

# Perspectives

N°18/146 – 5 juillet 2018

## ITALIE : Conjoncture

### Un contexte encore porteur au T1 2018

- La croissance de l'économie italienne ne ralentit que peu au T1 2018 dans un contexte de décélération marquée du cycle européen. Cet environnement pèse sur la contribution de la demande extérieure, mais la demande domestique reste solide.
- La consommation des ménages continue de s'appuyer sur des créations d'emplois dynamiques et sur une baisse du taux de chômage, mais la remontée de l'inflation érode le pouvoir d'achat et oblige les ménages à ajuster à la baisse leur taux d'épargne. Profitabilité en hausse et perspectives d'investissement optimistes devraient soutenir le cycle d'investissement des entreprises après le repli du T1 2018, qui suit un rebond marqué fin 2017.
- Les élections locales partielles confirment la remontée de la Ligue et la perte de vitesse du M5S, mais aussi la résilience de Forza Italia dans le sud du pays.
- Pour les banques domestiques, l'arrivée au pouvoir du gouvernement antisystème vient perturber un contexte plus porteur fondé sur la poursuite de l'amélioration de la qualité des actifs et de meilleures performances au T1 2018. Le redressement de la rentabilité en 2017 avait auparavant déjà rompu avec une année 2016 difficile.
- Au-delà de la réaction négative des marchés, qui détériore les conditions du financement du système bancaire, le gouvernement lui réserve un programme de réformes chargé. Les mesures à surveiller en particulier sont celles pouvant toucher à la valorisation des créances douteuses ou à la modernisation structurelle en cours. Parmi les premières mesures qu'il pourrait prendre, le gouvernement pourrait indemniser en intégralité les épargnants restés floués par les *burden sharings* de 2015 et 2017, *a priori* en mobilisant certains comptes dormants.

Paola Monperrus-Veroni

01 43 23 67 55

[paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr](mailto:paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr)

Ticiano Brunello

01 43 23 07 69

[ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr](mailto:ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr)

Delphine Cavalier

01 43 23 32 56

[delphine.cavalier@credit-agricole-sa.fr](mailto:delphine.cavalier@credit-agricole-sa.fr)

## Résilience de l'économie dans un environnement externe moins favorable

La croissance de l'économie italienne se maintient au premier trimestre de l'année. Elle enregistre un rythme de 0,3% sur le trimestre, en léger ralentissement par rapport au dernier trimestre 2017 (0,4%). Sur un an, elle atteint 1,4% et laisse un acquis de croissance de 0,8% pour l'année en cours. L'environnement international pouvait laisser craindre une plus mauvaise performance. En effet, le coup de frein des autres grandes économies de la zone a été plus marqué. Le ralentissement du cycle manufacturier mondial et l'euro fort ont bien eu un impact négatif plus important sur les exportations (-2,1%, sur le trimestre) que sur les importations (-0,9%, sur le trimestre) entraînant ainsi une contribution négative de la demande extérieure à la croissance. La consommation privée a progressé de 0,3% (portée par les biens semi-durables) et contribue toujours positivement à la croissance. La variation des stocks a eu une contribution exceptionnellement forte (de 0,7% au premier trimestre).

En revanche, l'investissement s'est replié de 1,4% au T1, après trois trimestres de croissance très soutenue. Nous pensons qu'il s'agit là d'une pause et maintenons notre conviction sur la solidité du cycle d'investissement. Cette conviction se fonde sur la bonne santé des entreprises. Si la valeur ajoutée au T1 2018 est stable, la progression de l'excédent brut d'exploitation accélère (à 0,5% sur le trimestre), avec pour résultat une légère amélioration du taux de marge à 41,6%. En dépit de sa légère dégradation, le taux d'investissement (21,3%, contre 22% au T4 2017) reste haut retrouvant son niveau de 2011. Le nombre de défaillances a retrouvé sa moyenne des années pré-crise, le taux d'endettement poursuit sa baisse entamée fin 2013 et le taux d'autofinancement se maintient à un niveau élevé malgré le redressement passé de l'investissement. Les dernières enquêtes menées par la Banque d'Italie sur les stratégies d'investissement signalent qu'un nombre de plus en plus important d'entreprises ont investi plus que prévu en 2017 et qu'un nombre croissant d'entre elles investira dans l'élargissement de sa capacité productive au cours des trois prochaines années.

