

Perspectives

N°18/075 – 22 mars 2018

ITALIE : Conjoncture

La croissance et l'amélioration dans le secteur bancaire contiennent le risque politique

- La croissance de l'économie italienne s'est confirmée au T4 2017. Le PIB a progressé de 0,3% sur le trimestre. Les contributions les plus importantes sont venues de la demande extérieure et de l'investissement. Les créations d'emplois sont restées dynamiques sur la période. En 2017, les finances publiques ont enregistré une amélioration supérieure aux attentes, avec un déficit à 1,9% du PIB et une première baisse du ratio de dette/PIB à 131,5%.
- Ces solides fondamentaux cycliques devraient permettre à l'économie de résister à toute éventuelle baisse de la confiance liée à l'incertitude du scénario politique.
- Sur le plan politique, nous parions sur une préférence pour la stabilité aboutissant à une coalition de centre-droit avec le soutien du Parti démocrate.
- Le budget 2019, qui sera la première échéance du nouveau gouvernement, est déjà contraint par une trajectoire budgétaire pluriannuelle négociée avec la Commission et peu compatible avec les promesses électorales. C'est sur ce terrain, ainsi que sur celui du maintien des réformes structurelles du gouvernement sortant, que la fiabilité du nouveau pouvoir sera jugée par les partenaires européens, les agences de notation et les investisseurs.
- Pour les banques, les retombées des développements politiques sont nulles jusqu'à présent, dans l'attente d'évolutions plus concrètes. Le spread BTP-Bund est à surveiller, quoique la BCE pourrait contribuer à contenir d'éventuelles poussées de volatilité. Les banques ont toutefois intrinsèquement réduit leur vulnérabilité au sentiment des marchés grâce au traitement volontariste du problème de la qualité des actifs.
- La nouvelle donne politique, encore à définir, nous paraît même un facteur supplémentaire de soutien à la restructuration du secteur bancaire, meilleure parade pour absorber les chocs de marché. Les nouvelles normes européennes récemment annoncées en faveur du renforcement du provisionnement des crédits à risque appuient le caractère irréversible de leur assainissement. Les risques de restriction de crédit à l'économie liés aux dernières mesures nous semblent modérés.

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

Delphine Cavalier
01 43 23 32 56
delphine.cavalier@credit-agricole-sa.fr

Résistance du cycle macroéconomique

Dans un contexte international de léger ralentissement de la croissance aux États-Unis et en Europe au quatrième trimestre 2017, l'économie italienne a poursuivi sa progression. Le PIB a crû de 0,3% sur le trimestre et de 1,6% sur un an, toujours porté par l'investissement et la demande extérieure. Même si l'on a observé un léger ralentissement de la demande agrégée par rapport à un troisième trimestre très porteur, les indicateurs avancés connus jusqu'en février nous permettent de confirmer notre scénario favorable pour 2018. Sur la base d'un acquis de 0,5% pour 2018 au T4 2017, nous prévoyons une croissance de 1,6% en 2018 et de 1,4% en 2019. La demande intérieure comme extérieure a contribué à la croissance au dernier trimestre pour respectivement 0,4 et 0,3 point. Le déstockage des entreprises a continué de peser négativement sur la croissance (-0,4 point) mais moins qu'au trimestre précédent, ce qui suggère une reconstitution prochaine des stocks. L'évolution de la consommation des ménages est restée favorable (+0,1% sur le trimestre, +1,2% sur un an).

Sans disposer encore du détail du compte des ménages, la hausse du revenu disponible réel au troisième trimestre a soutenu la croissance de la consommation et de l'épargne. Conjuguée aux taux d'intérêt bas, la hausse du revenu alimente un cycle soutenu de consommation de biens durables. Le taux de chômage est resté stable au quatrième trimestre (-0,1 point), le nombre de chômeurs ayant poursuivi sa décline (-1,9% sur le trimestre) alors qu'a diminué la population active (-0,6%).

