



# SOMMAIRE

1 | Synthèse

2 Dernières évolutions conjoncturelles

3 La trame de notre scénario

4 Focus : finances publiques

## TROUVER LE JUSTE ÉQUILIBRE ENTRE PESSIMISME ET OPTIMISME

2023 semble se présenter sous de meilleurs augures. Après l'excès de pessimisme, ne va-t-on pas vers un excès d'optimisme ? Le bilan de 2022 semble aller dans le sens du second. Face au double choc de la guerre en Ukraine et de la crise énergétique, qui ont poussé l'inflation à 8% en 2022, l'économie italienne s'est montrée résiliente. Fortement dépendant du gaz russe, le pays a réussi à réduire ses importations en provenance de Russie de 60% en 2022, passant de 20 milliards en 2021 à 11 milliards en 2022. Les mesures de soutien importantes en direction des ménages et des entreprises (51 milliards) et les effets encore très présents de la reprise post-Covid ont favorisé l'absorption du choc lié à la hausse des prix de l'énergie, permettant à l'économie d'accumuler trois trimestres consécutifs de croissance, terminant l'année sur un rythme de croissance de 3,7%, malgré la légère contraction du quatrième trimestre. La consommation des ménages, tirée notamment par les services, a progressé de 4% malgré une inflation élevée rattrapant en partie son niveau pré-Covid au T3 pour reculer de nouveau au T4. L'investissement a également continué de croître en 2022 (+9,4%), tiré à la fois par la construction qui a bénéficié d'un important dispositif d'incitation, le Superbonus (+11,6%), ainsi que par l'investissement productif (+8,6%). Le repli du T4 n'a pas entièrement absorbé l'acquis laissé à 2023 qui reste positif à 0,4%.

L'année 2023 devrait néanmoins être marquée par un ralentissement de la croissance, mais l'économie italienne devrait éviter la récession. La prévision de croissance pour 2023 a légèrement été revue à la hausse pour atteindre 0,6%. Des tensions sur le marché gazier moins importantes que prévu devraient favoriser une baisse plus rapide des prix de l'énergie, entraînant ainsi une baisse de l'inflation. La reprise de la confiance, tant des ménages que des entreprises – qui anticipent de meilleures perspectives de croissance par rapport au trimestre précédent –, laisse entrevoir un ralentissement moins prononcé de la demande intérieure. Les mesures de soutien mobilisées en 2023, d'un montant de 26,4 milliards d'euros, devraient permettre d'atténuer les effets délétères de pressions inflationnistes encore bien présentes en début d'année. Le scénario économique, marqué par un degré élevé d'incertitude, reste cependant soumis à de nombreux risques baissiers.

En premier lieu, l'impact réel du resserrement monétaire ne s'est pas encore pleinement matérialisé et devrait contribuer à une détérioration des conditions de financement des ménages et des entreprises. Par conséquent, la consommation ainsi que l'investissement des ménages devraient fortement ralentir au cours de l'année. La consommation des ménages restera pénalisée par une inflation encore élevée, estimée en moyenne annuelle à 7,4%, ainsi

que par la faible croissance du revenu disponible réel et des marges de manœuvre en termes d'épargne, partiellement entamées au cours de l'année précédente. La croissance des salaires, qui suscite des craintes quant à l'enclenchement d'une spirale prix-salaires, ne permettra pas de compenser l'impact de l'inflation, malgré des conditions favorables sur le marché du travail.

Du côté des entreprises, le relâchement des contraintes d'offre devrait permettre un léger redressement de la production industrielle, évitant ainsi un scénario de récession, mais la faiblesse de la demande, tant domestique qu'extérieure, limite les perspectives de croissance et d'investissement. De plus, bien qu'une partie des tensions sur les prix du gaz se soit dissipée, il n'est pas exclu, compte tenu des contraintes d'offre, que de nouveaux pics de prix soient atteints de manière ponctuelle. La fin du Superbonus risque également de se traduire par une correction dans le secteur de la construction, qui serait également pénalisé par un marché de l'immobilier affaibli par la hausse des taux. Enfin, les effets tant attendus du plan de relance pourraient également mettre davantage de temps à se matérialiser. Le pays a déjà reçu les premières tranches du NGEU, mais les retards dans les investissements s'accumulent, plombés certes par le contexte de hausse des coûts, mais également par des problèmes de gouvernance.

# SOMMAIRE

1 Synthèse

2 | Dernières évolutions conjoncturelles

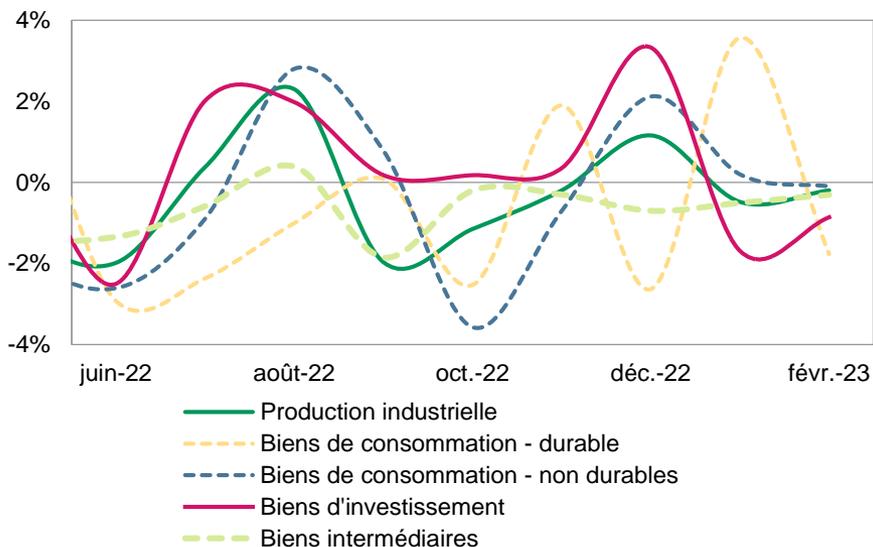
3 La trame de notre scénario

4 Focus : finances publiques

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LA PRODUCTION INDUSTRIELLE RALENTIT AU PREMIER TRIMESTRE

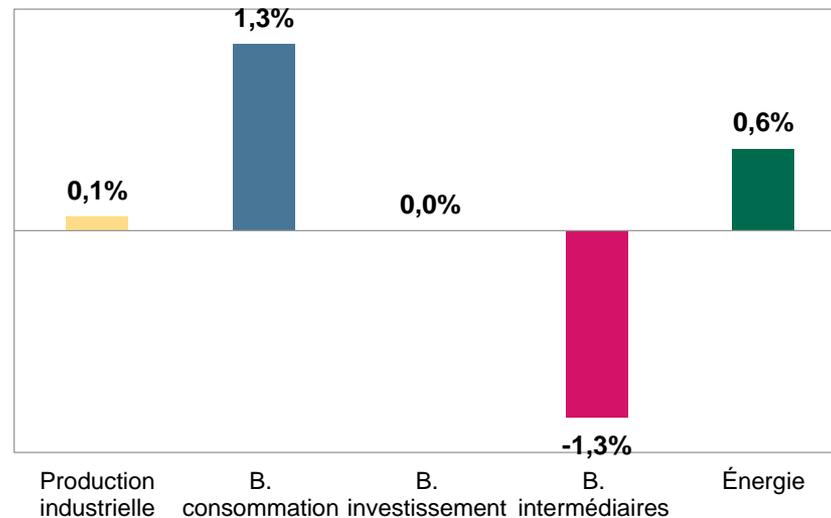
### Production industrielle



Sources : Markit, Istat Crédit Agricole SA / ECO

En dépit de l'optimisme des enquêtes de confiance, les données de production industrielle continuent de montrer une tendance négative en ce début d'année. La production industrielle a ainsi reculé pour le deuxième mois consécutif en février, se contractant de 0,2% par rapport à janvier. Toutes les catégories de biens, à l'exception de l'énergie, sont touchées. Malgré une reprise entre décembre et janvier, les biens de consommation sont de nouveau en repli. La baisse est particulièrement marquée dans le cas des biens de consommation durable, qui accusent un recul de -1,8%. Elle est plus modérée pour les biens de consommation non durables, avec une diminution de -0,1%. Les biens d'investissement connaissent également une baisse de 0,9% après un repli de -1,7% en janvier.