Après cinq mois de repli, le climat des affaires s'est stabilisé au mois de juin, mais continue de signaler un affaiblissement de la demande adressée au secteur manufacturier, notamment en provenance de l'étranger. En amélioration en revanche, la confiance dans les services, dans le commerce au détail et auprès des consommateurs, cette dernière retrouvant le niveau élevé de fin 2017. La dynamique positive du marché du travail continue de soutenir la confiance. Après une forte réduction en 2017, grâce à une hausse des créations d'emplois de 0,5% et à la stabilité de la population active, le taux de chômage s'est stabilisé au premier trimestre 2018. Sa décrue a ensuite repris pour atteindre 10,7% au mois de juin, un niveau inconnu depuis 2012. Depuis le début

de l'année, le nombre d'emplois a augmenté de 0,7% à 23,2 millions tandis que la population active progressait de 0,6%, ce qui explique la stabilisation du taux de chômage au T1. Le nombre d'heures travaillées est en hausse mais n'a pas retrouvé le niveau d'avant la crise et le chômage partiel a été presque entièrement résorbé. Malgré le rebond des créations d'emplois, le repli du salaire par tête (notamment dans l'industrie) a induit un ralentissement du revenu disponible. Son pouvoir d'achat a été amputé par la remontée de l'inflation et seule la baisse du taux d'épargne a permis de maintenir la hausse des dépenses des ménages. L'à-coup sur les salaires n'est que temporaire et devrait permettre un redressement du revenu disponible au cours des prochains trimestres. En revanche, même si elle sera temporaire, la remontée de l'inflation se poursuivra jusqu'à la fin de l'année et le maintien du rythme de consommation actuel devra compter sur une érosion supplémentaire du taux d'épargne. La baisse du taux d'épargne n'a que peu affecté la croissance de l'investissement des ménages (2,4% sur un an après un T4 très dynamique à 3,3%).

## Politique : la progression de la Ligue confirmée par les élections locales

Le premier tour des élections municipales du 10 juin avait montré une dynamique très positive du centre-droit, un maintien du Parti démocrate et un recul du M5S. La Ligue a été moins performante que lors des dernières législatives, mais a progressé par rapport aux municipales de 2013, à la fois à l'intérieur de la coalition de centre-droit et dans les territoires. Forza Italia se maintient dans le sud où la Ligue n'arrive pas à percer. Le M5S ressort comme le vrai perdant de ses élections puisqu'il n'est en ballottage dans aucune des grandes villes et en baisse dans le nord et dans le sud. Il ne capitalise pas sur le résultat des législatives et souffre de sa faible implantation locale. Le deuxième tour a donné lieu à un raz-de-marée en faveur de la Ligue. Le ballottage a révélé les préférences des électeurs du M5S qui, à 75%, ont reporté leur vote sur un candidat de centre-droit. L'alliance de gouvernement profite donc à la Ligue qui s'impose comme un allié senior dans le gouvernement, mais aussi au sein de la coalition de centre-droit. Dans le panorama actuel, le centre-droit gouverne 43 des 112 grandes villes (contre 29 après les élections locales de 2013) et le centre-gauche en administre 46 (contre 76 en 2013). Le M5S est toujours aussi peu présent au niveau local avec 6 grandes villes (2 en 2013) et les listes civiques progressent dans la gestion locale avec 17 grandes villes. Ce résultat a une signification importante : tant que la victoire de la Ligue reste circonscrite au nord du pays, la coalition avec Forza Italia reste nécessaire. A noter aussi que la frustration du M5S face à l'hégémonie de la Ligue qui a, *de facto*, pris le leadership du gouvernement ne tardera pas à se manifester pour ramener l'action politique plus près de ses priorités.

