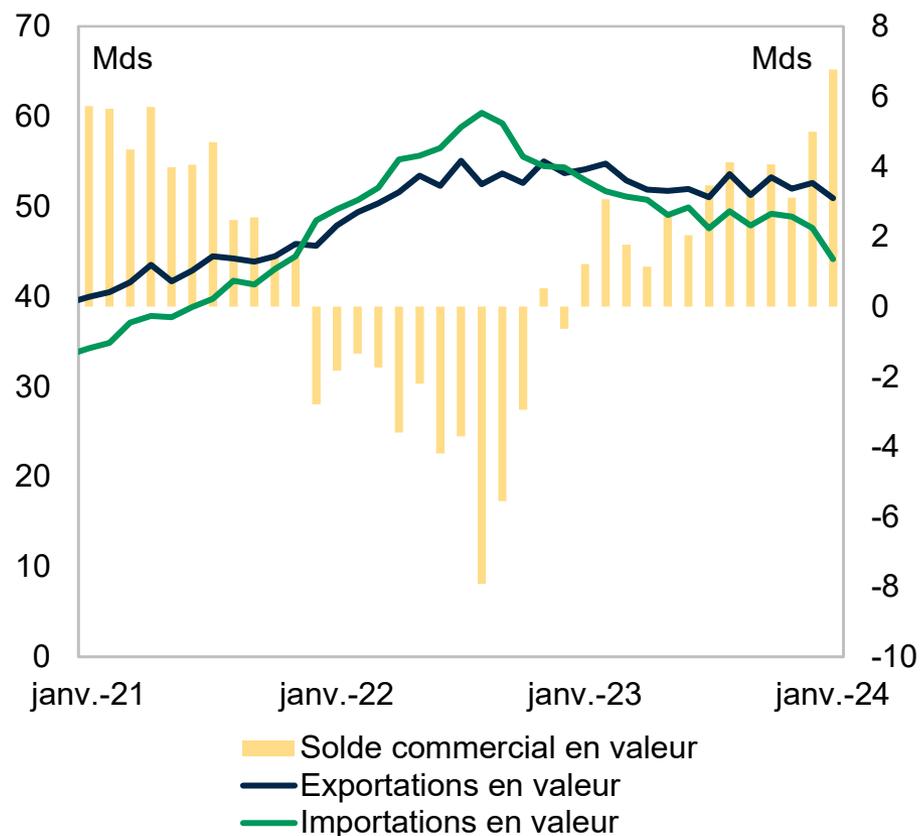
COMMERCE EXTÉRIEUR

LES EXPORTATIONS FONT DE LA FIGURATION

Le ralentissement du commerce mondial n'est pas sans conséquence sur économie italienne tournée vers l'export et se traduit par une croissance des flux extérieurs particulièrement faible. Malgré la hausse de 1,2% au quatrième trimestre, les exportations n'ont augmenté que de 0,5% sur l'année. Cette croissance anémique s'explique en grande partie par un environnement international défavorable, marqué par un ralentissement du commerce mondial, d'une part, et par les pays européens, dont l'Allemagne, d'autre part.

Les importations ont quant à elles baissé de 0,2% en 2023, après deux années de croissance soutenue. Outre la dissipation des effets liés aux chocs énergétiques, cette baisse reflète la recomposition des dépenses des ménages en faveur des services. Malgré une participation quasi nulle à la croissance, la dynamique des flux vis-à-vis du reste du monde s'est néanmoins traduite par une amélioration du solde commercial, pénalisé depuis 2022 par le choc énergétique. Ce dernier passe d'un déficit de 34 milliards d'euros en 2022 à un excédent de plus de 34 milliards d'euros en 2023.