### Acquis de production industrielle pour le premier trimestre



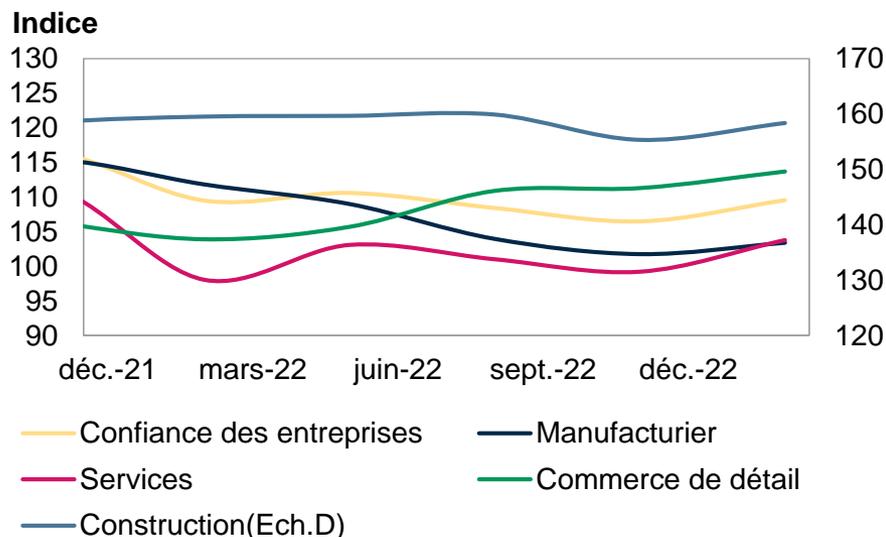
Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

La contraction de la production dans le secteur des biens intermédiaires se poursuit également en février, avec une diminution de -0,3%, bien que cette tendance semble ralentir depuis décembre. Malgré ces résultats négatifs en janvier et février, l'acquis de croissance de la production industrielle reste positif pour le premier trimestre, à +0,1%, grâce notamment aux performances du secteur en décembre 2022. Cela est vrai pour l'ensemble des catégories de biens, à l'exception des biens intermédiaires, qui enregistrent un acquis de -1,3% pour le T1. Avec un acquis de 1,3% au premier trimestre, la performance du secteur des biens de consommation, qu'ils soient durables ou non durables, pourrait surprendre en ce début d'année.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## MAIS LES ENQUÊTES RESTENT OPTIMISTES

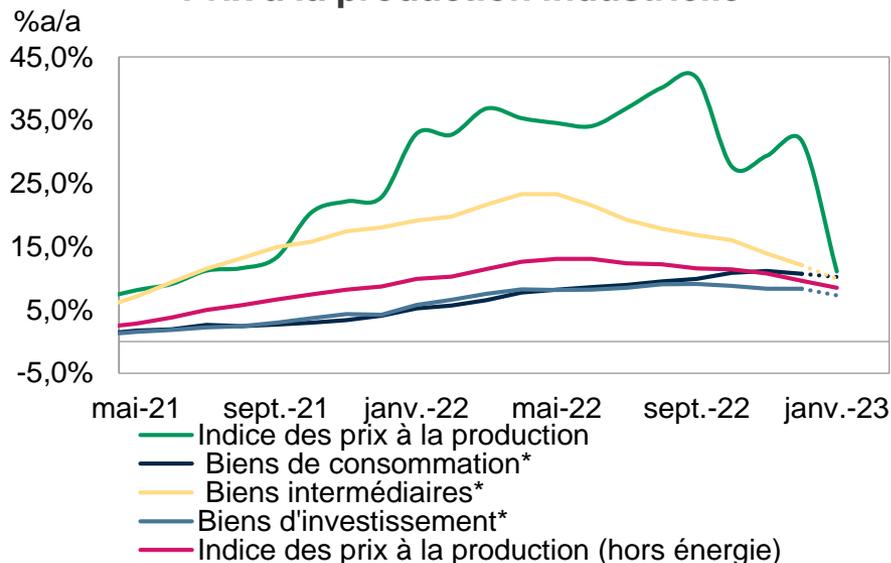
### Indice de confiance des entreprises



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

Malgré le ralentissement de la production industrielle enregistré au cours des deux premiers mois de l'année, les signes d'une reprise demeurent encourageants. Les perspectives positives des entreprises manufacturières ainsi que la baisse des prix à la production laissent présager une amélioration de l'activité de production dans les mois à venir. Après la baisse exceptionnelle de janvier, les prix à la production industrielle ont de nouveau reculé en février 2023, bien que plus modestement (-1%), passant de 11,1% en glissement annuel à +9,6%. Cette dynamique s'explique principalement par les baisses des prix de l'énergie, plus marquées sur le marché intérieur, ainsi que par le repli des prix des biens intermédiaires. Les moindres pressions sur les coûts semblent progressivement se répercuter sur les prix

### Prix à la production industrielle



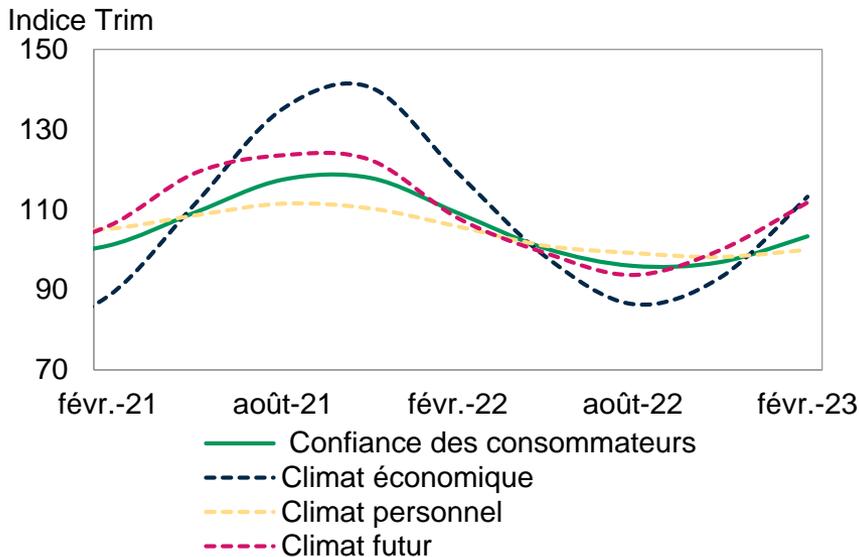
Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

finaux. Ainsi, en mars, les prix des biens ont enregistré un net ralentissement, passant de +12,4% à +9,8%. L'amélioration des perspectives ne devrait pas se limiter à l'industrie. En effet, la confiance des entreprises s'améliore pour tous les secteurs d'activité en ce début d'année avec des indices passant de 155 à 158, dans la construction, de 111 à 113 dans le commerce, de 99 à 103 dans les services et de 101 à 103 dans l'industrie. Les indices PMI sont également en nette augmentation depuis le début de l'année. L'indice composite a atteint 55,1 en mars soit son niveau le plus élevé depuis décembre 2021, celui de l'industrie est bien qu'en léger recul par rapport à février à 51 – soit au-dessus du seuil d'expansion – tandis que les services culminent à 55 soit le niveau d'avril dernier.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LA BAISSÉ DE L'INFLATION DEVRAIT PERMETTRE AUX MÉNAGES DE RENOUER AVEC L'OPTIMISME