## Le secteur bancaire teste sa capacité de résistance

Le premier anniversaire de l'intervention de l'État au chevet de Monte Paschi (MPS), Popolare di Vicenza (BPVi), et Veneto Banca (VB) trouve un secteur bancaire résolument engagé dans sa restructuration et qui en recueille les premiers fruits. Les banques italiennes ont publié de meilleurs résultats qu'attendu pour le T1 2018, après un exercice 2017 qui amorçait déjà le redressement de leur rentabilité. Sur les trois premiers mois de l'année, le résultat net agrégé des huit principaux établissements<sup>1</sup> s'est élevé à 2,9 Mds€, en hausse de 60% sur un an (RoA à 0,54%, RoE à 7,8%), le résultat brut d'exploitation et le résultat avant impôt progressant tous deux nettement. Les commissions ont soutenu les revenus, de même que les marges d'intérêts, en léger redressement grâce à une meilleure dynamique commerciale et malgré des taux toujours au plancher. La baisse du coût du risque grâce au passage à IFRS 9 ne doit pas masquer la poursuite du renforcement des provisions, de pair avec une réelle amélioration de la qualité des actifs au bilan des banques significatives. Leur ratio net de créances douteuses est descendu de 9,4% à 7,3% en un an en mars 2018. Pour l'ensemble du secteur, ce ratio recule de 9,5% à 7,5%. Cette baisse est soutenable, mais les petites banques n'y participent pas encore et doivent redoubler d'efforts.

L'arrivée au pouvoir d'un gouvernement antisystème vient perturber ce contexte plus porteur, non seulement à cause des réactions de marché face aux craintes de détérioration du risque souverain, qui altèrent les conditions de levée de dette des banques et pèsent sur la valorisation de leurs portefeuilles d'actifs souverains, mais aussi en raison d'un programme de réformes bancaires chargé. Les projets visant à durcir les conditions de recouvrement de crédits ou à geler la réforme des banques populaires et des banques de crédit coopératif retiennent particulièrement l'attention, car elles sont susceptibles de gripper l'amélioration de la qualité du crédit et de remettre en cause la réorganisation en cours du paysage bancaire.

La diminution des stocks de créances douteuses (NPL) pourrait s'enrayer de deux manières : par une ré-augmentation de la génération de *sofferenze* sous l'effet d'un fort ralentissement de l'économie – hypothèse exclue en scénario central – ou en raison de conditions moins favorables aux cessions et titrisations de NPL. Les mesures projetées joueraient sur ce second point, le gouvernement entendant supprimer toute norme permettant aux banques d'agir envers leurs clients sans autorisation de justice préalable, donc à rebours des efforts entrepris depuis 2016 pour raccourcir les temps de procédure moyens déjà longs (5 à 7 ans). La valorisation des NPL<sup>2</sup> s'en ressentirait. La mesure doit toutefois encore spécifier la clientèle visée. Le risque est limité si elle ne s'applique qu'aux particuliers, mais plus substantiel si elle

s'étend aux crédits aux entreprises, au cœur de la multiplication des cessions de NPL. De plus, l'accès à la GACS (garantie d'État dont les banques peuvent assortir les tranches senior de leurs NPL titrisés), qui montre une certaine efficacité dans ces opérations, devient moins assuré. Outre le fait que ce mécanisme, dont le coût est calculé à partir d'un panier de CDS, peut pâtir des tensions sur le taux souverain, le gouvernement n'est pas certain de vouloir en demander le renouvellement auprès de la Commission européenne, pourtant favorable à son prolongement.

Sur un plan plus structurel, le gouvernement envisage de geler la réforme des grandes banques populaires (conversion en sociétés par actions par abandon du système 1 sociétaire = 1 voix pour les *Popolari* de plus de 8 Mds€ d'euros d'actifs) et de celle des banques de crédit coopératif (près de 300 BCC devant s'agréger sous trois *holdings*, Iccrea, Cassa Centrale Banca et les caisses Raffeisen). Ce projet se fonde sur la crainte que ces remaniements profonds de l'actionariat et de la gouvernance des petites banques ne pénalisent l'octroi de crédit à l'économie locale. Le gel serait aussi une réponse aux autorités européennes qui, en matière de réduction des risques bancaires, ignorent ceux que font peser, selon lui, les petites banques allemandes. Le gouvernement dénonce aussi la faible part du secteur bancaire domestique qui resterait sous supervision nationale (13%), quand elle resterait de 44% en Allemagne.