Commerce extérieur



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO

FINANCES PUBLIQUES

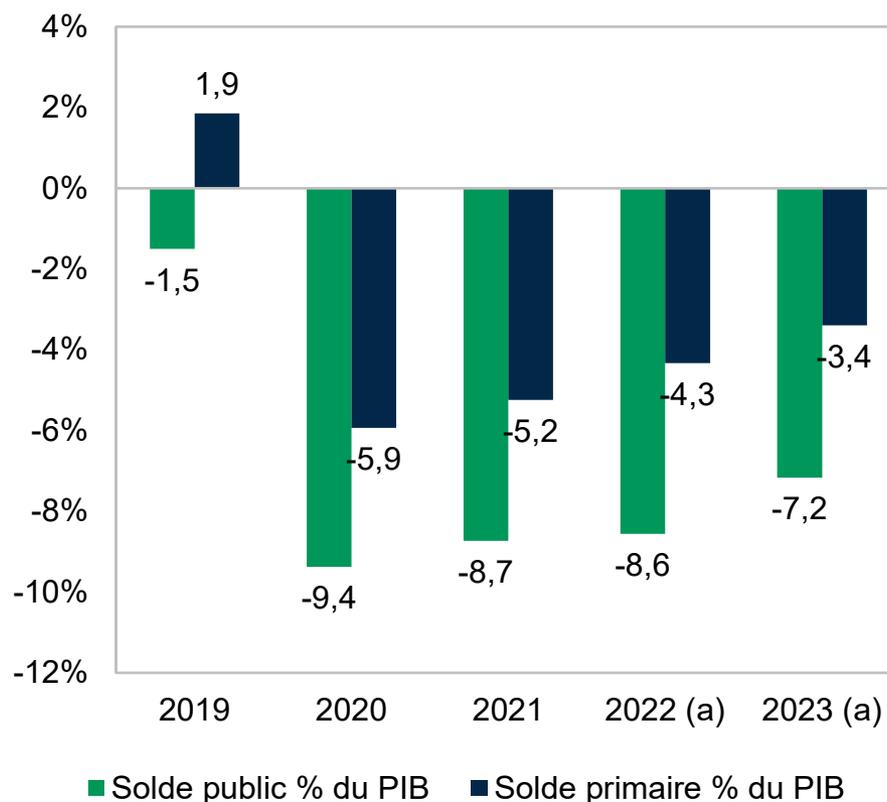
« SUPERBONUS » = SUPER DÉFICIT

La clôture des comptes nationaux de 2023 permet également de dresser un bilan exhaustif des finances publiques de cette année. Parmi les faits marquants : une estimation du déficit public à 7,2%, en hausse de 2 points de PIB par rapport à ce qui avait été initialement prévu dans le cadre de la mise à jour du rapport économique et financier de septembre, ainsi qu'une contraction du ratio de dette publique à 137,3% (contre 140,2%). Dans les faits, les recettes de l'État ont été performantes, augmentant de 6,4%, contre une croissance initialement prévue de 4,9%. Elles ont été tirées par les impôts directs, dont les recettes ont crû de 10,4% (contre une prévision de 6,3%).