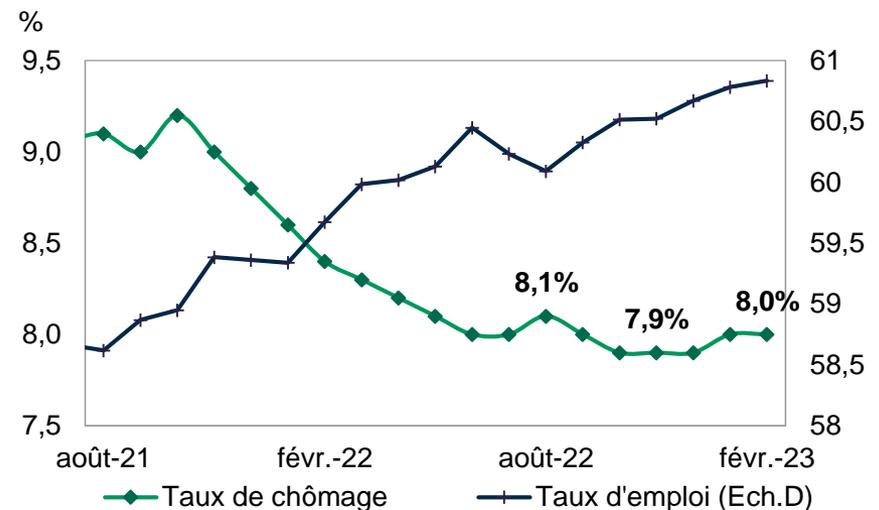
### Confiance des consommateurs



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

Après le rebond enregistré en février, l'indice de confiance des ménages augmente de nouveau en mars, passant de 104 à 105,1, soit son plus haut niveau depuis six mois. Il reste cependant loin des valeurs de février 2022. Sur le trimestre, l'indice de confiance des ménages fait un bond conséquent, passant de 96 au T4 2022 à 103 points sur les trois premiers mois de l'année. Les deux sous-indices qui enregistrent la plus forte hausse sont ceux liés à la perception du climat économique et du climat futur, qui progressent de 93 à 113 pour le premier et de 99 à 111 pour le second. L'indice relatif à la situation personnelle des ménages s'améliore également, mais dans une moindre mesure, passant de 98 à 100 pour les trois premiers mois de l'année. Même si elles tendent à se relâcher en ce début d'année, les

### Marché du travail



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

contraintes sur le budget des ménages sont cependant encore bien visibles et continuent de témoigner d'une difficulté à épargner et n'anticipent pas non plus une hausse de l'épargne future. Ils sont cependant moins nombreux à percevoir une détérioration du marché du travail, avec des anticipations de chômage toujours en recul. Cependant, les premiers signes d'un retournement commencent à se confirmer. Le taux de chômage a augmenté pour la première fois en janvier après plusieurs mois de baisse ininterrompue. Il est resté stable en février, malgré un léger repli du nombre de chômeurs. Le taux d'emploi continue cependant de croître, augmentant de 0,1 point en février pour se situer à 60,8 %.

# SOMMAIRE

1 Synthèse

2 Dernières évolutions conjoncturelles

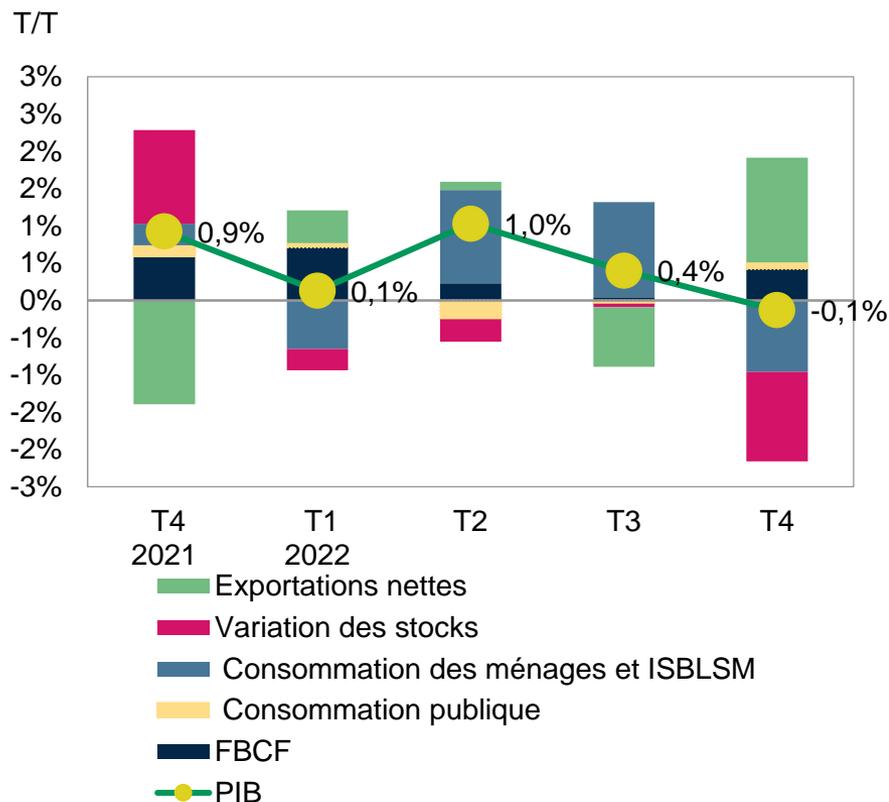
3 | La trame de notre scénario

4 Focus : finances publiques

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## LE QUATRIÈME TRIMESTRE 2022, LE CREUX DE LA VAGUE ?

### Contribution à la croissance du PIB



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

Le quatrième trimestre 2022 constitue-t-il le point d'orgue du choc énergétique ? C'est en tout cas ce que suggèrent les indicateurs de conjoncture dont la longue chute débutée au début de la guerre en Ukraine atteint son paroxysme entre septembre et octobre 2022. Un constat confirmé dans les chiffres du PIB en fin d'année qui, après trois trimestres de résilience, accuse une baisse de -0,1% au quatrième trimestre. La consommation a reculé de 1,6% face à une inflation qui a piqué à plus de 11% au T4. L'investissement s'est repris, passant d'un timide 0,2% au cours de l'été à +2% au T4, tiré par les équipements de transport et l'investissement productif, ainsi qu'une relative reprise de la construction. La composante extérieure a joué favorablement ce trimestre, avec une contribution de 1,4 point principalement due à un effondrement des importations (-1,7%). Les stocks ont quant à eux amputé la croissance de plus d'un point. Par branche, ce sont les activités de commerce et de détail qui ont pêché le plus, dans un contexte de contraction des dépenses de consommation (-1,4%). L'industrie ne résiste pas non plus à cet environnement défavorable, avec un recul de -0,2%, qui fait écho aux performances négatives de la production industrielle en septembre et octobre 2022.

