

Perspectives

N°19/043 – 12 mars 2019

ITALIE – Conjoncture

Bilan macroéconomique et bancaire

- Après un repli du PIB de 0,1% sur le trimestre au T3 2018 et au T4 2018, l'Italie est officiellement en récession technique, terme qui désigne une baisse du PIB sur deux trimestres consécutifs. Ainsi, le taux de croissance du PIB sur l'année 2018 aura été de 0,9%, en net ralentissement par rapport au 1,7% enregistré en 2017. Notre scénario central table sur un rebond de l'activité, notamment dans l'industrie, dès le T2 2019 et sur une contribution de la demande intérieure qui redevient positive. Néanmoins, l'acquis de croissance laissé à l'année 2019 par le T4 2018 est négatif (-0,1%) et ne permettra qu'une faible croissance du PIB de 0,1% en moyenne annuelle en 2019.
- Le profil de la croissance, positive et qui se renforce au deuxième semestre, se justifie par la bonne tenue de la consommation privée et le redressement de l'investissement. Un impact marginal mais positif du revenu de citoyen-neté s'opérerait dans la deuxième partie de l'année. La volonté annoncée par le gouvernement de débloquer les grands chantiers d'infrastructures – qui au début de 2019 représentent 27 Mds€, sans prendre en compte la ligne à haute vitesse Turin-Lyon – pourrait, si elle est effectivement mise en œuvre, apporter un soutien important à l'investissement public, comme à l'investissement privé, grâce à un potentiel élevé d'activation des filières en amont et en aval de la construction.
- Après les résultats des élections locales dans le Frioul et le Trentin Haut Adige, c'est dans le sud du pays que la Ligue remporte la bataille électorale. Ces récents tests électoraux régionaux permettent d'évaluer la capacité de la Ligue à s'imposer comme un parti d'envergure nationale et celle du M5S à s'ancrer dans le territoire du Mezzogiorno, qui lui a offert la victoire aux élections générales de mars 2018.
- Les deux forces politiques traditionnelles (Centre-droit et Centre-gauche) ont su chacune attirer une partie importante des votes des citoyens qui s'étaient auparavant abstenus et ont chacune récupéré une partie équivalente de l'électorat du M5S. Le M5S n'est plus que la troisième force politique.
- La redistribution des forces au sein du gouvernement en faveur de la Ligue ne pourra pas ne pas avoir de conséquences. Si les deux partis affichent pour l'instant la volonté de maintenir leur alliance, il sera de plus en plus compliqué de trouver un compromis sur les mesures du programme du gouvernement sur lesquelles leurs électeurs ont des positions opposées. À l'automne 2019, beaucoup des problèmes de la programmation budgétaire pour 2020 et 2021, qui n'ont pas été résolus et que l'on a cachés sous le tapis, referont surface. En particulier, pour atteindre les objectifs budgétaires négociés avec la Commission, il faudra trouver 23 Mds€ afin d'éviter la hausse automatique de la TVA.
- Le secteur bancaire, de son côté, doit compter avec l'agenda politique. Aux actions pour aider les banques en difficulté (Carige principalement) s'opposent des déclarations à vocation électoraliste (critique des dirigeants de la Banque d'Italie et proposition de réquisition de ses réserves d'or, attaque de la supervision bancaire). En outre, les différentes communications sur les exigences de la BCE en matière de couverture des stocks de NPL antérieurs au 1^{er} avril 2018 semblent avoir écorné l'image du secteur et masquer les efforts déjà accomplis en matière de qualité des actifs. Alors que les tendances du crédit sont plutôt positives au titre de 2018, la dégradation de l'environnement économique risque de freiner cette dynamique fragile. Dans ce contexte, les résultats des banques vont rester sujets à une forte volatilité en raison de l'accélération probable du provisionnement et des cessions des stocks de NPL, et des variations du *spread* BTP-Bund qui affectent à la fois les revenus et la solvabilité.

Paola Monperrus-Veroni

01 43 23 67 55

paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

Ticiano Brunello

01 43 23 07 69

ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr

Farouz Lemosle

01 43 23 45 04

farouz.lemosle@credit-agricole-sa.fr

Macroéconomie : entre cycle et chocs

Le couperet est tombé : après un repli du PIB italien de 0,1% sur le trimestre au T3 2018, le recul s'est prolongé au T4 2018, avec -0,1% sur le trimestre.

Ainsi, le taux de croissance du PIB sur l'année 2018 aura été de 0,9%, soit un net ralentissement par rapport à 2017, où il a été de 1,7%. Officiellement donc, l'Italie est en récession technique, soit un recul du PIB pendant deux trimestres consécutifs.

Récession technique ou récession tout court : le cadre n'est pas clair

Est-ce pour autant une récession ? Le cycle d'expansion, qui a duré quatorze trimestres, touche-t-il à sa fin ?

Pas nécessairement, puisque, pour être en récession, il faut bien plus que cela. Il faut d'abord l'arrêt du processus d'acquisition-accumulation de la part des ménages (biens durables et logement), puis des entreprises (investissement productif). Cela doit se traduire par un arrêt de la montée de l'endettement, puisque l'horizon temporel de chacun se raccourcit pour ajuster le niveau de vie à la dégradation des revenus. Quels sont alors les ingrédients conduisant à l'arrêt de ces processus d'accumulation ? Pour les ménages, la baisse de la consommation s'explique par la saturation des besoins, la montée de l'épargne de précaution, la concurrence croissante des demandes de financement de la part des entreprises. Pour les entreprises, l'arrêt de l'investissement s'explique par le ralentissement de la demande, la dégradation des profits suite à la montée de la part des salaires et par la hausse des coûts de financement, généralement induite par une remontée des taux d'intérêt par la banque centrale afin de juguler les tensions inflationnistes.

C'est alors que s'enclenche la récession (avec ses effets multiplicateurs symétriques à ceux de la phase de croissance) : baisse de l'investissement en logements, baisse de la consommation de biens durables, baisse de l'investissement productif, baisse de l'emploi, décélération de la masse salariale (produit de l'emploi et des salaires) et de la consommation, décélération des salaires et des prix ; un processus qui s'apparente à une digestion de l'excès d'accumulation survenu dans la phase de croissance. Ces ajustements permettent la détente progressive des tensions qui s'étaient accumulées sur les différents marchés et donc la détente des prix correspondants (salaires, logement, biens de consommation).

Un premier constat, qui montre l'anomalie de la situation actuelle par rapport au processus décrit, c'est que la récente phase de croissance ne s'est pas accompagnée d'un excès d'accumulation, du moins pas encore. L'accélération progressive de la demande ne s'est pas traduite par des tensions inflationnistes et la reprise des salaires est à peine

amorcée, et très timide. Des excès d'offre sont encore importants sur le marché du travail et la baisse du taux de chômage n'a pas engendré de contraintes sur le facteur travail pouvant en limiter l'offre et en renchérir le coût.