L'investissement a continué sa reprise, ce qui profite à toute l'économie. Bien qu'ayant ralenti par rapport à un troisième trimestre très soutenu, sa croissance est restée robuste (+1,7% sur le trimestre, +4,3% sur un an), portée par les biens d'équipement de transport (+8,2% sur le trimestre) et, dans une moindre mesure, des machines et équipements (+2%). Malgré le tassement du taux de marge au troisième trimestre, la capacité de financement des entreprises s'est encore améliorée pour atteindre 1,7% du PIB. En février 2018, les enquêtes auprès des entreprises ont signalé la poursuite de l'expansion de l'activité manufacturière *via* la hausse des commandes. La contribution de la demande extérieure a été importante au dernier trimestre, liée au dynamisme des exportations (+2% sur le trimestre) face au ralentissement des importations (+1%).

Politique : du risque à la réalité

Les élections ont produit le résultat anticipé : aucune majorité claire ne s'est dégagée. Plus inattendue a été l'ampleur du recul des forces modérées, qui ne sont plus majoritaires. Toute nouvelle coalition au gouvernement devra donc compter au moins sur l'une des forces antisystèmes ou extrêmes. Trois coalitions sont envisageables sur le papier, même si une très large coalition soutenue par l'ensemble des partis et guidée par une figure institutionnelle ou « technique » (une sorte de gouvernement du président) est aussi encore possible : le M5S avec le centre-gauche et la gauche radicale ; le M5S avec la Ligue et la droite extrême (Fratelli d'Italia) ;

le centre-droit avec le PD. Cette dernière combinaison a la faveur des marchés, qui depuis les élections ont fait preuve d'une certaine complaisance à travers une prime de risque sur le souverain italien stable à 135 points de base. Bien sûr, la présence de la BCE sur les marchés de la dette souveraine, avec le réinvestissement annoncé des titres à son bilan arrivés à échéance (bien au-delà de la fin des achats nets que nous prévoyons pour décembre 2018) rassure. Toutefois, les agences de notation sont elles aussi dans l'expectative.

Ce n'est pas tant la coalition qui sera formée qui aura un impact sur la notation que son programme, et notamment son engagement à maintenir un biais budgétaire prudent en accord avec les règles européennes et à ne pas revenir sur les réformes structurelles, dont celle des retraites. Dans l'immédiat, le gouvernement Gentiloni, en place jusqu'à l'élection des présidents des deux Chambres, devra définir le prochain cadre pluriannuel des finances publiques, qui se basera sur l'évolution tendancielle des soldes publics. Il reviendra au prochain gouvernement de le modifier en fonction de son programme budgétaire dès septembre.

Pour l'heure, le gouvernement Gentiloni doit répondre aux exigences de la Commission européenne de réduire le déficit d'environ 0,2 point du PIB afin de respecter le rythme de baisse du déficit structurel requis par le Pacte de stabilité pour 2017. Le montant de cet ajustement est limité en soi (3 Mds €) mais son vote prévu au Parlement pourrait devenir problématique dans le contexte post-électoral. Le gouvernement pourrait tenter d'éviter l'ajustement en invoquant les baisses non anticipées du déficit en 2017 (de 2,5% du PIB en 2016 à 1,9% en 2017, contre 2,1% prévu) et du ratio dette/PIB (de 132% en 2016 à 131,5% en 2017). À partir de septembre se jouera en revanche la vraie partie entre l'Italie et la Commission car un ajustement supplémentaire de 0,2 point de PIB est en principe requis pour 2018 en complément des mesures du budget 2018. À défaut, l'Italie ne respecterait pas le volet préventif du PSC, l'exposant ainsi à l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif.

Le véritable enjeu réside cependant dans le cadre de programmation budgétaire à moyen terme, puisque si la trajectoire budgétaire n'est pas corrigée pour 0,7 point de PIB par rapport à son évolution tendancielle, une hausse automatique du montant équivalent (12 Mds €) des impôts indirects (TVA) serait déclenchée par les clauses de sauvegarde. Depuis la mise en place de celles-ci, les gouvernements successifs ont toujours réussi à en stériliser les effets en jouant sur les dépenses ou les recettes. Les premières déclarations du M5S et de la Ligue prônent la poursuite de cette politique, bien qu'il soit encore malaisé de juger de la cohérence de cette promesse avec leurs ambitieuses promesses électorales de baisse de la fiscalité et de transferts. La question est de savoir si la stratégie de négociation coopérative perdurera, et si elle s'accompagnera d'un débat plus franc avec les institutions et les partenaires européens sur des questions souvent légitimes.