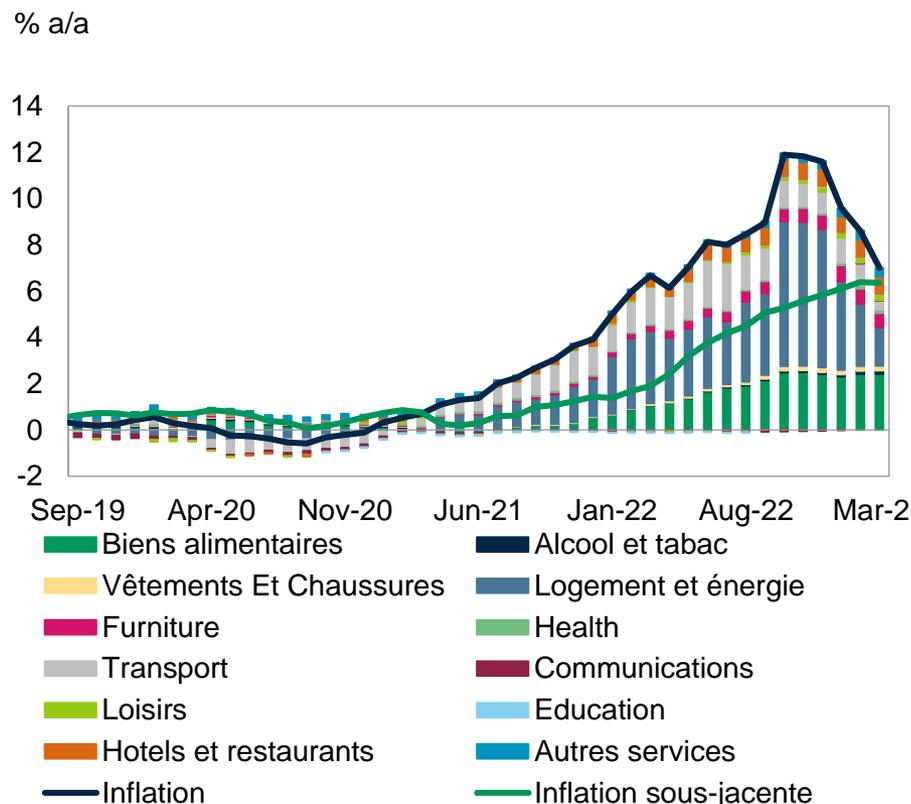
En dépit d'une contraction en fin d'année, le PIB italien a augmenté de 3,7% en 2022 et laisse un acquis de 0,4% pour 2023. La croissance a été portée par la consommation des ménages, qui a augmenté de 4,6%, contribuant à hauteur de 2,7 points à la croissance. L'investissement performe pour la deuxième année consécutive, avec une hausse de 9,7% après +18% en 2021. Face à une forte croissance des importations au cours de l'année (+12%) en raison notamment du renouvellement des stocks de gaz, la contribution du commerce extérieur a été négative, amputant la croissance annuelle de 0,5 point de PIB.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## INFLATION, LE PIC EST PASSÉ

Les données récentes confirment le ralentissement de l'inflation observé depuis le début de l'année. L'indice général des prix a augmenté de 7,6% en mars en glissement annuel, contre une hausse de 9,1% le mois précédent. Au cours du trimestre, l'inflation a ralenti par rapport au pic du quatrième trimestre, passant de 11,8% à 9,8%. La décélération des prix à la consommation est principalement due au net ralentissement des prix des produits énergétiques, qui ont chuté d'un pic de 71% en octobre 2022 à une croissance de 10,8% en mars. La baisse des prix du gaz semble avoir joué dans un premier temps sur la composante régulée qui a diminué de 20,4% en mars (contre un pic de 51,6% en octobre 2022). La composante non régulée a également ralenti, enregistrant une croissance en glissement annuel de 18,9% alors qu'elle avait augmenté de 49% en février et de 59% en janvier. Au cours du trimestre, les produits énergétiques réglementés ont baissé de 16% par rapport au T1 2022 (contre une augmentation de 59% au T4 2022), tandis que les produits énergétiques non réglementés ont augmenté de 38% (contre 70% au T4 2022). Après plusieurs mois successifs de hausse, les prix des produits alimentaires se sont stabilisés en mars à 13,2%, ce qui cache des tendances contrastées. En effet, tandis que les prix des produits alimentaires transformés ont ralenti (de 15,5% à 15,3%), les prix des produits alimentaires non transformés ont augmenté (de 8,7% à 9,1%). Les prix des services ont quant à eux enregistré une accélération (de 4,4% à 4,5%), portée par les services liés au logement (de 3,3% à 3,5%) et les services récréatifs, imputable aux prix des voyages à forfait (de 8,4% à 12,3%) et des hôtels et motels (de 13,3% à 14,3%). Les prix des biens ont cependant décéléré en mars (de 5,5% à 5,4%). Cela vaut également pour les biens durables (de 6,6% à 6,3%) et non durables (de 7,0% à 6,8%). Par conséquent, l'inflation sous-jacente se stabilise à 6,4%. Au cours du trimestre, les prix des produits alimentaires ont ralenti mais restent à un niveau élevé (de 13,4% à 12,9%). L'inflation sous-jacente a quant à elle augmenté, passant de 5,6% à 6,3%.

## Inflation par composantes

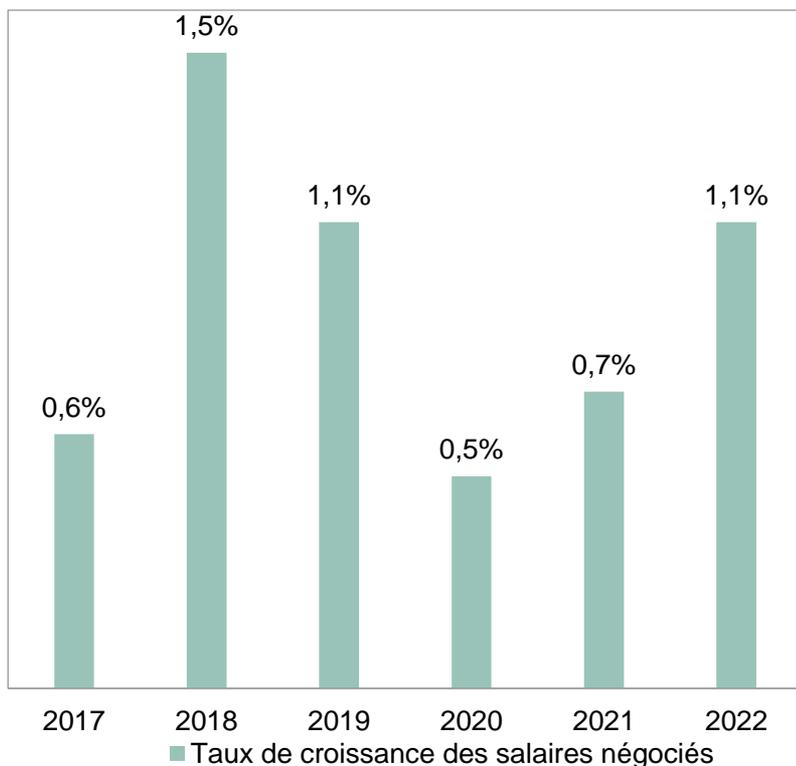


Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## BOUCLE PRIX-SALAIRES : CHIMÈRE OU RÉALITÉ ?

### Salaires contractuels



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

La forte accélération de l'inflation au cours de l'année 2022 pose la question de la hausse des salaires. Malgré la hausse des prix à la consommation, la croissance des salaires contractuels est restée contenue en Italie, enregistrant une augmentation moyenne de 1,1% en 2022. Sur l'ensemble de l'année, près de 33 conventions collectives ont été signées, dont 18 dans le secteur privé et 15 dans le secteur public (fonctions centrales, fonctions locales, santé, éducation et recherche). Au total, ce sont 4,4 millions de salariés, soit 36,9% de l'emploi salarié, qui sont concernés. Le nombre de conventions en attente d'être négociées reste cependant encore important, puisqu'il concerne 6,1 millions de salariés (49,6% du total).

En revanche, la croissance des salaires bruts a été plus dynamique, enregistrant une hausse de 3,7%. Cette dynamique masque cependant une forte hétérogénéité sectorielle, faisant écho aux tensions sur le marché du travail. En effet, tandis que les salaires dans les services ont crû de 3,1%, la hausse a été plus soutenue dans l'industrie (+4,1%), dans la construction (+5,8%) et dans la fonction publique (+5,1%).

En ce qui concerne le différentiel entre les salaires effectifs et les salaires négociés, il s'explique en 2022 par la croissance des heures travaillées, qui se reflète également dans l'évolution plus modérée du salaire par tête (+2,7% en 2022). Malgré cette hausse, la dynamique salariale au cours de l'année 2022 ne permet pas de couvrir la hausse des prix et indique davantage une baisse des salaires réels en Italie.