Consommation : pas de véritables faiblesses

L'emploi, qui avait connu un repli durant l'été 2018, a retrouvé des rythmes positifs en fin d'année (+0,9% en décembre sur un an) et le taux d'emploi a regagné son niveau de 2007. Mais les créations d'emplois n'entraînent plus autant qu'avant un retour sur le marché du travail et la progression de la population active s'est nettement affaiblie en 2018 (0,2% sur un an en décembre), bien que le taux d'activité soit à son pic depuis 2004. Le taux de chômage a pu se replier de nouveau, après l'interruption de la baisse durant l'été, et a décliné à 10,3% en décembre.

La progression des salaires effectifs a enregistré une première accélération en 2018 (2,3% après 0,3% en 2017), après plusieurs années de croissance inférieure à 1%. Cette accélération a été plus rapide que celle des salaires négociés (1,5% après 0,6% en 2017), ces derniers ayant été tirés surtout par les hausses négociées par le secteur public. L'acquis de croissance des salaires négociés pour 2019 est de 1,4% lorsque seront à renouveler les contrats pour moins d'un quart des salariés du privé. Nous anticipons donc une légère accélération des salaires effectifs, caractérisés, notamment dans l'industrie, par un plus fort écart par rapport aux salaires négociés.

Depuis l'automne 2017, la progression du revenu disponible des ménages a connu une nette accélération, croissant à un rythme moyen supérieur à 2%. Cela s'est traduit par une accélération du pouvoir d'achat qui a pu retrouver un rythme supérieur à 1%. Au T3 2018, le revenu disponible a subi un ralentissement, qui s'est traduit par une décélération plus marquée du pouvoir d'achat du fait de la remontée de l'inflation à l'automne. Sur ce même trimestre, le repli de l'emploi n'a pas été compensé par la croissance des salaires, qui a aussi perdu en vigueur. Le taux d'épargne s'est réduit mais pas assez pour maintenir un rythme positif de consommation. Cela n'a pas empêché une remontée du taux d'investissement des ménages. La baisse de la valorisation des actifs financiers (chute des bourses et du prix des obligations souveraines) a aussi pesé sur les flux de revenu. Jusqu'à la mi-2018, les effets de richesse positifs (déterminés surtout par la hausse des valorisations des actifs financiers) avaient contribué positivement à la consommation. Après la pause du T3, la consommation des ménages a retrouvé un rythme, certes modeste (+0,1% sur le trimestre), mais positif de croissance au T4 2018 et semble ainsi éloigner le risque d'un retournement du cycle des dépenses des ménages.

La consommation des ménages italiens est entrée dans sa cinquième année de croissance et montre des signes d'affaiblissement depuis l'automne 2017, notamment du fait de l'essoufflement progressif du cycle de consommation de biens durables, qui avait soutenu la reprise de la consommation. Ces premiers signes de saturation peuvent être qualifiés, à ce stade de croissance du cycle, de physiologiques. Néanmoins, les enquêtes auprès des consommateurs continuent de signaler des intentions d'achat de biens durables plus favorables et sur des niveaux historiquement élevés. La hausse des intentions d'achat d'automobiles se poursuit et, si les immatriculations ont baissé en 2018 (-3,1%) et encore en janvier 2019 (-4%), cette évolution est brouillée par les nouvelles normes européennes qui ont provoqué, en Italie comme ailleurs, des comportements d'attente par rapport à l'offre de nouveaux produits. Le vieillissement du parc après des années de crise laisse encore des opportunités en termes de renouvellement. Donc, à ce stade, on ne peut pas lire dans les enquêtes un retournement précoce du cycle de consommation de biens durables.

Au T4, la production de biens de consommation durables (+1,5% sur le trimestre) et les ventes au détail (+0,1%) ont renoué avec la croissance. La consommation de biens durables a aussi marqué une accélération au T4 2018 (+1,8% T4/T3) après un T3 sûrement affecté par la baisse des immatriculations liée aux nouvelles règles sur les émissions. La confiance des ménages, en léger repli depuis la fin 2018, reste à un niveau très élevé. Les opinions sur la situation économique des ménages sont plus positives que celles sur la situation économique du pays, et l'avenir est jugé plus sereinement que la situation présente, avec un chômage attendu en baisse et des opportunités d'épargne positives. Dans le commerce au détail, en février, les perspectives des ventes et les commandes sont aussi en reprise après la dégradation enregistrée depuis l'automne 2018.

Le principal questionnement porte sur la bonne tenue des créations d'emplois, après l'affaiblissement constaté de l'activité en fin d'année 2018 et début 2019. Les perspectives d'embauche des entreprises se sont dégradées, en ligne avec la confiance dans le secteur manufacturier, dans les services, mais surtout dans la construction où on a assisté à des destructions d'emplois fin 2018.

Avec une poursuite des créations d'emplois, rien ne viendrait justifier un retournement du cycle de consommation ou d'investissement des ménages : les ménages sont faiblement endettés et, en l'absence d'un durcissement de la politique monétaire, les effets d'éviction sur le marché du crédit sont à exclure. Il n'y a pas de difficultés d'accès au crédit ni de hausse avérée des prix de l'immobilier qui rendrait plus onéreuse chaque acquisition et plus important l'effort préalable d'épargne. De plus, l'affaiblissement attendu de l'inflation devrait restituer du pouvoir d'achat aux ménages.

Investissement : le facteur clé

C'est en revanche sur la santé de l'investissement des entreprises, et notamment de l'investissement productif, que reposent les principaux risques entourant notre scénario.

Après avoir tiré la croissance depuis le début de 2017, l'investissement en machines et équipement s'est replié au T3 2018. Ce repli était inattendu, car, bien qu'intervenant après un premier semestre de croissance très soutenue, nous attendions un renforcement en fin d'année, notamment afin de profiter d'avantages fiscaux qui étaient annoncés en baisse dès 2019. Finalement, au T4 2018, l'investissement s'est redressé (+0,3% sur le trimestre), notamment dans ses composantes machines et équipement (+0,9%) et biens de transport (+1,2%). Si l'investissement logement montre encore un très faible taux de croissance positif (+0,1%), ce n'est plus le cas de l'investissement en autres constructions (-0,2%). Par ailleurs, les entreprises italiennes sont loin de connaître une baisse de leur rentabilité, d'une incapacité à passer des hausses des coûts sur les prix ou de se retrouver évincées du crédit du fait de la remontée de leur endettement. En dépit de la récente remontée des coûts salariaux unitaires, due à l'affaiblissement de la productivité et à l'accélération des salaires, le taux de marge reste élevé. Son redressement depuis la crise s'est accompagné d'une hausse de l'autofinancement. Le taux d'endettement est faible, en comparaison internationale, et en remontée très modérée en 2018 pour la première année depuis 2013, avec un coût apparent de la dette très faible (1,2%) et des charges d'intérêts représentant 1,8% sur la valeur ajoutée. Par ailleurs, les entreprises italiennes ne signalent pas des contraintes à la production liées aux conditions financières. Ce ne sera pas la concurrence sur des ressources physiques et financières raréfiées qui pourra justifier la fin du processus d'accumulation des entreprises.