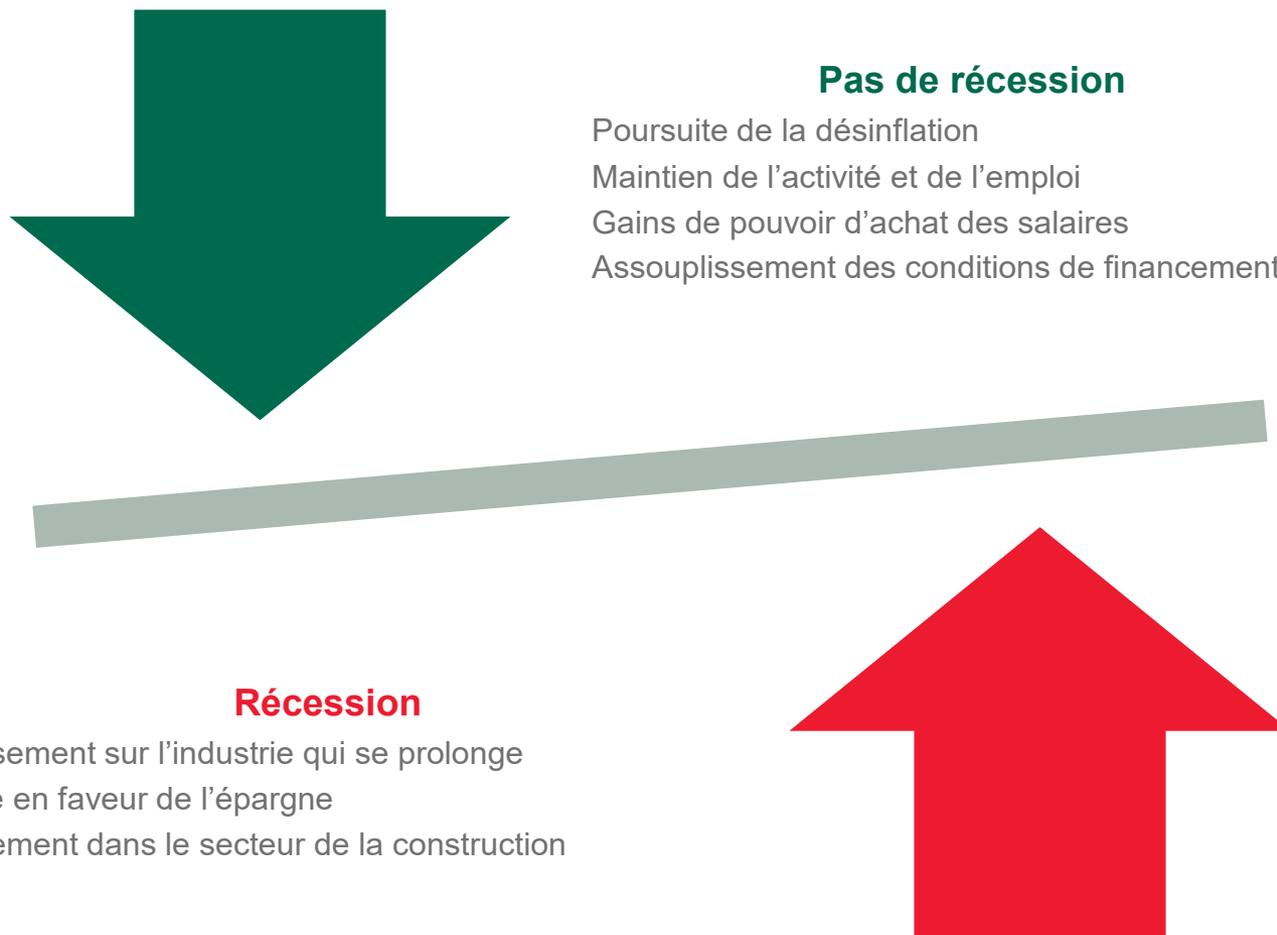
Du côté des dépenses, la hausse des dépenses courantes a été maîtrisée par rapport à l'estimation faite dans la Nedef (de 1,8%, contre 1,9% en réalisé). Le creusement du déficit public est donc principalement imputable à une hausse significative des dépenses en capital. Initialement estimées à 12,2%, ces dernières ont augmenté de 15% en 2023, tirées aussi bien par le décaissement des subventions liées aux dispositifs « Superbonus » et « Transition 4.0 » (+23%) que par les dépenses d'investissement public (+25%).

Au total, les dépenses d'investissement ont atteint 186 milliards d'euros au cours de l'année, entraînant une hausse du total des dépenses de l'État de 3,8% sur l'exercice comptable. Bien que partiellement compensée par la hausse des recettes, la croissance des dépenses d'investissement entraîne une révision à la hausse du déficit primaire par rapport à l'estimation du gouvernement, passant de 1,5% pour 2023 à un déficit réalisé de 3,4%.