En 2023, la croissance des salaires devrait se poursuivre, malgré les signes de ralentissement de l'inflation et de l'emploi. L'indice d'augmentation des salaires contractuels étant calculé sur la base de l'indice des prix des biens importés, il est probable que l'accélération de l'inflation sous-jacente en 2023 se traduise par une dynamique plus soutenue des salaires négociés, qui devrait se transposer sur les salaires effectifs. Cependant, il convient de relativiser cette prévision, car la croissance des heures travaillées, qui était encore portée par des effets de rattrapage en 2022, devrait se modérer.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

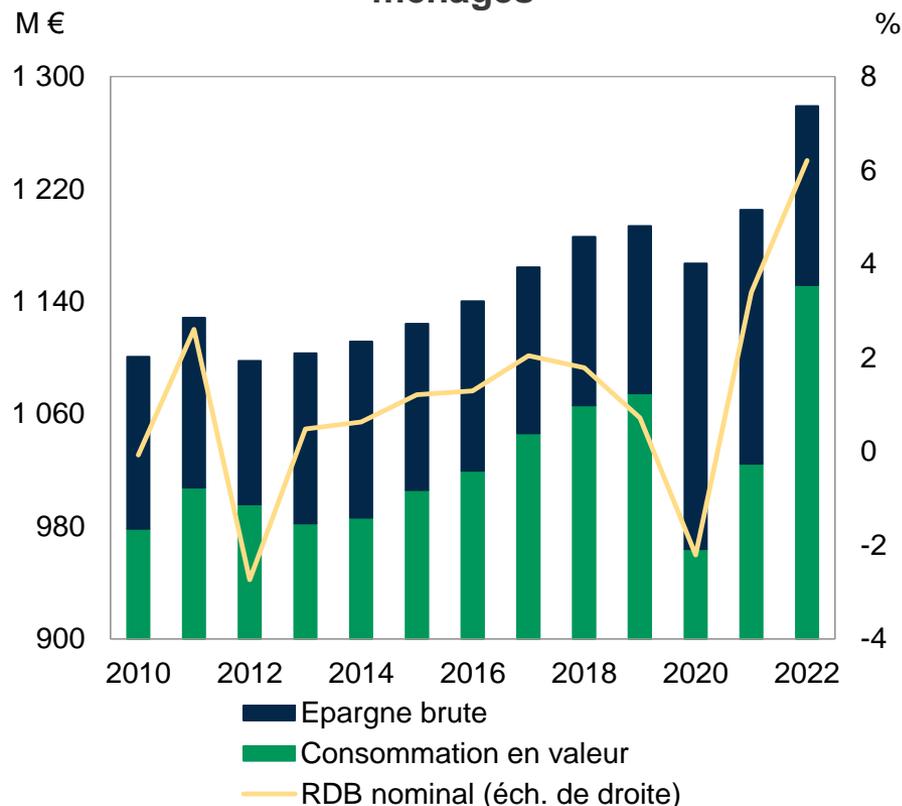
## QUAND LE POUVOIR D'ACHAT S'ÉRODE

Face à un environnement de prix soutenus, le pouvoir d'achat des ménages s'est dégradé en 2022. Si le pic d'inflation a été atteint et que l'inflation ralentit en ce début d'année, le niveau des prix reste particulièrement élevé. La consommation devrait reculer pour le deuxième trimestre consécutif sous l'effet du recul du revenu disponible réel, de la baisse de l'épargne mobilisable et des taux d'intérêt élevés bridant le recours à l'emprunt.

L'année 2022 a été marquée par une accélération du revenu disponible brut nominal de 6%, une croissance largement supérieure à sa moyenne historique. Cette dernière a notamment été tirée par la hausse des salaires qui progressent de 7,1%. Les revenus entrepreneuriaux et du patrimoine continuent de croître (+5,4%) et les prestations sociales se redressent (+2,8%), contribuant positivement à la croissance du revenu disponible. Exprimé en termes réels, le revenu disponible enregistre toutefois un recul de 1,1%, après avoir rebondi de 1,8% en 2021. Cette contraction s'explique par l'augmentation du niveau des prix à la consommation qui a été beaucoup plus rapide que celle du revenu nominal. En effet, le taux d'inflation atteint 8,7% à fin 2022 (contre 1,8% à fin 2021) et concerne notamment l'alimentation et l'énergie.

Sur l'année, les dépenses de consommation finale des ménages ont nettement accéléré (+12,4%). Elles représentent 90,3% du revenu disponible brut, une hausse de 5 points de pourcentage (pp) par rapport à l'année précédente mais un niveau semblable à celui observé au cours des années d'avant-pandémie. En effet, l'année 2020 s'est caractérisée par une accumulation significative de l'épargne (83 Mds€). L'épargne des ménages a atteint des niveaux historiques (17,4%). La reprise de l'économie en 2021 s'est accompagnée par un rebond de la consommation et un léger recul de l'épargne (-23 Mds€). En 2022, les ménages ont continué de réduire significativement leur épargne (-53 Mds€) sous l'effet : i/ d'une normalisation du comportement des ménages après la pandémie ; et ii/ de la contraction du pouvoir d'achat qui les contraint à recourir davantage à l'épargne pour maintenir leur consommation. La part du revenu en 2022 consacrée à l'épargne a, par conséquent, nettement diminué à 10%, une baisse de 5 pp par rapport à 2021. Ce taux se rapproche de sa moyenne historique.

## Utilisation du revenu disponible brut des ménages

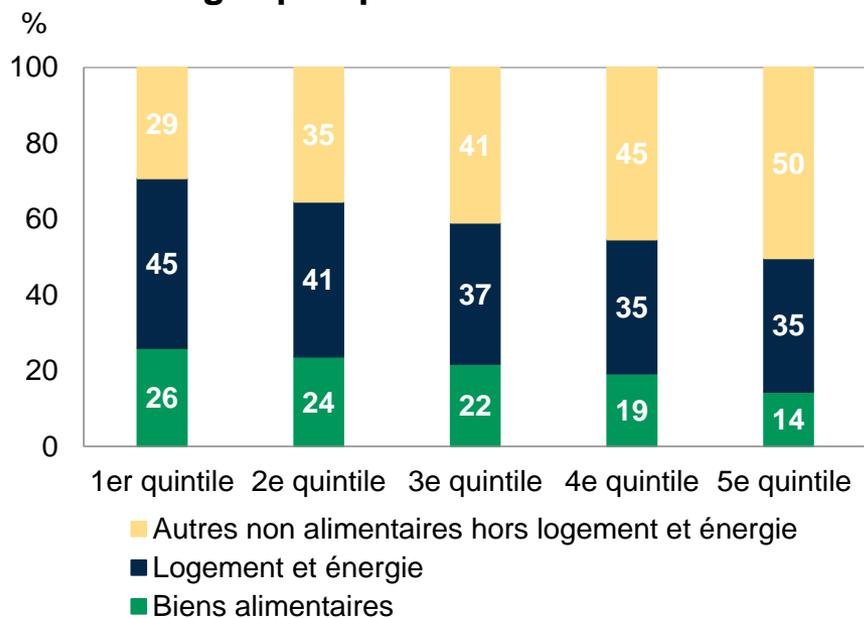


Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## QUAND LE POUVOIR D'ACHAT S'ÉRODE