Face à un risque souverain encore incertain, les banques soignent leurs fondamentaux

En dépit de nombreuses questions encore en suspens sur la composition et la politique économique du prochain gouvernement, le secteur bancaire est davantage protégé que par le passé des possibles remous financiers qui leur sont liés. En l'état actuel, notre scénario de croissance qui demeure inchangé continue de réserver aux banques un environnement de reprise favorable. Alors que les réformes bancaires majeures lancées en 2015 commencent à porter leurs fruits pour le secteur, les principales interrogations résident dans la trajectoire des finances publiques. La détérioration de la perception de la soutenabilité de celles-ci peut affecter les banques *via* les fluctuations de la valorisation des titres d'État qu'elles détiennent, ou *via* le coût de financement ou de refinancement de leurs dettes de marché, qui se renchérit sous l'effet de tensions de la prime de risque souverain. Si le *spread* BTP-Bund, qui s'était modérément tendu avant les élections, a ensuite entièrement effacé sa hausse, nous n'excluons pas à terme un risque d'instabilité plus grand.

La variabilité de la valeur de marché des titres souverains classés en titres disponibles à la vente rejaille sur les fonds propres. L'exposition des banques italiennes au risque souverain domestique diminue depuis 2015, sous l'effet de ventes nettes, mais reste importante (332 Mds € fin décembre, soit 8,7% du bilan agrégé). Toutefois, les principales banques se couvrent au moins en partie de cette volatilité, et le niveau des fonds propres à travers le secteur offre une marge de sécurité avant de pouvoir être sérieusement menacé par des tensions du taux souverain. Par ailleurs, le risque de refinancement est modéré compte tenu de la part succincte que représente la dette bancaire obligataire dans les ressources totales (les émissions par les grandes banques relèvent surtout de la constitution des coussins de capitaux règlementaires). Traditionnellement faible du fait d'une large base de dépôts clientèle à coût quasi nul, cette part a encore reculé sous l'effet de la souscription massive des banques italiennes aux TLTRO2, que rien ne les obligera, en outre, à rembourser par anticipation à partir de juin prochain.

À moyen terme, au-delà de la fin du *quantitative easing*, l'éventuelle volatilité à la hausse du *spread* souverain pourra être jugulée, comme rappelé dans la section précédente, par le jeu des règles européennes en matière de discipline budgétaire. De surcroît, la BCE peut conserver en bilan pour un temps indéterminé les actifs souverains qu'elle a achetés depuis 2015. En novembre, la Banque d'Italie contrôlait 19% de la dette italienne contre 6% avant 2015, ce qui, cumulé avec la part de 18% (stable) détenue par les banques domestiques, est supérieur à ce qu'en détiennent les non-résidents (36% du marché contre 41% avant 2015). Le reste, entre les mains des entreprises et des ménages italiens, a fondu de 18% à 4%. Dans un scénario de

stress auquel nous n'accordons qu'une probabilité modérée, les banques pourraient apporter un soutien limité en temps et en amplitude à la dette souveraine, sans en redevenir pour autant massivement et durablement acheteuses.

Sur le plan fondamental, les banques ont objectivement réduit leur vulnérabilité au sentiment des marchés grâce aux progrès sensibles accomplis sur le terrain de la qualité des actifs, avant et surtout dans le sillage des sauvetages bancaires de l'été 2017. La publication des résultats du T4 a permis de juger du plus grand volontarisme de la part des banques à nettoyer leurs bilans, alors que le ratio brut de tous les crédits non performants (NPL) était encore élevé à 15,7% en septembre 2017 (contre 18% fin 2016). Largement anticipées, quoique moins sévères qu'attendu (en particulier, elles ne nécessitent pas de recapitalisations), les mesures annoncées par la Commission et la BCE à la mi-mars en faveur du renforcement du provisionnement prudentiel inscrivent définitivement la baisse du ratio et des encours de NPL dans la durée, dans un cadre comptable lui aussi plus strict (IFRS 9).