En revanche, l'insuffisance de la demande est de plus en plus mentionnée par les entreprises comme un obstacle à la production. Les enquêtes ont enregistré des opinions de plus en plus négatives sur les commandes, notamment en provenance de l'étranger.

Lire les vrais signaux parmi les bruits

La croissance de la production industrielle, qui avait depuis la mi-2016 retrouvé un rythme supérieur à celui de la zone euro, s'est retrouvée amputée de sa composante automobile depuis août 2018 du fait de l'introduction des nouvelles normes européennes. Si sur l'année 2018 sa croissance a encore été positive, la baisse enregistrée depuis le T1 2018 s'est renforcée au T4 (-1,1%). Nous estimons que ce facteur aura enlevé entre 0,1 et 0,2 point à la croissance du PIB au T3 et au T4 2018. La baisse de la production s'est diffusée depuis les secteurs producteurs de biens de consommation durables vers les productions de biens d'investissement. La chute de la

production automobile a touché tous les secteurs en amont. La production industrielle italienne notamment dans le secteur automobile est très fortement connectée à la production allemande. Le secteur dirige 22% de ses exportations vers l'Allemagne, pays où la chute de la production a été la plus forte. De plus, le repli de la production dans les secteurs Chimie et Pharmacie en Allemagne (lié au bas niveau du Rhin) a pu avoir des répercussions négatives sur ces secteurs en Italie. Ces facteurs transitoires vont progressivement s'estomper et les premiers signes de normalisation sont déjà visibles dans le rebond de la production industrielle en janvier (+1,7% sur le mois). Mais la normalisation risque d'être plus lente qu'initialement prévu (durée des tests sur les nouveaux produits) et entravée par le processus de déstockage qui suivra la très forte accumulation enregistrée jusqu'à l'été 2018.

Il est à ce stade difficile de faire la part entre ces facteurs temporaires et une dégradation plus diffuse et globale du cycle manufacturier, qui serait liée à la faiblesse des importations et de la croissance en Asie et dans certains pays émergents. Ces facteurs, bien que transitoires, peuvent avoir aussi un impact négatif plus durable sur la confiance des entreprises et venir s'ajouter au climat d'incertitude engendré par le conflit commercial sino-américain.

Un scénario central assorti de risques baissiers

Notre scénario central table sur un rebond de la production industrielle dès le T2 2019 et sur une contribution de la demande intérieure qui redevient positive. Néanmoins, l'acquis de croissance pour l'année 2019 (avec un PIB qui resterait au niveau de celui du T4 toute l'année 2019) est négatif (-0,1%), ce qui ne permettra qu'une faible croissance du PIB de 0,1% en moyenne annuelle en 2019.

Le profil de la croissance, positive et qui se renforce au deuxième semestre, se justifie par la bonne tenue de la consommation privée et le redressement de l'investissement.

L'affaiblissement récent de l'inflation viendrait redynamiser le pouvoir d'achat et la reprise de la consommation privée. Un impact marginal mais positif du revenu de citoyenneté s'opérerait dans la deuxième partie de l'année.

La volonté annoncée par le gouvernement de débloquer les grands chantiers d'infrastructures – qui au début de 2019 représentent 27 Mds€, sans prendre en compte la ligne à haute vitesse Turin-Lyon – pourrait, si elle est effectivement mise en œuvre, apporter un soutien important à l'investissement public, comme à l'investissement privé, grâce à un potentiel élevé d'activation des filières en amont et en aval de la construction.

Politique : redistribution des équilibres

Les récents scrutins régionaux

Après les résultats des élections locales dans le Frioul et le Trentin Haut Adige, c'est dans le sud du pays que la Ligue remporte la bataille électorale. La stratégie de M. Salvini de s'affranchir des frontières naturelles de la Ligue (anciennement Ligue du Nord) et de s'imposer comme parti national est réussie. Bien que local, ce résultat a une valeur nationale pour deux raisons. D'abord, il permet une première consolidation dans les urnes des sondages qui depuis l'été donnent une nette remontée d'adhésion à l'égard de la Ligue et une perte pour le M5S. Ensuite, ayant lieu dans une région du sud, ce test permet d'évaluer la capacité de la Ligue à s'imposer en tant que parti d'envergure nationale et du M5S à s'ancrer dans le territoire du Mezzogiorno, qui lui a offert la victoire aux élections générales de mars 2018.

Le résultat a été sans appel dans les Abruzzes. La victoire de la Ligue est écrasante : 27,5% des voix (en progression par rapport aux 14% réalisés dans la région aux élections de mars), ce qui fait de la Ligue le premier parti et lui permet, avec la coalition de Centre-droit, d'atteindre 49,2% des votes, soit de gagner la majorité (avec 17 sièges sur 29). C'est la première fois que la Ligue (à l'origine Ligue du Nord avec des velléités sécessionnistes, aujourd'hui abandonnées) perce dans le sud. Lors des régionales de 2014, elle n'avait pas franchi le seuil de barrage et était absente du conseil régional.

Le M5S enregistre seulement 19,7% des voix, lui garantissant 7 sièges (en nette baisse par rapport aux élections de mars 2018 et aux 21,4% des régionales de 2014). Certes, le mouvement n'est pas encore fortement implanté sur le territoire et sa performance est toujours moindre lors des élections locales, mais le résultat est quand même écrasant. D'autant plus qu'un report important aurait eu lieu des voix du M5S vers la Ligue (10%) et vers le Centre-gauche (9%). Un tiers seulement des électeurs du M5S a confirmé son vote et 46% des anciens électeurs se sont absentés.

Dans les Abruzzes, la Ligue gagne donc beaucoup d'électeurs du M5S, mais est aussi capable de mobiliser 18% des électeurs qui s'étaient abstenus lors des élections générales de mars 2018. Elle continue de siphonner aussi l'électorat du parti de Berlusconi Forza Italia, qui totalise 9,1% des voix, en baisse par rapport à mars (14,5%) et plus encore par rapport aux régionales de 2014 (16,7%). 13% des électeurs de Forza Italia se seraient aussi tournés vers le Centre-gauche. Seulement 42% auraient renouvelé leur vote. Cela confirme le délitement progressif du parti au profit de la Ligue, mais aussi la difficulté à adhérer à la ligne Salvini pour une partie de l'électorat modéré de Forza Italia.