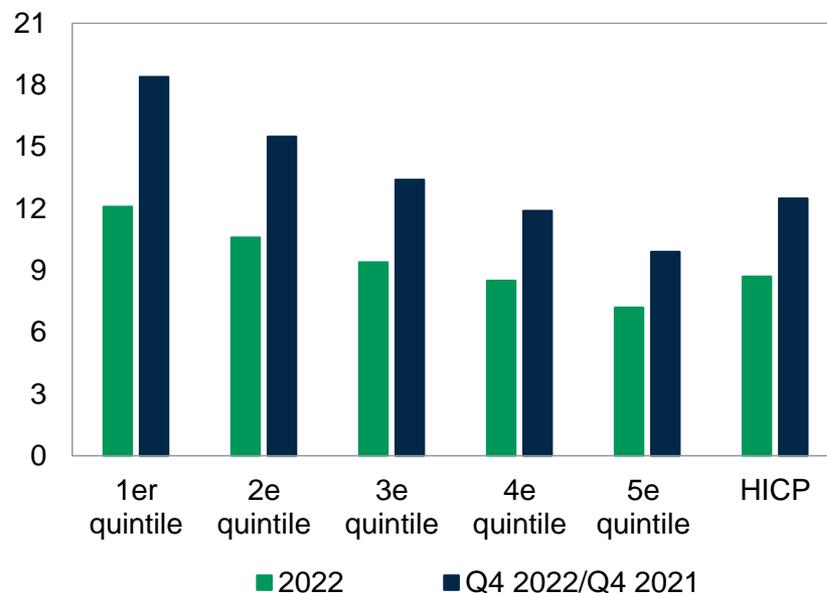
### Part des dépenses moyennes mensuelles des ménages par quintile de revenu en 2021



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

D'après la dernière enquête disponible sur le budget des ménages (*Household Business Survey*), les dépenses en « logements et énergie » et en « alimentation » s'élevaient respectivement à 45% et 26% du total des dépenses mensuelles des 20% des ménages les plus modestes en 2021. Ces mêmes dépenses ne représentaient que 35% et 14% pour le dernier quintile de la distribution. Afin de tenir compte de cette composition budgétaire, l'ISTAT fournit un indice de prix à la consommation pour chaque quintile. En 2022, le taux d'inflation satellite est ainsi décroissant avec le revenu. Alors qu'il s'élève à 7,2% pour le

### Taux d'inflation par quintile de revenu



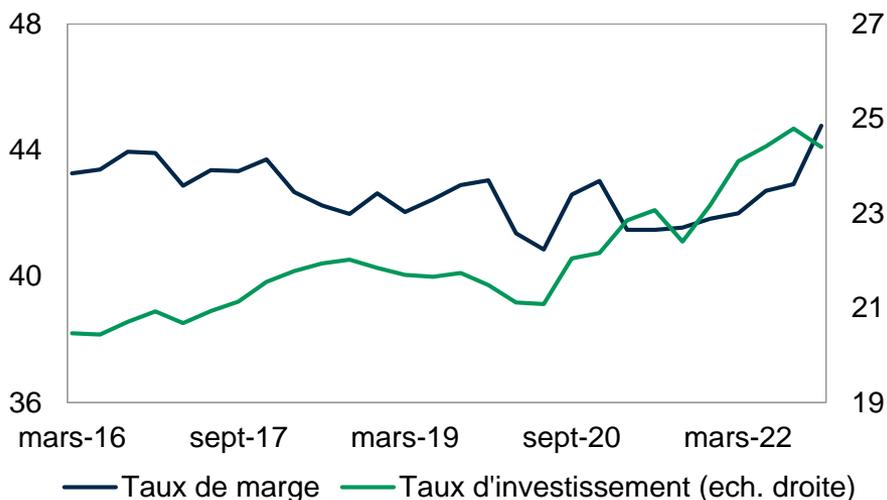
Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

dernier quintile, il atteint 12,1% pour les ménages du premier quintile. Par ailleurs, les ménages les plus modestes sont également ceux dont la propension à épargner est la plus faible. Selon l'étude sur le revenu et la richesse des ménages publiée en juillet dernier par la Banque d'Italie, seul 12,5% des ménages du premier quintile ont pu épargner une partie de leurs revenus en 2020, contre 74,2% pour les 20% des ménages les plus aisés. Les ménages devraient ainsi être confrontés à davantage d'arbitrage en termes de consommation et continuer de réduire leur niveau ce trimestre.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## VERS UN RALENTISSEMENT DE L'INVESTISSEMENT ?

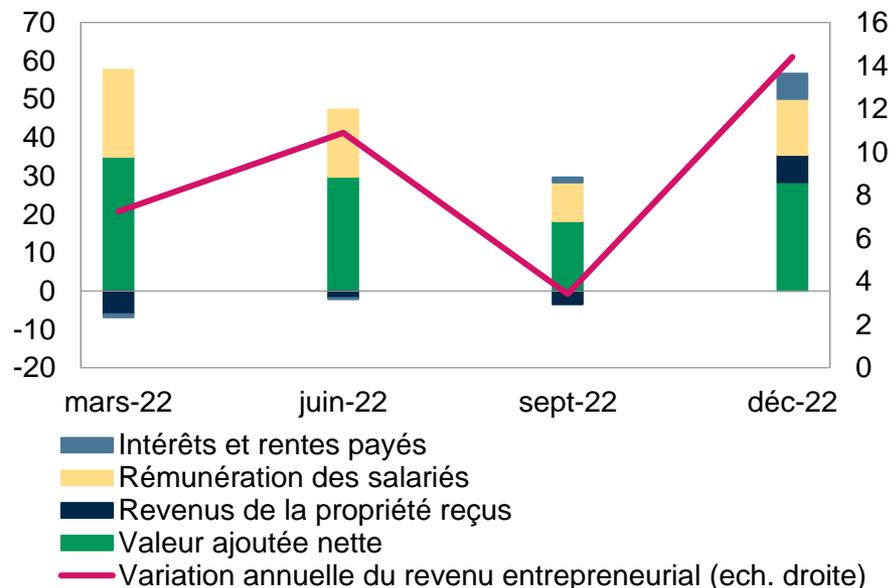
### Principaux indicateurs financiers des SNF



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

En 2022, la valeur ajoutée brute des sociétés non financières (SNF) a continué de progresser (+9,0%) mais à un rythme moins soutenu qu'en 2021 (+10%). La rémunération des salariés décélère également sur un an (+8,1%) alors qu'elle progressait de 10,4% l'année dernière. Ces évolutions combinées se répercutent sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) qui accélère à 12,8% sur un an. Le taux de marge des entreprises atteint un plus haut niveau depuis 2018, à 43,1% (+1,5 pp sur un an). Sur l'année, les entreprises ont maintenu à la hausse le versement de dividende (+6,8% sur un an) alors que l'épargne affiche un sérieux ralentissement (+4,8%), après avoir rebondi en 2021 (+21,1%).

### Contributions à la croissance du revenu entrepreneurial



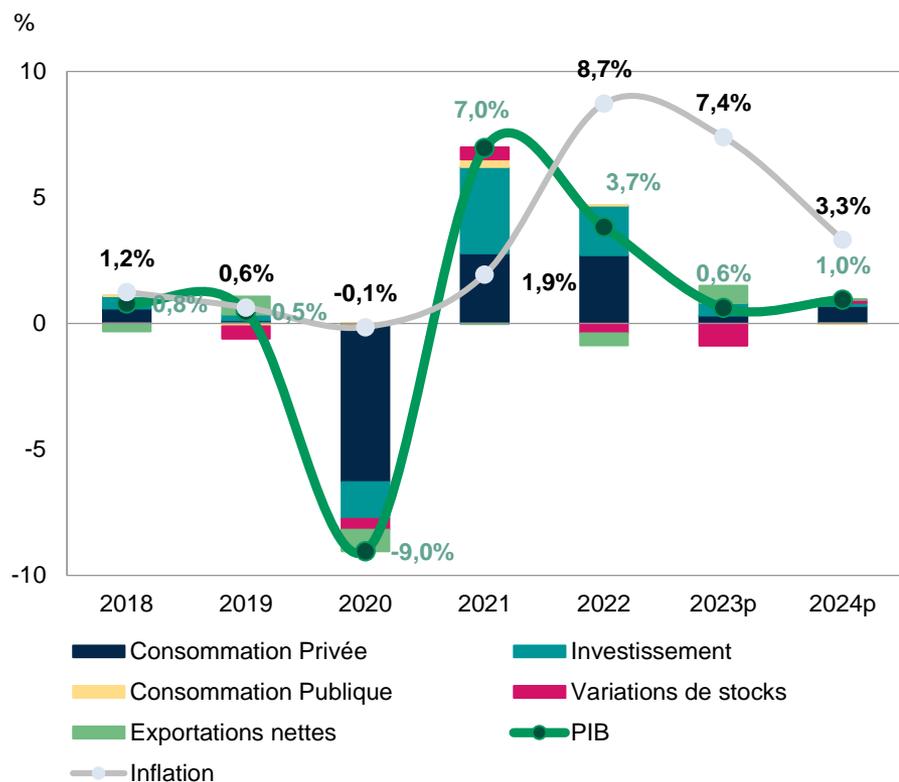
Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