Solde public et solde primaire



Source : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO



LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

TABLEAU RÉCAPITULATIF DU SCÉNARIO TRIMESTRIEL

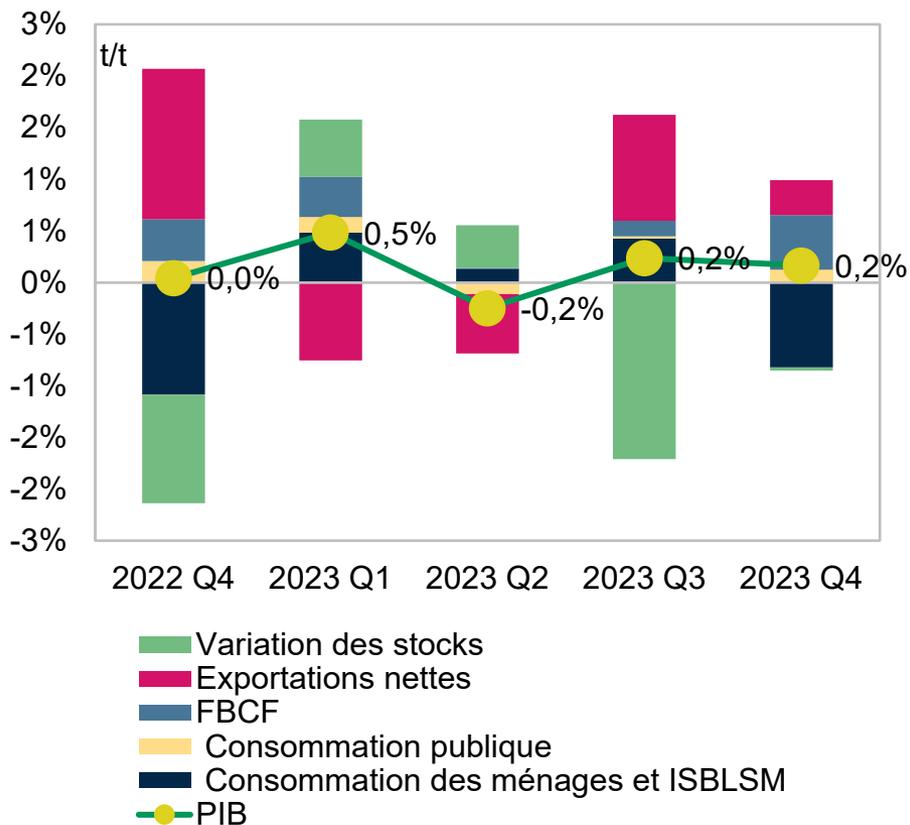
	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025				
					T1	T2	T3	T4													
PIB a/a, t/t, %	4,1	1,0	0,8	0,9	0,1	1,4	0,3	0,0	0,5	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,2
Demande intérieure contribution au PIB, pp	4,9	2,0	0,4	0,8	8,0	5,9	3,8	2,4	3,5	1,9	1,2	1,5	0,5	0,6	0,1	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9	
Consommation des ménages a/a, t/t, %	4,9	1,2	0,0	1,1	-0,9	2,1	2,2	-1,8	0,8	0,2	0,7	-1,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	
Consommation publique a/a, t/t, %	1,0	1,2	0,2	-0,6	0,2	-0,6	0,0	1,1	0,8	-0,6	0,1	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Investissement a/a, t/t, %	8,9	4,9	1,9	1,4	2,4	1,9	0,2	1,9	1,8	0,0	0,7	2,4	-0,2	-0,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	
Variation des stocks contribution au PIB, pp	-0,2	-1,2	-0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,9	0,2	0,3	-1,4	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	
Exportations nettes contribution au PIB, pp	-0,5	0,2	0,6	0,0	0,2	0,3	-0,7	1,5	-0,8	-0,6	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Exportations a/a, t/t, %	11,0	0,5	2,2	2,0	5,7	2,5	-0,1	1,8	-1,6	-0,9	1,2	1,2	0,2	0,5	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	
Importations a/a, t/t, %	13,5	-0,2	0,3	2,2	5,1	1,7	2,0	-2,6	0,6	0,9	-1,9	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	
Inflation a/a, t/t, %	8,7	5,9	1,4	2,0	6,0	7,4	8,9	12,5	9,5	7,8	5,8	1,0	1,0	1,3	1,4	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	
Inflation sous-jacente a/a, t/t, %	1,6	5,4	2,6	1,9	1,6	2,9	4,0	4,7	5,4	5,1	4,3	3,4	2,6	2,2	2,3	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	
Taux de chômage %	8,1	7,7	7,6	7,7	8,4	8,1	8,1	7,8	7,9	7,7	7,6	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,7	7,7	7,7	
Solde courant % du PIB	-1,5	0,6	2,3	2,3	-2,0	-1,5	-2,4	-0,1	-1,7	-0,3	1,9	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
Solde budgétaire % du PIB	-8,0	-7,2	-4,5	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Dettes publiques % du PIB	141,7	137,3	139,0	139,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Sources : Crédit Agricole SA/ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