Finalement le Centre-gauche confirme, avec 30,5% des votes, sa position de deuxième force politique

dans la région. En remontée par rapport aux élections de mars (17,6%), il fait pâle figure par rapport aux dernières régionales de 2014 lorsqu'il avait atteint 46,3% des voix. Il bénéficie du report d'une partie des électeurs du M5S et de Forza Italia. Le Parti démocrate, leader de la coalition, n'a pourtant pas de quoi se réjouir avec un score de 11,1%. Il est en baisse par rapport à mars 2018 (14,3%) et plus encore comparé aux régionales de 2014. Il doit son résultat aux 6% apportés par les listes de la société civile participant à la coalition.

La victoire en Sardaigne est moins nette pour la Ligue qu'elle ne l'a été dans les Abruzzes. Elle ne récolte que 11,3% des votes et gagne en coalition avec le Centre-droit (48%) grâce au résultat de ses alliés : *Forza Italia* (8%), le Parti sarde d'action (10%) et *Fratelli d'Italia* (4,7%). C'est néanmoins une remontée à la fois individuelle et collective par rapport aux élections législatives de 2018 et aux régionales de 2014 où le Centre-droit avait remporté respectivement 31% et 39% des votes. Pour le Centre-gauche, la dynamique a aussi été positive (32,9%) en reprise par rapport aux législatives de mars (20,8%), limitant les pertes par rapport aux régionales de 2014 (42,4%). Comme cela a été le cas dans les Abruzzes, le Parti démocrate n'a pas affiché la même dynamique et était encore en perte de vitesse (13,5%) par rapport aux législatives (14%).

Pour le M5S, le résultat a été catastrophique et pire qu'anticipé. Avec 9,7% des voix, en net recul par rapport aux législatives (42,5%), il peut certes invoquer son faible enracinement local et voir une victoire dans sa première entrée au conseil régional, mais le constat est celui d'une déroute.

En Sardaigne, les deux forces politiques traditionnelles ont su chacune attirer 20% des votes des abstentionnistes et récupérer presque autant de l'électorat du M5S. Le M5S a vu, en revanche, son score s'évaporer de 40% en faveur de l'abstention et presque autant en faveur de ses adversaires. Pot de terre contre deux pots de fer, le M5S n'est plus que la troisième force politique. Le sud, ancien fief de Berlusconi et nouveau fief du M5S lors des élections législatives de mars 2018, est en train de tomber dans les bras de la Ligue.

Les conséquences sur le maintien de l'alliance de gouvernement

Si ces évolutions venaient à se confirmer lors des prochaines échéances électorales en Basilicata (le 24 mars) et dans le Piémont (le 26 mai), c'est la stratégie politique des deux forces, jaune (M5S) et verte (Ligue), qui en serait bouleversée. La stratégie jouant sur l'opposition entre peuple et élites visait à anéantir par absorption l'adversaire politique traditionnel de son camp (pour la Ligue, la droite modérée de Forza Italia ; pour le M5S, la gauche) et à reconstituer un nouveau bipolarisme. La guerre entre

les deux nouvelles forces aurait pu commencer dans un deuxième temps, en fin de mandat. Mais c'est à l'intérieur du camp populiste que la redistribution des forces s'est faite, à l'avantage de la Ligue et au détriment du M5S.

Les deux partis au gouvernement continuent d'afficher leur volonté de poursuivre leur aventure ensemble. Pour la Ligue, c'est compréhensible : dans le court terme, elle ne pourra qu'y gagner. Dans le plus long terme, elle devra néanmoins affronter son électorat, et notamment la composante libérale-démocrate, conservatrice mais pragmatique, qui attend un changement de cap économique et la réalisation des promesses électorales (moins d'impôts, plus de travail, moins de bureaucratie et plus d'infrastructures de transport). Il faudra dépasser le conflit comme mode de gouvernement, qui rend l'exécutif inefficace, isolé et incapable de résoudre les principaux défis auxquels le pays fait face.

Dans l'immédiat, le pacte jaune-vert tiendra, comme le démontrent les concessions sur la question des infrastructures (TAV) et le vote interne du M5S sur l'autorisation d'enquêter sur Salvini au sujet de la séquestration temporaire d'un bateau chargé de migrants. Cette dernière a divisé les électeurs du M5S (59% contre, 41% pour) rendant évident le risque de scission ou de nouvelle fuite d'une composante plus radicale en opposition avec l'aile gouvernementale. Jusqu'à quand cet équilibre fragile pourra-t-il tenir ? Cela dépendra beaucoup de la capacité du M5S de se sortir de cette crise, mais aussi des forces traditionnelles. La condition nécessaire sera l'équilibre interne retrouvé par les coalitions de centre-droit et surtout de centre-gauche. Pour cette dernière, on est loin du compte. Néanmoins, si beaucoup d'observateurs tablent sur une fin du gouvernement au plus tôt au printemps 2020, l'écueil de la prochaine loi de finances pour 2020 sera majeur.

À l'automne 2019, beaucoup des problèmes non résolus, que l'on a cachés sous le tapis de la programmation budgétaire pour 2020 et 2021, referont surface. En particulier, pour atteindre les objectifs budgétaires négociés avec la Commission, il faudra trouver 23 Mds € afin d'éviter la hausse automatique de la TVA. On a expérimenté en 2018 la difficulté à trouver un accord entre les deux forces gouvernementales sur la façon de se répartir les 10 Mds € de dépenses supplémentaires pour tenir les engagements de campagne. On imagine combien sera compliqué de se répartir le double de ce montant en économies de dépenses. À moins que le bras de fer avec la Commission européenne ne soit pas ouvert de nouveau. Mais ce serait oublier le rôle final d'arbitre joué par les marchés et la possible réaction de l'électorat conservateur et pragmatique du Centre-droit qui pourrait ne plus être d'accord pour répliquer l'expérience déstabilisatrice de l'automne 2018.

Secteur bancaire : une nouvelle priorité pour le gouvernement italien ?

Entre des perspectives macroéconomiques dégradées et un marché volatil, les volte-face et les déclarations du gouvernement de coalition Ligue-M5S ne sont pas de nature à instaurer un climat serein autour du secteur bancaire italien.