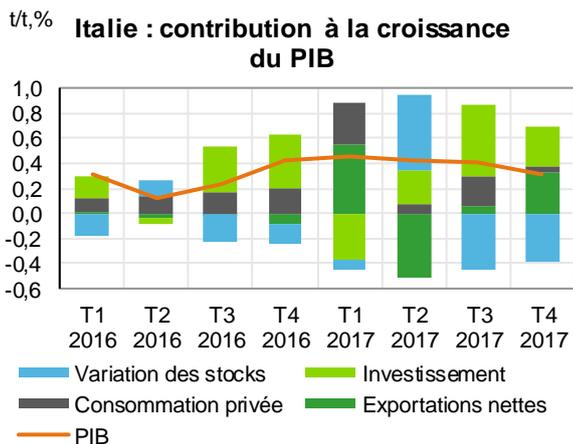
Pour l'essentiel, les différences entre les mesures de Pilier I de la Commission et celles, complémentaires, de Pilier II de la BCE tiennent à leur champ d'application (respectivement banques européennes vs banques significatives, soit quatorze banques italiennes ; nouveaux NPL issus uniquement de crédits émis à partir du 14 mars 2018 vs nouvelles *sofferenze* recensées à partir du 1^{er} avril 2018 quelle que soit la date d'origination du crédit), et au rythme de progression dans le temps du ratio de couverture requis en fonction de l'ancienneté du NPL et de la présence ou non d'une garantie. Si les mesures de la BCE sont effectives au 1^{er} avril, le Parlement et le Conseil européens doivent encore voter le paquet de la Commission avant la fin de la mandature actuelle (mars 2019). La directive devra ensuite être transcrit en droit national. Malgré ces délais côté Pilier I, nul doute que les banques européennes, avec des banques italiennes concernées au premier chef, ont déjà passé au crible leur politique d'octroi de crédit pour maîtriser leurs flux futurs de NPL dès à présent. Alors que la reprise suscite une amorce d'accélération de la croissance des encours de crédit à l'économie (+2,8% et +1,9% sur un an en janvier pour les ménages et les entreprises respectivement)¹, elle a déjà permis aux flux de NPL de dégonfler et de retrouver leur niveau d'avant 2012. Cette évolution ainsi que le niveau moyen des provisions déjà élevé devraient *a priori* limiter le risque pour l'économie d'un ajustement brutal des critères d'octroi de crédit, notamment sachant que le secteur compte de grandes banques dont la qualité des actifs est plus saine, et qui seraient à même de compenser la baisse des engagements de la part de banques plus exposées aux nouvelles règles de provisionnement, mais qui, ce faisant, perdraient des parts de marché.

Achevé de rédiger le 20 mars 2018

¹ En données corrigées des titrisations. Le crédit aux entreprises s'est certes timidement retourné à la hausse au T4, mais la forte accélération de 0,2% à 1,9% a/a entre décembre et janvier doit être relativisée. Outre un effet saisonnier déjà observé en janvier 2017, cette évolution

serait liée à la vérification en janvier par la BCE des objectifs de crédit aux PME auxquels étaient tenues les banques ayant souscrit aux TLTRO2. De l'atteinte de cet objectif dépend le taux d'intérêt que la BCE va leur appliquer (de 0% à -0,4%).