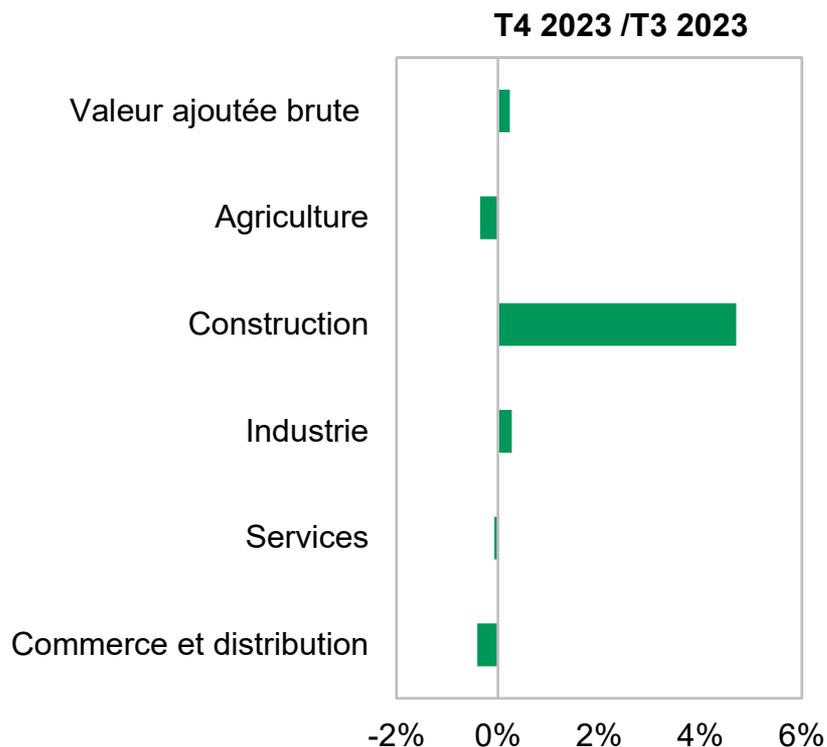
2023, ATERRISSAGE OU DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE

L'investissement sauve encore la croissance...



Sources : Crédit Agricole SA/ECO

... grâce à la construction

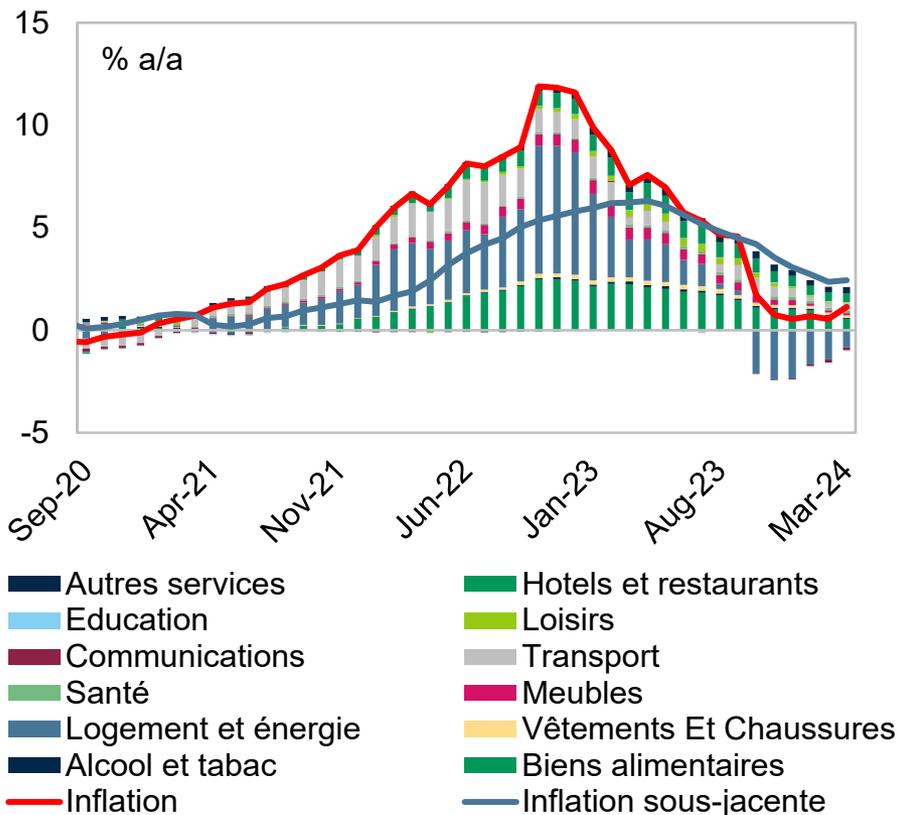


Sources : Crédit Agricole SA/ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