Les déclarations des vice-présidents du Conseil, Matteo Salvini et Luigi Di Maio, sur les changements à opérer à la tête de la Banque d'Italie et les projets d'utilisation de ses réserves d'or à des fins budgétaires ont contraint le ministre de l'Economie, Giovanni Tria, à rassurer quant aux intentions de ses partenaires sur l'indépendance de la Banque d'Italie. En parallèle, la demande du parti **Fratelli d'Italia** pour une nationalisation de la Banque d'Italie pourrait faire craindre le pire. Autre rebondissement : les déclarations de Giovanni Tria pour la suppression des règles de *bail-in*, sous prétexte d'une détérioration de la confiance des épargnants. Ce point de vue a également été relayé par un responsable de la Banque d'Italie, qui a affirmé que les règles avaient été introduites de manière précipitée et qu'elles étaient difficilement applicables, entraînant l'instabilité du système, en dégradant la confiance des épargnants. C'est omettre de mentionner que ces règles ont été introduites pour protéger les contribuables et faire porter aux créanciers les pertes contre la rémunération du risque pris selon une hiérarchie précise.

En outre, alors que le M5S avait maintes fois fustigé les précédents gouvernements pour leurs aides aux banques en difficulté, la situation de Carige l'a obligé à revoir sa position. Le gouvernement a accordé à la banque génoise une garantie publique sur de nouvelles obligations pour un montant allant jusqu'à 3 Mds€ et une aide pour une éventuelle recapitalisation préventive d'un montant maximal de 1 Md€, via la publication d'un décret *ad hoc*. L'échec de Carige dans sa tentative de lever de la dette résulte de sa situation propre (stock important de NPL, problèmes historiques de gouvernance, résultats annuels négatifs depuis 2012), mais la banque, à l'instar de ses consœurs, a également souffert de l'opposition entre Rome et la Commission européenne. Si l'accord sur le budget 2019, puis son adoption par le sénat italien a instauré une période de répit, les déclarations de ses différents membres tendent à brouiller la compréhension des intentions du gouvernement concernant les banques italiennes et ce d'autant plus que les divergences entre les forces en présence sont fortes et que le climat est celui d'une campagne électorale permanente.

Carige : un sauvetage à accélérer

Le soutien du gouvernement à Carige est bien sûr temporaire car le sauvetage de la banque passe par une solution privée, à savoir l'adossement à un établissement bancaire solide. Trouver un partenaire sérieux est bien l'une des missions confiées aux trois administrateurs nommés par la Banque centrale européenne (BCE) suite au rejet de l'augmentation de capital par le principal actionnaire de Carige et la démission de plusieurs de ses administrateurs. Les noms de repreneurs circulent, ils seraient aussi bien domestiques – Banco BPM, Ubi et BPER (démentis par leurs responsables respectifs) – qu'étrangers, Crédit Agricole et BNPP ; il pourrait s'agir également de fonds de *private equity* (JC Flowers, Lonestar et Cerberus). La création d'un troisième acteur national d'envergure, à naître du rapprochement de Carige, MPS et d'un des trois acteurs cités précédemment (ou Unipol), a été évoquée par le sous-secrétaire d'État, Stefano Buffagni, mais paraît trop délicate à mettre en œuvre (RH, réseaux, IT). Quelle que soit l'opération, elle nécessitera l'accord de la BCE et le caractère dilutif (augmentation de capital) peut expliquer la réticence de certains acteurs à jouer un rôle dans le processus de consolidation qui s'engage. De plus, la solution privée ne pourra aboutir que si l'établissement génois se voit délesté de ses créances douteuses. C'est un des axes du plan qu'elle a présenté le 27 février dernier. Les repreneurs ont jusqu'à avril pour déposer leurs offres, mais est-ce que le plan suffira à convaincre s'il n'est pas assorti de garanties ?

NPL : le poids du passé

Alors que la situation des banques italiennes s'est considérablement améliorée (stock de *sofferenze* à 100 Mds€ au 31/12/2018, soit un ratio brut de 5,8% contre 167 Mds€ et un ratio brut de 7,1% il y a un an), un article du *Il Sole 24 Ore* a ravivé les craintes en se faisant l'écho de lettres envoyées aux banques italiennes sous la supervision directe de la BCE¹ pour leur imposer un calendrier accéléré de provisionnement sur le stock de créances douteuses en lien avec les exigences SREP, provoquant la chute des cours et de l'indice bancaire de la Bourse italienne. Si certains établissements affichent encore des stocks de NPL élevés au regard de la moyenne européenne, le travail accompli ces dernières années a été important et les programmes de cessions se maintiennent à un rythme soutenu : cession d'un portefeuille de 3,5 Mds€ par MPS (comptabilisé en 2018), projet ACE pour Banco BPM (rachat d'un portefeuille de créances douteuses de 7,8 Mds€ par Credito Fondiario/ Elliot International), Intesa (annonce du directeur général quant à l'accélération des programmes de cessions) notamment. D'après Banca Ifis, le montant des cessions au titre de 2019 devrait atteindre 50 Mds€. En outre, le gouvernement discute actuellement de la

¹ Douze banques italiennes sur 119 établissements figurent dans la liste du 14 décembre 2018 (situation au 01/11/2018) : Banca Carige, Banca Monte Dei Paschi Di Siena, Popolare di Sondrio, Banco BPM, Barclays Bank plc (Branch), BPER, Credito Emiliano,

ICCREA Banca, Intesa, Mediobanca, UniCredit, Unione di Banche Italiane.

prolongation de la GACS (échéance le 7 mars) qui devrait permettre de soutenir encore le processus de déconsolidation des créances douteuses.

La question de l'évaluation de l'impact réel des provisions supplémentaires à passer dans les prochaines années se pose donc, impact que le marché a déjà sanctionné. BMPS est ressortie particulièrement fragilisée de cet épisode, en dépit de la gestion active du management pour améliorer sa situation suite à son sauvetage par l'État en 2017. La publication des attentes de la BCE la concernant a bien sûr créé la surprise, le tout en donnant à Matteo Salvini, du grain à moudre dans sa campagne contre l'Europe, en pointant du doigt la supervision bancaire.

Autre maillon faible du système : Banca Popolare di Bari en raison de ses difficultés chroniques avec un stock de NPL élevé. Son Conseil d'administration a approuvé un plan stratégique qui prévoit le renforcement du capital (appel au marché), une meilleure gestion des NPL et la transformation en société par actions. Car la réforme de gouvernance des deux dernières *popolari* (c'est-à-dire transformation en société par actions des *popolari* dont l'actif est supérieur à 8 Mds€), Banca Popolare di Sondrio et Banca Popolare di Bari, a été repoussée à fin 2019 (adoption d'un amendement fin novembre 2018). Cette transformation doit permettre d'apporter une plus grande transparence et un meilleur accès aux marchés de financement.