Si la transformation des *Popolari* avait été mal accueillie par le milieu (deux d'entre elles, Sondrio et Bari, ne se sont pas encore converties), avec quatre ans de recul ses bénéfices sont pourtant visibles, même s'il a fallu en passer par les convulsions de 2016-2017. La réforme a ainsi rapidement fait éclater les difficultés de Banca Etruria, mise en résolution fin 2015, de BPVi et VB, liquidées en 2017, ou de CreVal qui s'est recapitalisée récemment. La réforme a néanmoins profité à Banco Popolare et Banca Popolare di Milano, fusionnées en 2016 en Banco BPM, ainsi qu'à UBI et BPER. Les BCC, en revanche, ont toujours été ouvertes à la réforme et sont opposées à sa remise en question, alors qu'un moratoire de dix-huit mois serait en discussion. Ces réformes sont essentielles à la modernisation d'un secteur encore extrêmement fragmenté, avec environ 550 établissements, et à la rentabilité fragile, dans un pays où le ratio des actifs bancaires rapportés au PIB est le plus faible parmi les quatre grands pays de la zone euro, derrière la France, l'Allemagne et l'Espagne. Les changements sont censés apporter une gestion plus transparente, un meilleur accès aux marchés de financement, et plus généralement une plus grande adéquation avec le régime de résolution. Un gel de ces évolutions constituerait donc un nouvel obstacle à la concentration du secteur. La BCE et la Banque d'Italie pourraient se saisir de la situation.

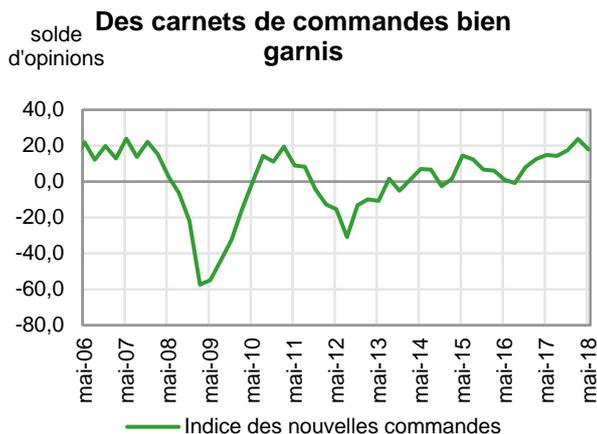
*Achévé de rédiger le 21 juin 2018*

<sup>1</sup> Cf. échantillon et tableau résumé page 5.

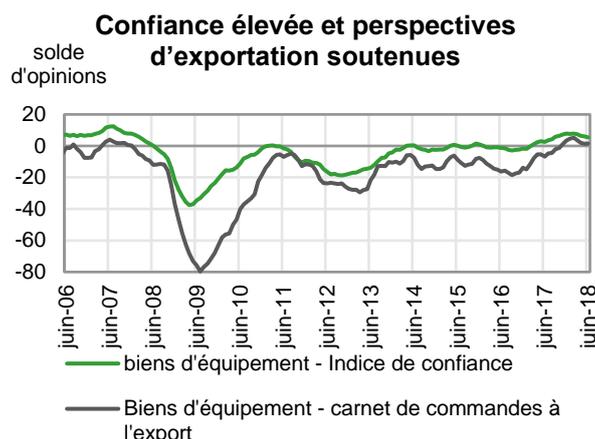
<sup>2</sup> Peut se définir comme la valeur actualisée de leur valeur nette de bilan (i.e. après provisions) qui prend en compte le nombre

d'années nécessaire pour recouvrer le collatéral et un taux de rendement intégrant les coûts de financement.

## Italie : panorama conjoncturel au 22 juin 2018



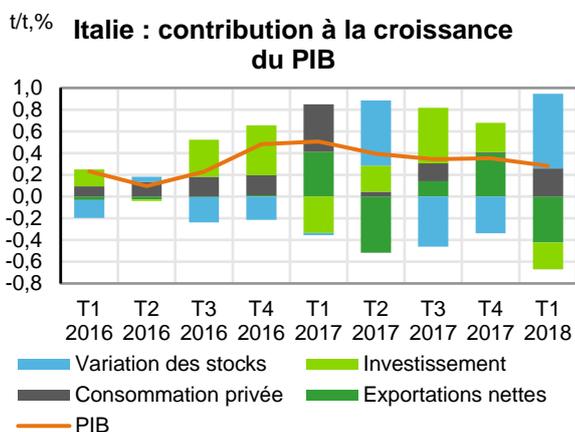
Source : ESI, Crédit Agricole S.A.