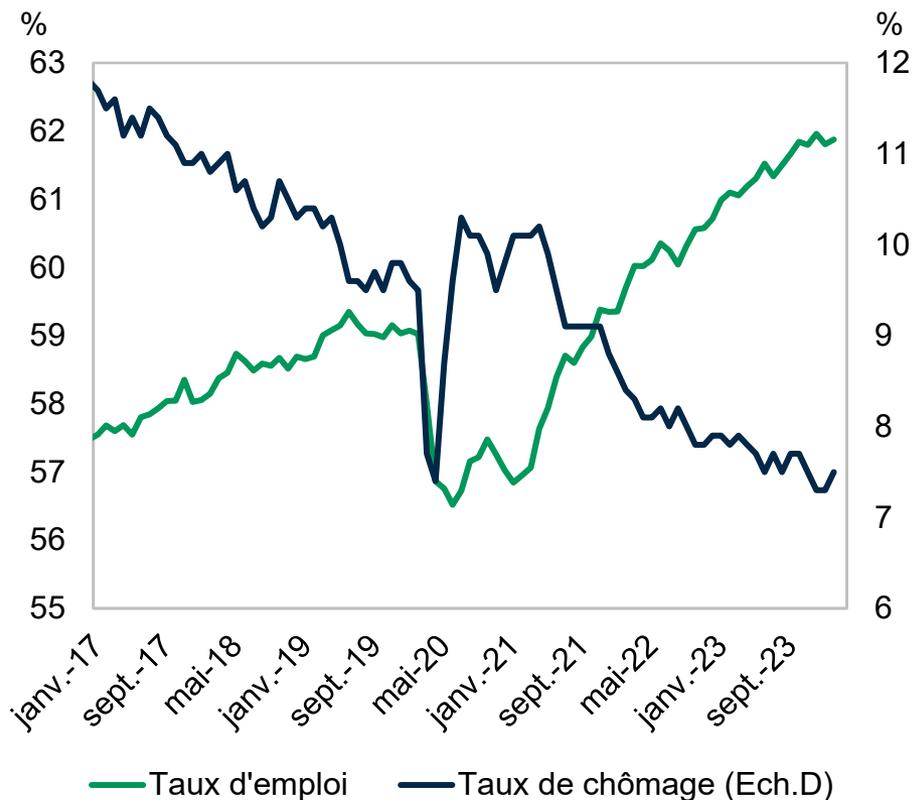
LES RESSORTS D'UNE REPRISE DE LA CONSOMMATION SONT LÀ

L'inflation est passée sous les 1% au cours du trimestre...