Solidité : les résultats des réformes

Même si elles ont été repoussées par le gouvernement en place, les réformes des banques de crédit coopératif (BCC) et des *popolari*, ont déjà contribué au renforcement du système bancaire italien. Deux nouveaux groupes bancaires viennent d'être créés : Iccrea Gruppo² et CCB dotés respectivement d'un actif total de 150 Mds€ et 72 Mds€³. La création du troisième groupe bancaire de BCC n'a pas abouti et a laissé place à une solution alternative, l'IPS (*Institutional Protection Scheme*). C'est cette dernière que la Banque d'Italie étudie pour regrouper des *popolari* non assujetties à la transformation en sociétés par actions. Popolare di Bari et Popolare di Sondrio pourraient jouer un rôle dans ce nouveau dispositif.

Giovanni Tria s'est voulu rassurant à l'occasion du sommet de Davos, en janvier, sur la solidité du système bancaire italien. Il a expliqué que le suivi rapproché des banques fragiles répondait uniquement à une logique de préservation de l'économie locale et ne se fondait en aucun cas sur la crainte d'un risque systémique. En effet, la situation des banques italiennes n'a rien de comparable à ce qu'elle a pu être précédemment.

De fait, les principales banques italiennes ont amélioré leur situation en capital et sont en mesure de

respecter les exigences SREP qui leur sont imposées. Au 30/09/2018, le ratio CET 1 phasé des banques italiennes se situait à 13,05% (données BCE), même si ce ratio masque encore des réalités très différentes.

Titres souverains : un niveau d'exposition encore élevé

L'arrivée au pouvoir du gouvernement actuel a fragilisé le secteur bancaire en le soumettant à un renchérissement de son coût de financement, à une baisse de ses revenus et à une dégradation de sa solvabilité. L'exposition du secteur bancaire aux titres d'État italiens reste un sujet d'inquiétude en raison de son niveau. Elle est, en effet, élevée – 376 Mds€, représentant 10,2% des actifs fin 2018 et 268% du capital CET1 (au 30/09/2018) – et tout stress sur le *spread* BTP-Bund nourrit les effets mentionnés précédemment. La prime de risque sur le souverain italien est revenue à un niveau moyen de 260 points de base en janvier et de 269 en février, contre un niveau moyen de 302 en novembre 2018 avec un point haut de 329, mais ce répit va durer combien de temps alors que les élections européennes se profilent ?

Dans un souci de protection des Banques de crédit coopératif et des établissements non cotés, le gouvernement a intégré à son budget un amendement qui les autorise à passer leurs comptes en normes nationales, avec un effet rétroactif à compter de l'exercice 2018. Or, cette mesure – qui a pour objectif de préserver les petits établissements bancaires des turbulences de marché – s'avère délicate à mettre en œuvre en l'absence de précisions quant à son application (non prise en compte des normes comptables spécifiques au secteur bancaire antérieures aux normes comptables internationales (IAS/IFRS)).

TLTRO : la liquidité du système en question

L'autre sujet de préoccupation cette année concerne le refinancement BCE (hors MRO). Le lancement d'un nouveau programme du TLTRO pour remplacer le précédent arrivant à échéance en 2020 est plutôt de bon augure pour les banques italiennes. Elles affichent au total un montant d'environ 239 Mds€ de refinancement issus des TLTRO 2 sur un total de 740 Mds€ octroyé par la BCE. Si les principales banques⁴ sont concernées au premier chef, ce sont les plus petits établissements qui dépendent le plus de cette facilité, car ils seraient dans l'incapacité de remplacer ces lignes de financement par l'accès au marché (qui s'est fortement réduit à l'automne du fait de tombées de dettes) ou par des dépôts.

² Iccrea Banca, société mère du nouveau groupe, doit procéder à une augmentation de capital de 250 M€. Des dissensions existent entre Iccrea Gruppo et CCB sur les spécificités du contrat de cohésion liant les banques entre elles.

³ A comparer à 167 Mds€ pour BancoBPM et 127 Mds€ pour UBI.

⁴ Estimations Kepker Cheuvreux : 179 Mds€ cumulés pour Unicredit, Intesa, Mediobanca, MPS, UBI, BancoBPM, BPER, Carige.

Ce risque doit être nuancé à l'aune des tendances en matière de dépôts. En effet, ces derniers n'affichent pas de signes négatifs. Au contraire, la collecte bilan (dépôt, repos et obligations clientèles) se situe à 1 880 Mds€ fin 2018, soit en hausse de 2,1% sur un an. Et les dépôts seuls progressent de 2,5% sur la même période là où les obligations bancaires marquent toujours le pas.

Crédits et taux clients : des tendances positives à nuancer

Tous ces événements surviennent alors que l'activité de crédit à l'économie semble s'être consolidée au cours de l'année 2018, avec une croissance des encours de crédit aux résidents privés (ménages, sociétés et secteurs financiers non bancaire) qui se situe à +2,0 % sur un an (en décembre, en données corrigées des titrisations), mais en retrait par rapport aux mois précédents (+2,3% en nov., +2,7% en oct. et + 2,9% en sept.). Cette évolution concerne plus particulièrement les ménages (+2,7%), aussi bien pour les achats de biens immobiliers que pour le crédit à la consommation. Concernant les entreprises, la progression reste beaucoup plus modérée (+1,3%).

Sur l'année, la production de nouveaux crédits atteint 141 Mds€ pour les ménages, soit +4,4% par rapport à 2017, et 379 Mds€ pour les sociétés non financières, soit +1,3% sur la même période. Les enquêtes menées auprès des banques italiennes indiquent que le crédit aux entreprises est tiré par les taux bas et la concurrence et que les tendances en matière de crédits immobiliers sont toujours favorables. Les taux d'intérêt clients ont continué de s'éroder au cours du troisième trimestre de 2018 mais à un rythme moins soutenu en raison du niveau bas déjà atteint – taux moyen pondéré sur l'encours à 2,80% en décembre – et continuent de peser sur la rentabilité des banques.

Les enquêtes indiquent d'ailleurs que les conditions d'accès au crédit se seraient resserrées au dernier trimestre de 2018 dans tous les secteurs de l'économie mais encore plus nettement pour les entreprises de services et les PME manufacturières.