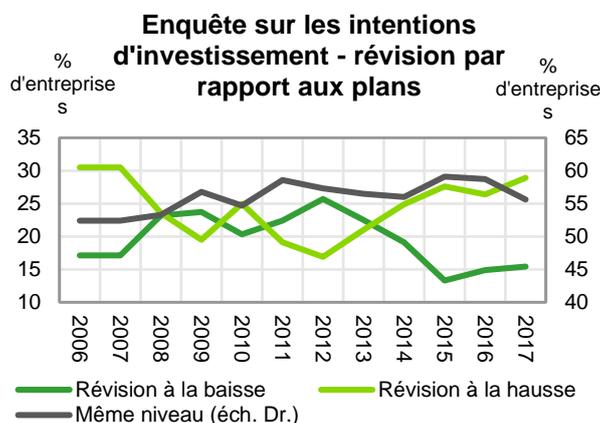
Source : ESI, Crédit Agricole S.A.

Les enquêtes continuent de signaler des commandes en expansion.

L'indice de confiance et les commandes à l'export signalent des bonnes perspectives pour l'investissement.



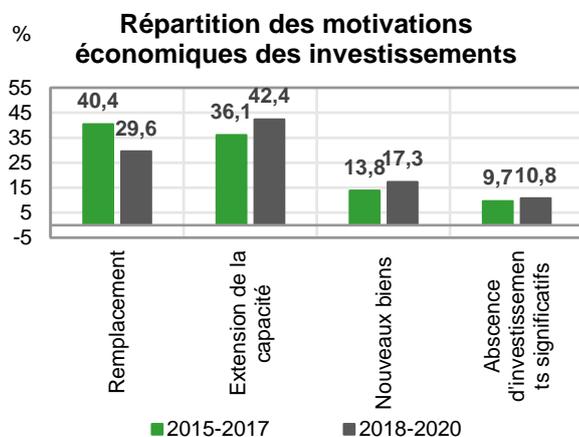
Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.



Source : Crédit Agricole S.A.

Au T1 2018, la consommation des ménages reste dynamique, mais l'investissement est en repli.

En 2017, 25% des sociétés ont investi plus que prévu et 60% ont investi le montant initialement anticipé.



Sources : Banque d'Italie, Crédit Agricole S.A.



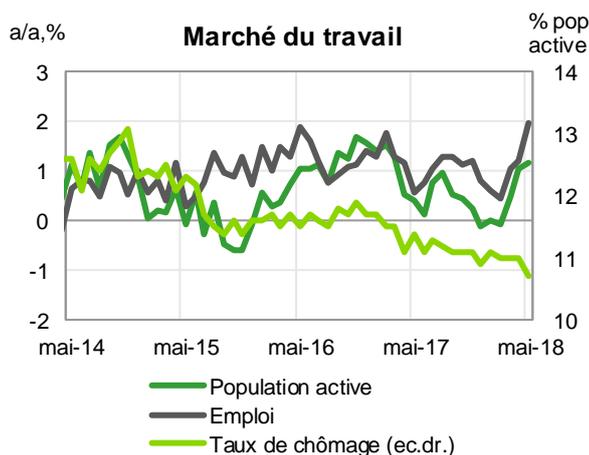
Moyenne annuelle (a/a, %)

Italie	2018	2019	2020	2021
PIB	1,4	1,2	1,0	0,9
Consommation privée	0,9	0,9	0,8	0,7
Investissement	4,1	5,2	3,8	3,2
Variation des stocks*	0,3	-0,1	0,1	0,0
Exportations nettes*	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Taux de chômage	10,9	10,5	10,4	10,3
Inflation	1,0	1,1	1,4	1,0
Solde public (% PIB)	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5