Le taux d'épargne diminue à 23,9% (-1,1 pp par rapport à 2021), un niveau qui reste toutefois largement supérieur à celui d'avant pandémie. L'investissement des entreprises a continué de progresser en 2022, enregistrant une croissance de 16,5%. Le taux d'investissement s'établit à 24,4%, en hausse de 1,6 pp par rapport à 2021. Sous l'effet d'une progression soutenue de l'investissement et d'un ralentissement de l'épargne, le taux d'autofinancement se contracte nettement. Il s'établit à 97,7%, le plus bas niveau depuis 2015.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## UN PREMIER TRIMESTRE ENCORE SOUS LE COUP DE L'INFLATION

### Prévisions de croissance



Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

Même si la croissance trimestrielle semble plus mesurée depuis le troisième trimestre 2022, les comptes nationaux continuent de montrer des variations à fortes amplitudes, encore bien loin de leur comportement historique. La volatilité qui a caractérisé 2022 devrait progressivement s'atténuer à mesure que les effets de la reprise post-Covid se dissiperaient, permettant une normalisation des rythmes de croissance des composantes de la demande en 2023.

Au premier trimestre, l'activité restera plombée par des pressions inflationnistes encore persistantes, bien qu'en baisse par rapport au pic du T4 2022. Elle devrait continuer à pénaliser la consommation qui devrait demeurer en territoire négatif, enregistrant cependant un repli plus modéré que celui du trimestre précédent. Le ralentissement de l'inflation devrait favoriser dès le deuxième trimestre une reprise progressive de la consommation. Elle restera néanmoins modérée en raison du différentiel entre hausse des salaires et inflation, encore défavorable au pouvoir d'achat.

L'investissement, pilier de la croissance en 2022, devrait ralentir fortement à partir du premier trimestre 2023 et se replier au cours du deuxième semestre, pénalisé par l'effet cumulé des retraites, des subventions à la construction et du resserrement des conditions de financement. Des importations toujours en berne au premier trimestre devraient permettre une contribution positive du commerce extérieur, mais la reprise ponctuelle des importations, tirée par le remplissage des stocks énergétiques, devrait inverser la tendance à partir du deuxième trimestre.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## UN PREMIER TRIMESTRE ENCORE SOUS LE COUP DE L'INFLATION

Italie	%	2022	2023	2024	2023				2024			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB		3,8	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	-0,1	0,2	0,3	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Inflation		8,7	<b>7,4</b>	<b>3,3</b>	9,9	9,0	7,6	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>
Consommation privée		4,6	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	-0,3	0,2	0,4	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
Investissement		9,7	<b>2,4</b>	<b>0,6</b>	0,6	0,3	-0,4	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Variation des stocks*		-0,4	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	-0,1	0,1	0,1	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Exportations nettes*		-0,5	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	0,1	-0,1	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Taux de chômage		8,1	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	7,9	8,1	8,2	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>
Solde public (% PIB)		-8,0	<b>-5,0</b>	<b>-3,7</b>								

\*Contribution à la croissance du PIB

Sources : Istat, Crédit Agricole SA / ECO

Pour conclure, la croissance devrait rester légèrement négative au premier trimestre 2023 pour se redresser modérément à partir du deuxième trimestre. La reprise de la consommation au deuxième semestre, favorisée par une baisse plus rapide du niveau d'inflation, ne compensera que partiellement le ralentissement de l'investissement. Cela devrait se traduire par une croissance trimestrielle qui, bien que positive, restera modérée. Sur l'année, la prévision de croissance de 0,6% est légèrement supérieure à l'acquis

laissé à 2023, tandis que la prévision de l'inflation est estimée à 7,6%. La reprise de l'activité resterait modérée en 2024 à 1%. La baisse de l'inflation à 3% sur l'année devrait favoriser une reprise de la consommation, mais les impacts encore présents de la politique monétaire devraient pénaliser l'investissement, limitant les perspectives de reprise.

# SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Dernières évolutions conjoncturelles
- 3 La trame de notre scénario
- 4 | Focus : finances publiques

# FOCUS : FINANCES PUBLIQUES

## UN PROGRAMME DE STABILITÉ RESPONSABLE

Dans un contexte où le gouvernement de Giorgia Meloni est surveillé de près, le document économique et financier (DEF) nous éclaire davantage sur la trajectoire des finances publiques italiennes présentée au semestre européen. Les données encourageantes du premier trimestre ont d'abord été l'occasion de revoir les chiffres de croissance avec une prévision de 0,6% en septembre 2022 à 1% pour l'année 2023. La trajectoire de croissance des années suivantes a cependant été revue à la baisse, passant de 1,8% à 1,5% en 2024 et de 1,5% à 1,3% en 2025.

Les meilleures perspectives de croissance permettent en outre au gouvernement de confirmer l'objectif de déficit public contenu dans la loi de finances à 4,5%, soit une baisse de 3,5 points par rapport à 2022. Pour rappel, le déficit public en 2022 était initialement estimé à 5,7% au lieu de 8%. Cependant, une nouvelle règle de comptabilisation des crédits d'impôt introduite par Eurostat en début d'année impose aux autorités d'intégrer les montants alloués au Superbonus et à l'Eco-bonus au moment de leur réalisation, c'est-à-dire entre 2020 et 2022, soit 2,8 milliards d'euros en 2020,

37 milliards en 2021 et 50 milliards en 2022. Il en résulte un creusement du déficit public de 0,2% en 2020, de 1,8 point de pourcentage en 2021 (soit -9%) et de 3 points en 2022.

Le retrait progressif des mesures de soutien contre l'inflation permettrait en outre de réévaluer le besoin de financement de l'État pour 2023 et 2024 à 4,4% du PIB et 3,5% du PIB, dégagant ainsi des marges de manœuvre budgétaire supplémentaires de 3 milliards pour 2023 et 4 milliards pour 2024. Elles devraient être allouées à des mesures de soutien direct au revenu des ménages, via la baisse des cotisations de Sécurité sociale à la charge des salariés à faibles revenus. À noter que le rapport prévoit également une réduction progressive du besoin de financement pour les années suivantes, avec -3% en 2025 et -2,5% en 2026, soit en dessous de l'objectif de 3%.