Ainsi, dans un contexte de dégradation de l'environnement économique, la dynamique du crédit de l'année 2018 risque d'être perturbée. ■

Achévé de rédiger le 4 mars 2019

Italie : panorama conjoncturel au 4 mars 2019

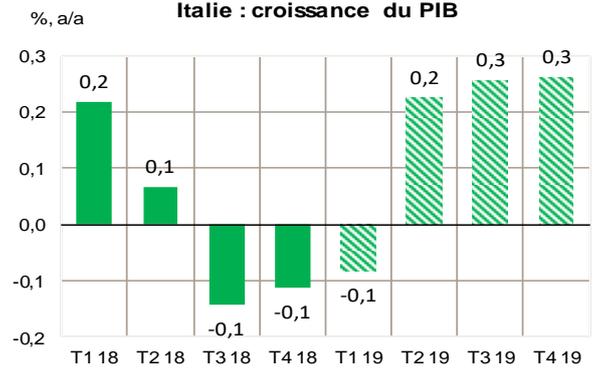


Moyenne annuelle (a/a, %)

Italie	2018	2019	2020	2021
PIB	0,8	0,1	0,8	0,7
Consommation privée	0,6	0,6	0,9	0,6
Investissement	3,2	0,6	2,7	3,0
Variation des stocks*	-0,1	-0,5	0,1	0,0
Exportations nettes*	-0,1	0,1	-0,2	-0,1
Taux de chômage	10,6	10,5	10,3	10,3
Inflation	1,2	0,7	0,8	0,9
Solde public (% PIB)	-2,1	-2,6	-2,6	-2,6

* Contributions à la croissance du PIB
Source : Crédit Agricole SA, prévisions

Italie : croissance du PIB

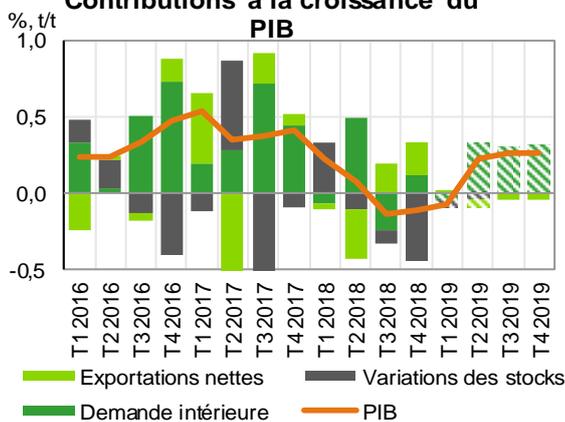


Sources: Istat, prévisions CASA

Avec un acquis de croissance négatif de 0,1% laissé par le T4 2018 à l'année 2019, la croissance du PIB en moyenne annuelle en 2019 a été révisée à la baisse à 0,1%.

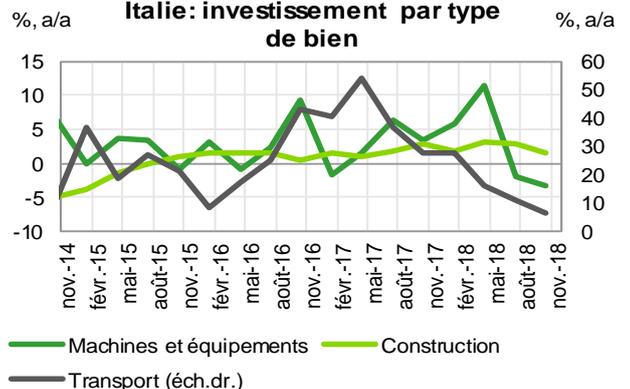
Après deux trimestres de croissance négative du PIB au T3 et T4 2018 (-0,1% sur le trimestre), nous attendons un nouveau repli de l'activité au T1 2019 et un rebond dès le T2.

Contributions à la croissance du PIB



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Italie : investissement par type de bien

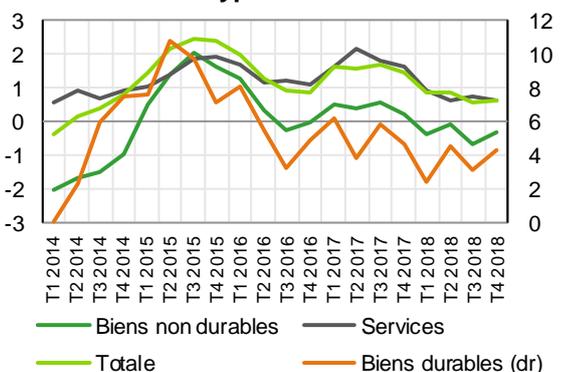


Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

La contribution de la demande intérieure s'est affaiblie dès le T3 2018. Nous n'anticipons pas un redressement avant le T2 2019.

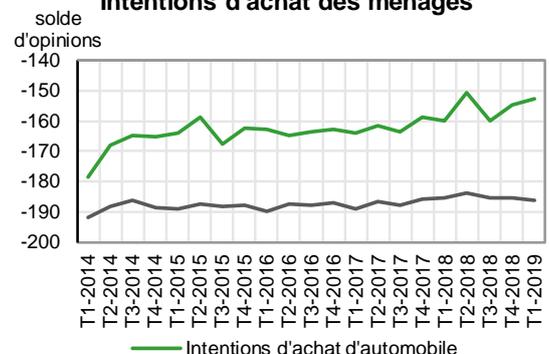
L'investissement en machines et équipement s'est redressé au T4 2018 sur le trimestre. La poursuite de sa croissance reste le principal point d'interrogation de notre scénario.

Consommation des ménages par type de bien



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

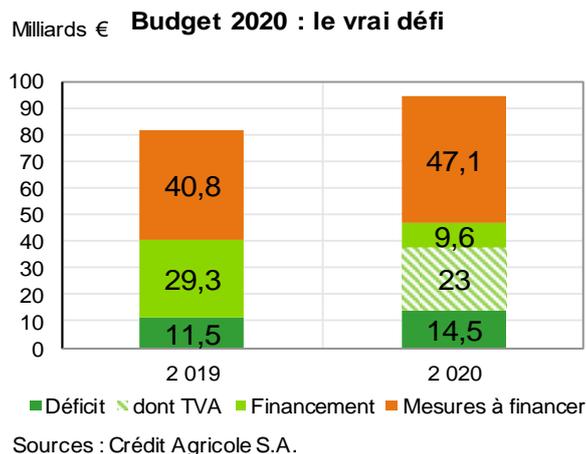
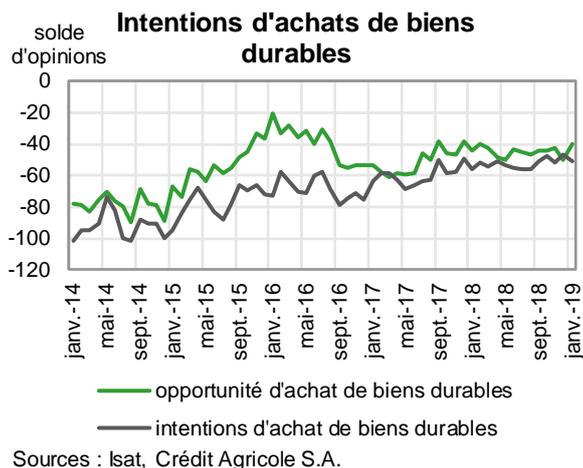
Intentions d'achat des ménages