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

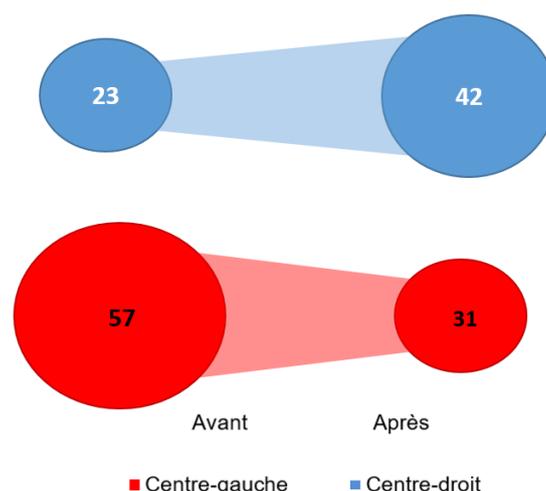
Les entreprises investiront plus dans l'élargissement des capacités productives et dans la production de nouveaux biens et services.

Nous avons révisé légèrement à la baisse nos prévisions de croissance, de 1,6% à 1,4% pour l'année en cours.



Sources: Istat, Crédit Agricole S.A.

### Qui gouverne les grandes communes



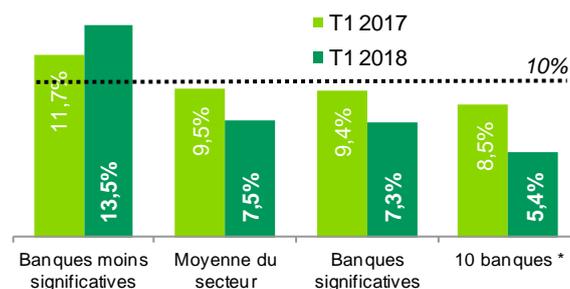
Forte reprise des créations d'emplois en 2018 et baisse du taux de chômage sur fond d'une offre de main-d'œuvre croissante. Bascule gauche-droite lors des dernières élections locales partielles.

### Compte de résultat agrégé résumé - 8 banques\*

Mds €	2016	2017	17T1	17T4	18T1
<b>Produit net bancaire</b>	<b>51,6</b>	<b>52,3</b>	<b>12,9</b>	<b>13,2</b>	<b>14,0</b>
Produits nets d'intérêts	25,2	25,0	6,2	6,3	6,4
Commissions nettes	19,4	20,8	5,0	5,5	5,5
Gains/pertes nets de trading	4,6	4,3	1,0	1,1	1,2
<b>Frais généraux</b>	<b>32,2</b>	<b>31,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>
<b>Résultat brut d'exploitation</b>	<b>19,4</b>	<b>21,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>
Coût du risque	26,1	15,1	2,4	4,2	1,7
Ratio du coût du risque (bp)	216	123	76	212	68
<b>Résultat net</b>	<b>-14,5</b>	<b>10,6</b>	<b>1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>

\* Intesa, Unicredit, Banco BPM, MPS, UBI, BPER, Carige, Credem

### Ratios nets de crédits non performants (sofferenze, défauts probables, impayés à +90jrs)

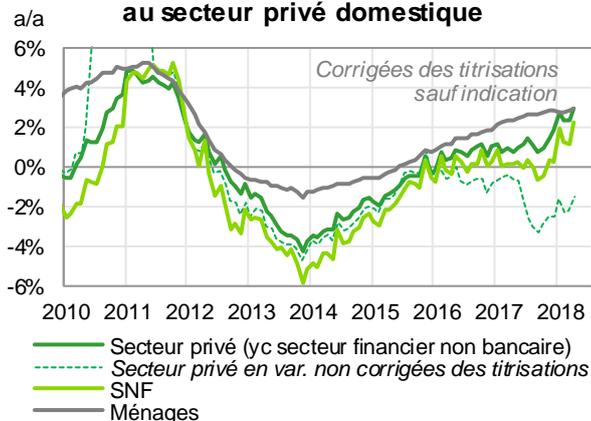


\* Intesa, Unicredit, Banco BPM, MPS, UBI, BPER, Carige, Credem, Pop. Sondrio, CreVal

Au T1, les bons résultats se sont appuyés sur un léger raffermissement des marges et la baisse du coût du risque. Aux T2 et T3, l'évolution des commissions est en risque.