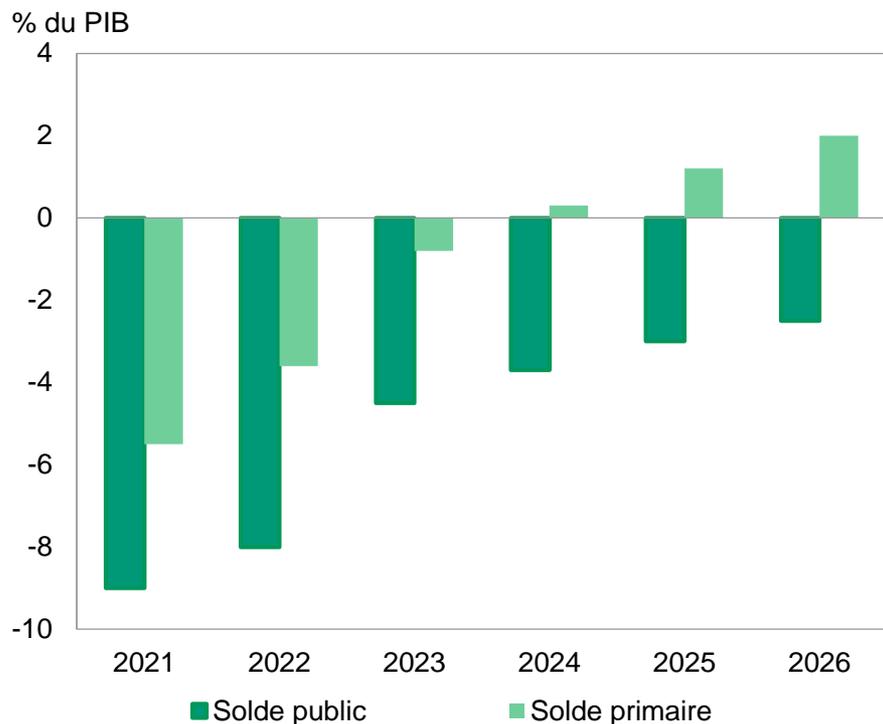
La baisse du déficit public s'accompagnera d'une amélioration du solde primaire à partir de 2024. Celui-ci devrait passer d'un déficit de -0,8% du PIB en 2023 (après un déficit de -3,6% du PIB en 2022) à un excédent de 0,3% en 2024, 1,2% en 2025 et 2% en

2026. Cependant, la hausse des taux devrait avoir un effet négatif sur les dépenses d'intérêt à moyen terme. Le MEF estime ces dépenses à 3,7% en 2023, mais elles devraient augmenter pour les trois années suivantes, atteignant 4,1% du PIB en 2024, 4,2% en 2025 et 4,5% en 2026. Le ratio dette/PIB devrait continuer de baisser, bien que le rythme soit plus lent que celui observé au cours des deux dernières années (avec une baisse de 10 points de pourcentage par rapport à 2020), et passer de 144,4% en 2022 à 140,4% en 2026.

# FOCUS : FINANCES PUBLIQUES

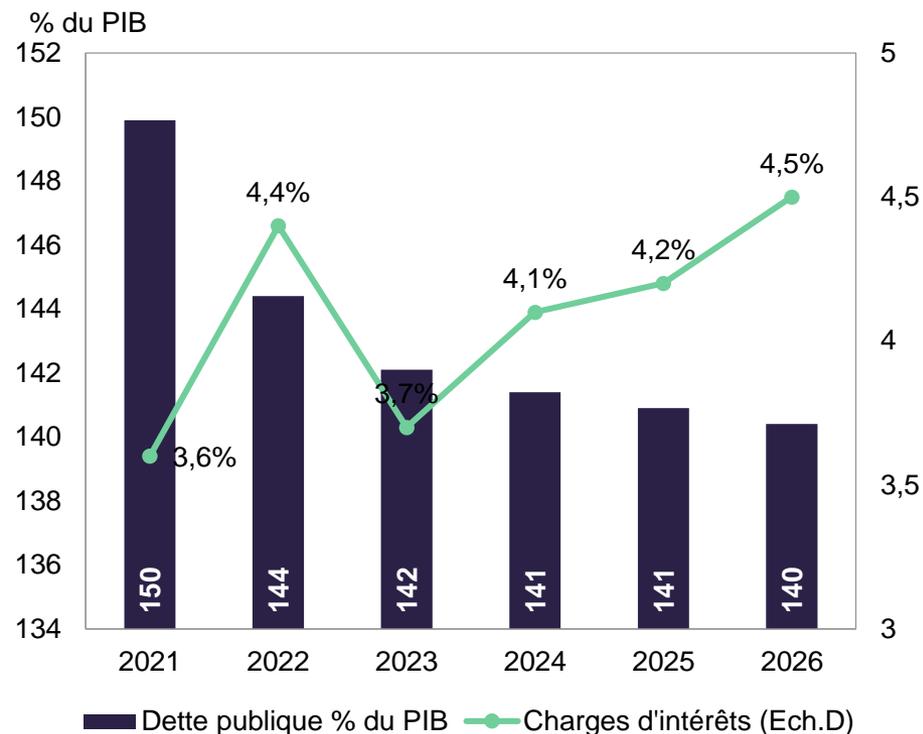
## UN PROGRAMME DE STABILITÉ RESPONSABLE

### Objectifs de soldes publics



Sources : MEF, Crédit Agricole SA / ECO

### Dettes publiques et charges d'intérêts



Sources : MEF, Crédit Agricole SA / ECO

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
26/04/2023	<a href="#">Chine – Les paradoxes de la reprise chinoise</a>	Chine
26/04/2023	<a href="#">Italie – Le bon élève mais pauvre, une consolidation qui ne dit pas son nom</a>	Italie
25/04/2023	<a href="#">Amérique latine – Un peu de prévision, un peu de prospective</a>	Amérique latine
24/04/2023	<a href="#">Espagne – Scénario 2023-2024 : le retour de la croissance molle</a>	Espagne
21/04/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
21/04/2023	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2023-2024 : la récession évitée, l'inflation persiste</a>	Royaume-Uni
20/04/2023	<a href="#">Inde – Derrière le "moment indien", le domino géopolitique</a>	Asie
20/04/2023	<a href="#">Inde – Derrière le "moment indien", le paradoxe économique</a>	Asie
20/04/2023	<a href="#">Immobilier non résidentiel en France – À cause de la hausse des taux d'intérêt, les valeurs vénales ont globalement baissé en 2022 et devraient continuer à baisser en 2023</a>	Sectoriel
20/04/2023	<a href="#">L'Asie concentre toujours les espoirs de la croissance mondiale future</a>	Asie
19/04/2023	<a href="#">Allemagne – Scénario 2023-2024 : le chemin sinueux de la reprise</a>	Zone euro
18/04/2023	<a href="#">Zone euro – Scénario 2023-2024 : un mélange insolite de puissants facteurs de soutien et de freinage</a>	Zone euro
17/04/2023	<a href="#">Émirats arabes unis – Un environnement favorable pour engager des réformes structurantes</a>	Moyen-Orient
14/04/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
13/04/2023	<a href="#">Italie : compte d'agent au T4-2022, la consommation des ménages faiblit et les marges des entreprises se maintiennent</a>	Italie
13/04/2023	<a href="#">Fragmentation du commerce mondial – Tentations et évaluations</a>	Monde
12/04/2023	<a href="#">France – Scénario 2023-2024 : l'activité plie mais ne rompt pas</a>	France
07/04/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
07/04/2023	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un ralentissement "baroque"</a>	Monde
06/04/2023	<a href="#">La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand</a>	Asie
05/04/2023	<a href="#">Fintech Outlook T1 2023 – Muscler son jeu !</a>	Fintech
04/04/2023	<a href="#">Zone euro – L'inflation sans surprise à la baisse en mars</a>	Zone euro
03/04/2023	<a href="#">France – Recul anticipé de l'inflation en mars</a>	France
31/03/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
30/03/2023	<a href="#">Le spectre de la crise politique plane de nouveau en Thaïlande</a>	Asie
30/03/2023	<a href="#">Afrique du Sud – Une fin d'année peu réjouissante</a>	Afrique
29/03/2023	<a href="#">Slovénie – Entre résilience et fragilisation</a>	Europe centrale & orientale
28/03/2023	<a href="#">Parole de banques centrales – BOE : la fin du resserrement ?</a>	Royaume-Uni, BOE
28/03/2023	<a href="#">Italie – Lancement du chantier de la réforme fiscale</a>	Italie

Sofia TOZY

+33 1 43 23 23 37 📞

sofia.tozy@credit-agricole-sa.fr



Clara BULTEAU

+33 1 57 72 29 99 📞

clara.bulbeau@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 – Paola Monperrus-Veroni

**Documentation :** Dominique Petit - **Statistiques :** Data Lab

**Secrétariat de rédaction :** Véronique Champion

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.