Italie : panorama conjoncturel trimestriel au 20 mars 2018



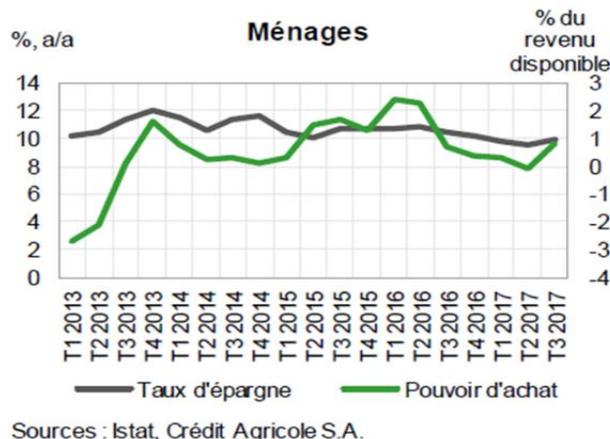
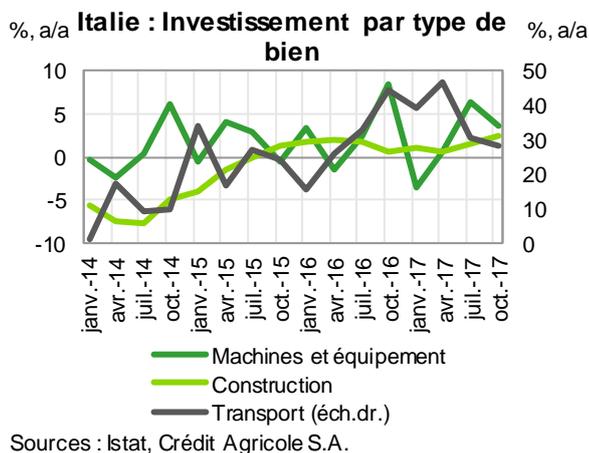
ECO
Etudes Economiques Groupe

Italie	Moyenne annuelle (a/a, %)			
	2016	2017	2018	2019
PIB	1,0	1,5	1,6	1,4
Consommation privée	1,4	1,3	1,0	1,0
Investissement	3,3	3,9	7,3	4,9
Variation des stocks*	-0,3	-0,1	-0,2	-0,0
Exportations nettes*	-0,3	0,2	-0,1	-0,2
Taux de chômage	11,7	11,3	10,9	10,5
Inflation	-0,0	0,0	1,4	1,0
Solde public (% PIB)	-2,5	-1,9	-1,6	-1,6

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

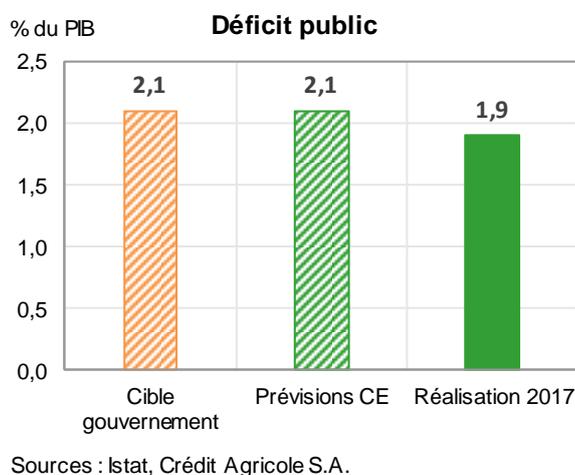
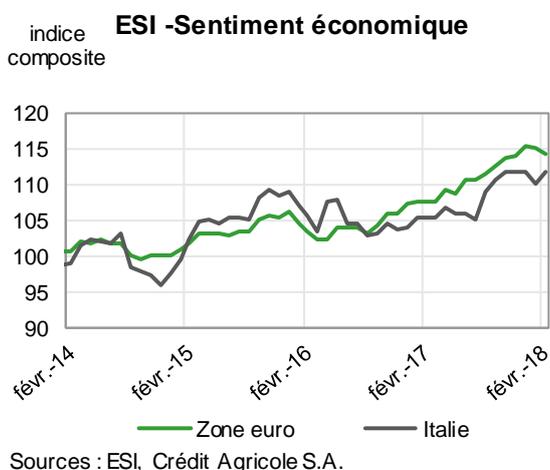
Après un T3 très dynamique, la croissance de l'investissement et des exportations a expliqué la croissance du PIB au T4.

La croissance au T4 a été plus faible que prévu en raison d'une croissance plus modérée de la consommation et de l'investissement.