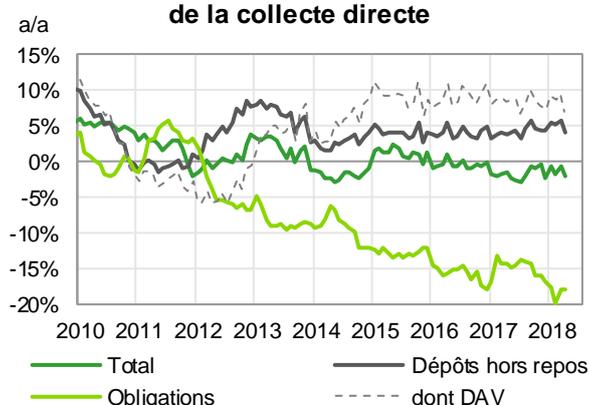
Qualité du crédit : le secteur avance dans l'assainissement de son bilan, avec une marge de progression encore significative du côté des petites banques.

### Variations des encours de crédit au secteur privé domestique



Source: Banque d'Italie, Crédit Agricole S.A./ECO

### Variations d'encours de la collecte directe



Sources: Banque d'Italie, Crédit Agricole S.A./ECO

En avril (et aussi en mai d'après l'ABI), la croissance de l'encours de crédit se renforce grâce à l'accélération des engagements envers les entreprises. Le crédit aux ménages reste robuste.

Non corrigé des titrisations, le crédit décroît encore fortement, justifiant la stabilité de la collecte directe, dans laquelle les dépôts continuent de se substituer aux obligations détenues par la clientèle de détail.

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
29/06/2018	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
26/06/2018	<a href="#">France - Compétitivité et parts de marché</a>	France
22/06/2018	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
14/06/2018	<a href="#">France – Travail temporaire : tendances à mi-juin 2018</a>	France, sectoriel
30/05/2018	<a href="#">Le Baromètre de l'e-commerce en France</a>	France, Sectoriel
29/05/2018	<a href="#">France – Établissements de santé : tendances à fin mai 2018</a>	France, sectoriel
24/05/2018	<a href="#">France – Travail temporaire : tendances à mi-mai 2018</a>	France, sectoriel
07/05/2018	<a href="#">France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2018-2019</a>	France, Immobilier
30/04/2018	<a href="#">Europe – Commerce extérieur – Guerre commerciale : le prix à payer</a>	Europe
30/04/2018	<a href="#">France - Scénario 2018-2019 : Une croissance solide en 2018-2019, malgré des difficultés...</a>	France
19/04/2018	<a href="#">Royaume-Uni – Scénario 2018-2019 : perspectives au T1-2018</a>	Royaume-Uni
18/04/2018	<a href="#">France – Programme de stabilité 2018</a>	France
18/04/2018	<a href="#">Allemagne – Scénario 2018-2019 : perspectives au T1-2018</a>	Allemagne
11/04/2018	<a href="#">France – Établissements de santé : tendances à mi-avril 2018</a>	France, sectoriel
09/04/2018	<a href="#">France – Travail temporaire : tendances à mi-avril 2018</a>	France, sectoriel
04/04/2018	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2018-2019 : en termes de croissance, le mieux peut se révéler...</a>	Monde
04/04/2018	<a href="#">Allemagne – Marché immobilier : s'approche-t-on du retournement du cycle ?</a>	Allemagne
03/04/2018	<a href="#">Infographie - Le baromètre des Médias en France</a>	Sectoriel
30/03/2018	<a href="#">France : situation des PME</a>	France
28/03/2018	<a href="#">Royaume-Uni – Brexit : des avancées significatives, mais le plus dur reste à faire</a>	Royaume-Uni
22/03/2018	<a href="#">Le Baromètre de l'e-Commerce en France</a>	France, sectoriel
22/03/2018	<a href="#">Italie – Conjoncture : la croissance et l'amélioration dans le secteur bancaire contiennent le risque politique</a>	Italie, Macro et banques
09/03/2018	<a href="#">Italie – le grand puzzle post-électoral : premières réactions</a>	Italie
01/03/2018	<a href="#">Italie – Enjeux politiques : Le risque n'est pas toujours où l'on croit</a>	Italie

### 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](mailto: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.*