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

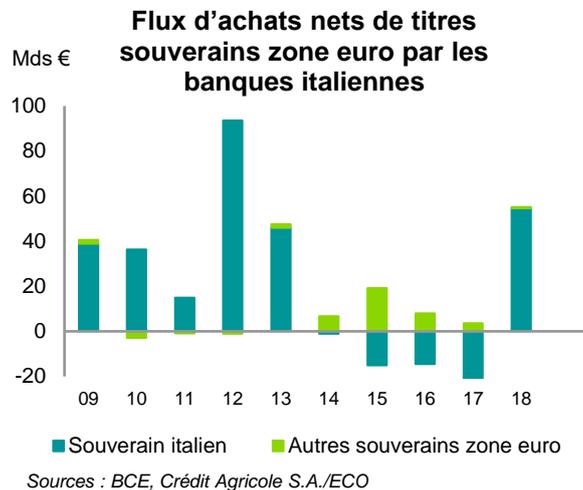
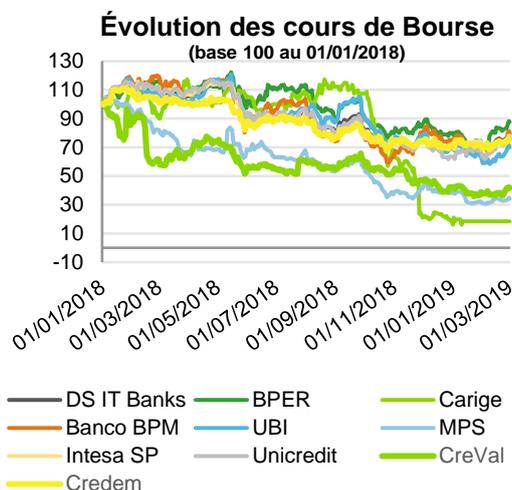
Le cycle de consommation de biens durables est en voie d'essoufflement, mais reste positif.

Les intentions d'achats d'automobiles et de logements des ménages se maintiennent sur un niveau élevé.



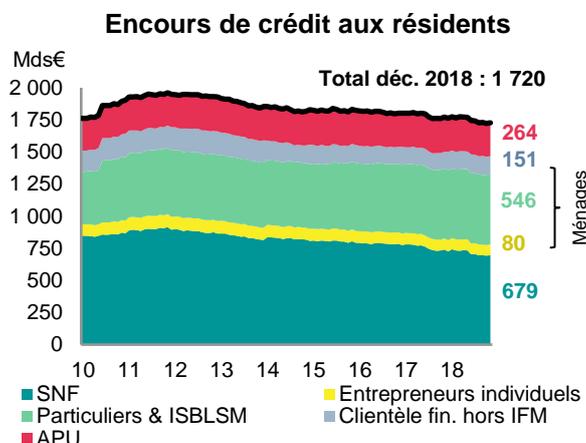
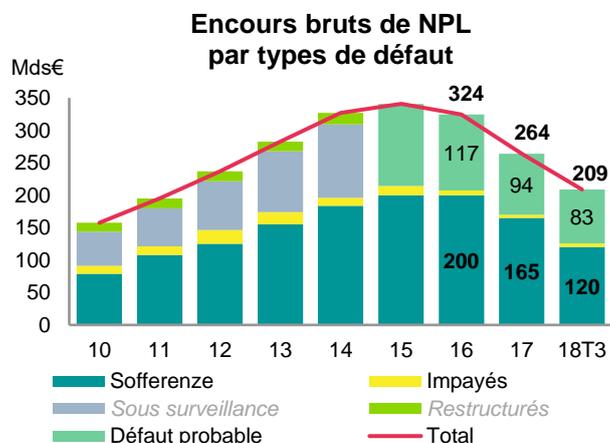
Les intentions d'achat de biens durables sont à un niveau historiquement élevé et continuent de signaler une poursuite du cycle de consommation.

Le véritable défi du gouvernement sera le financement des mesures de dépense décidées en 2019, dont une grosse partie repose sur l'augmentation de la TVA, que le gouvernement affirme vouloir éviter.



Les banques italiennes ont vu leurs cours de Bourse chuter au cours de l'année 2018 en dépit de l'amélioration de leur rentabilité. Carige (arrêt de la cotation depuis le 3 janvier 2019), MPS et Creval affichent les plus fortes baisses.

Au 31/12/2018, l'exposition totale des banques italiennes aux titres d'État italiens atteint 376 Mds€. Leur flux net d'achat se monte à près de 55 Mds€ depuis le début de l'année.



L'encours brut des NPL passe à 209 Mds€ au T3-2019 contre 221 au T2-2018. Le stock de *sofferenze* brutes atteint 120 Mds€ et affiche un taux de couverture de 68%.

L'encours de crédit aux résidents est en baisse (-2,4% sur un an). Mais corrigé des titrisations, il affiche une hausse de 2,0% sur un an en décembre 2018, mouvement qui profite principalement aux ménages (+2,7%).

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
08/03/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
01/03/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/02/2019	France - Travail temporaire : tendances à mi-février 2019	France, Sectoriel
13/02/2019	ECO Tour 2019 : Perspectives économiques des grands secteurs de l'industrie en France	Sectoriel, Macro-éco
11/02/2019	France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2019	France, Immobilier
04/02/2019	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Sectoriel, Agri-Agro
30/01/2019	France – Comptes trimestriels T4 2018 : une croissance du PIB légèrement meilleure qu'attendu	France
28/01/2019	France – Marché du travail : freinage des créations d'emploi en 2018-2019	France
21/01/2019	Allemagne – Scénario 2019-2020 : vers une normalisation du rythme de croissance	Allemagne
16/01/2019	France – Scénario 2019-2020 : pouvoir d'achat plus dynamique, mais nette dégradation des indicateurs	France
21/12/2018	Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : de nombreux virages à bien négocier	Monde
14/12/2018	France – Crise des gilets jaunes, quelles conséquences économiques ?	France
26/11/2018	France – Retraites : État des lieux, et enjeux de la future réforme	France
26/11/2018	Chine – Au-delà du risque financier	Emergents
15/11/2018	Allemagne – Enjeux politiques : tourner la page des années Merkel	Allemagne
14/11/2018	Infographie – Aéronautique : dix ans de low-cost	Sectoriel
12/11/2018	Gaz Naturel en Europe : 2020, année de transition	Energie
05/11/2018	France - Transports routiers de marchandises : Tendances à début décembre 2018	France, transports
05/11/2018	Webzine Innovation Santé en partenariat avec les « Village by CA »	Santé

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application [Études ECO](#) disponible sur App store

Android : application [Études ECO](#) disponible sur Google Play

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.