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

... Le chômage se stabilise et l'emploi se maintient

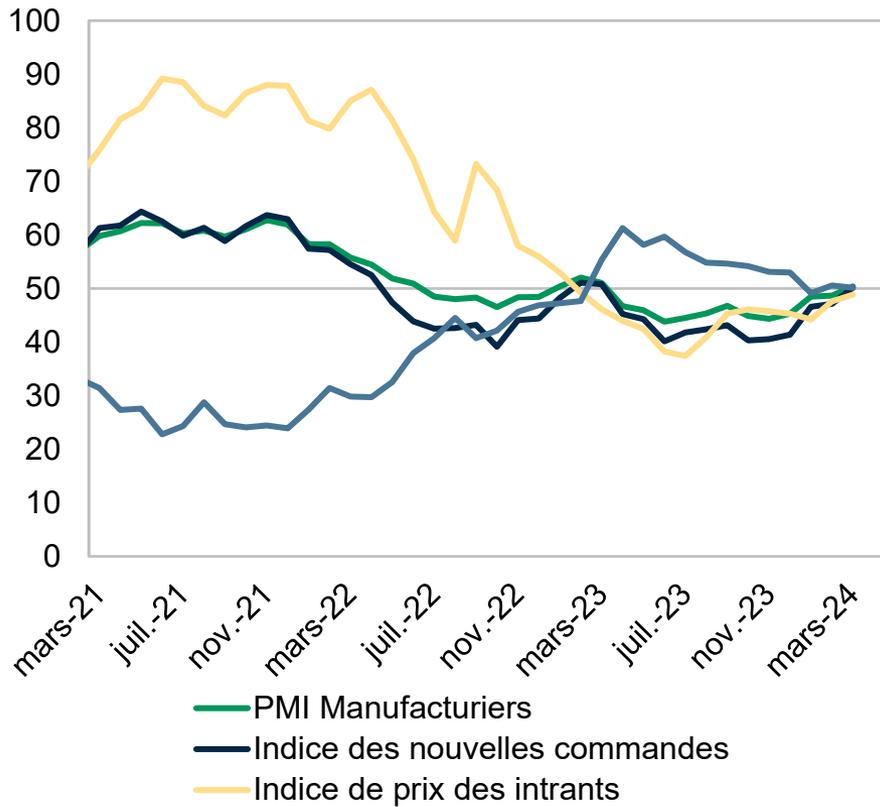


Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

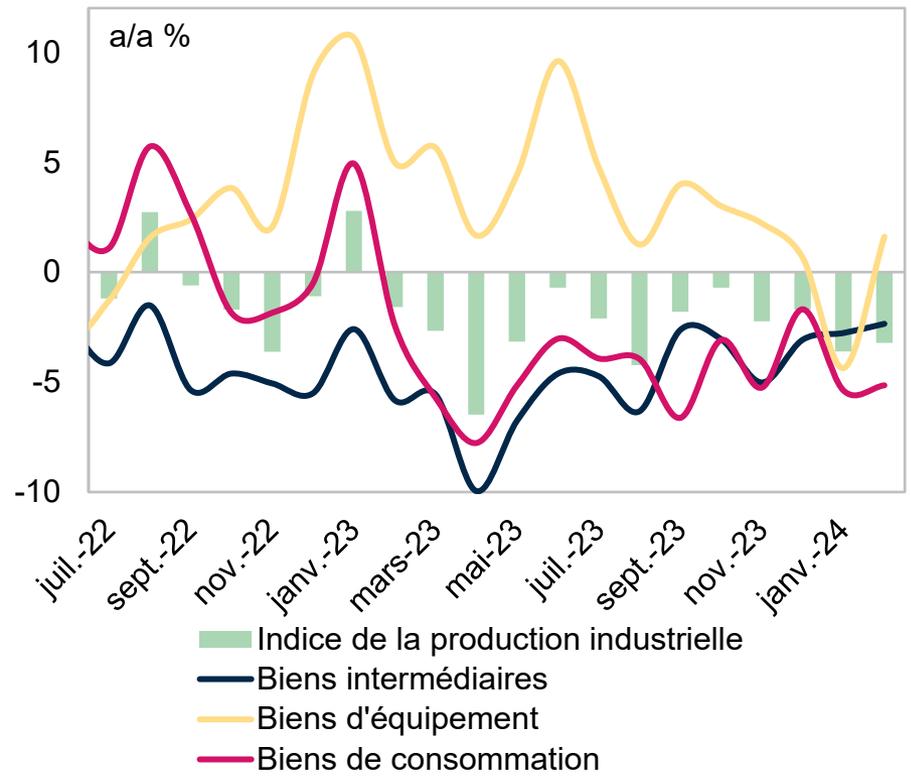
L'INDUSTRIE AU BOUT DU TUNNEL

Les PMI passe au-dessus de 50



Sources : Crédit Agricole SA/ECO

La production industrielle encore dans le rouge

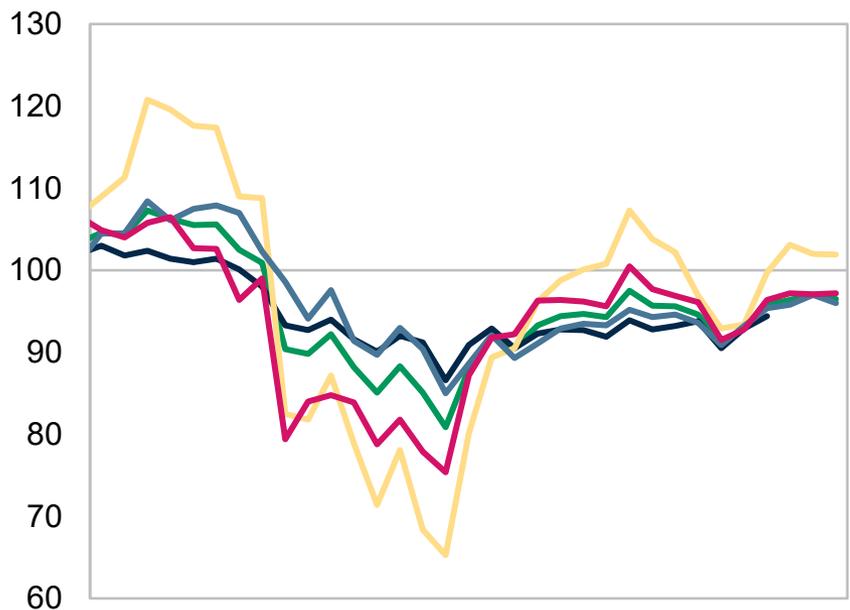


Sources : Crédit Agricole SA/ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

MAIS LA CONFIANCE VIENDRAIT À MANQUER

Quand les ménages anticipent du mieux...

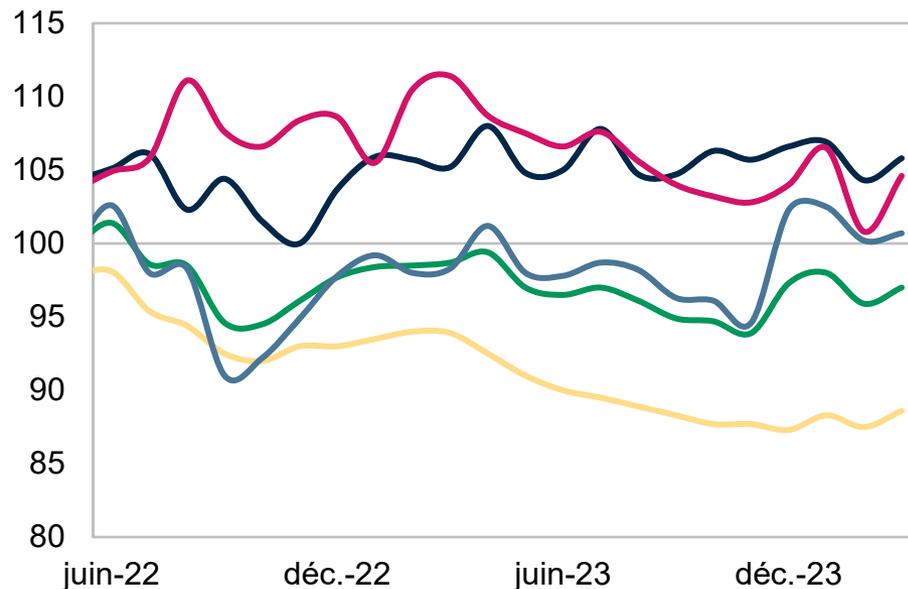


juil.-21 janv.-22 juil.-22 janv.-23 juil.-23 janv.-24

- Indice de confiance des consommateurs
- Climat personnel des consommateurs
- Climat économique du consommateur
- Climat actuel du consommateur
- Climat futur du consommateur

Sources : Crédit Agricole SA/ECO

... et que les entreprises ne le voient qu'à moitié



- Climat de confiance dans les entreprises
- Climat de confiance dans les entreprises de construction
- Climat de confiance dans les entreprises manufacturières
- Climat de confiance dans les services
- Climat de confiance dans le commerce de détail

Sources : Crédit Agricole SA/ECO

Sofia TOZY

+33 1 43 23 23 37 

sofia.tozy@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau - **Statistiques :** Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.