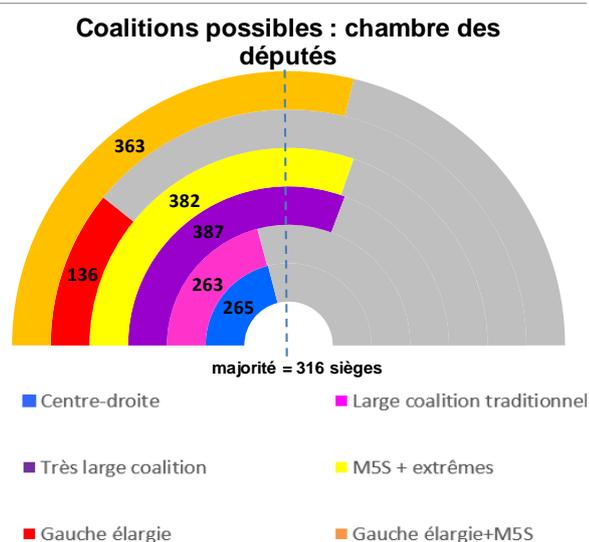
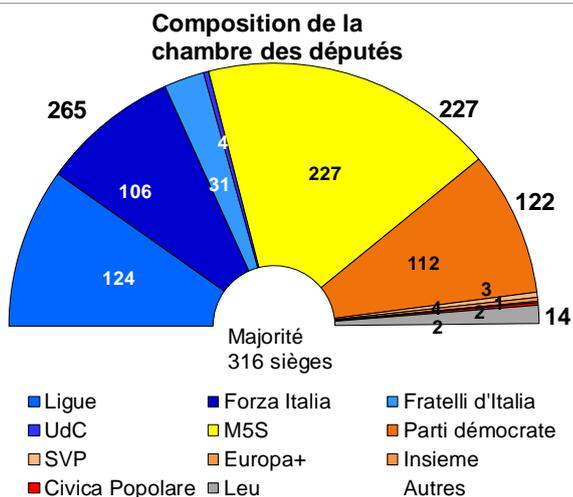
Au T4, l'investissement en équipements de transport a progressé de 8,2% sur le trimestre.

L'amélioration du pouvoir d'achat de ménages est restée favorable à la consommation.



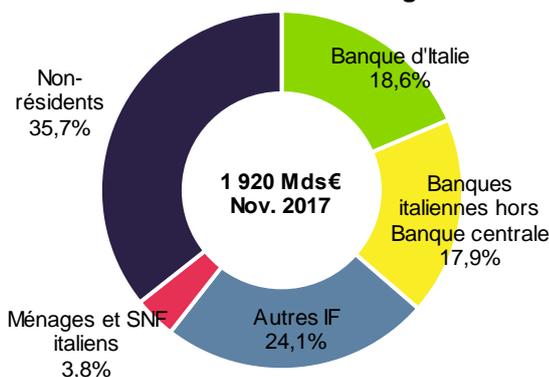
L'indicateur du climat économique de la Commission européenne affiche des perspectives d'expansion de l'activité.

La baisse du déficit en 2017 a été plus importante qu'anticipé.



Elections du 4 mars 2018 : aucune force politique ne gagne une majorité. Les partis modérés sont minoritaires. Parmi les trois coalitions possibles, la plus probable est celle du centre-droit avec le Parti démocrate.

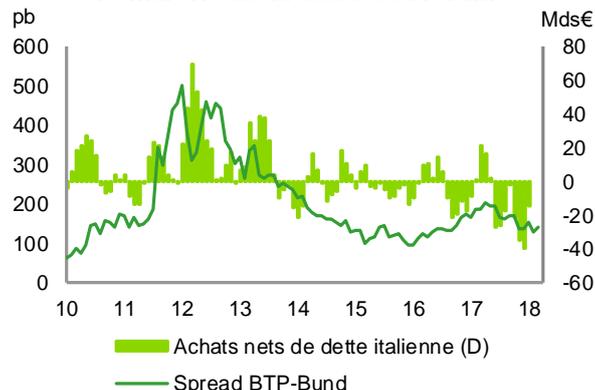
Détention de la dette publique italienne sous forme d'obligations



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

La Banque d'Italie et les banques domestiques contrôlent 37% de l'encours des obligations de l'État italien, de quoi peser dans l'évolution du *spread* souverain.

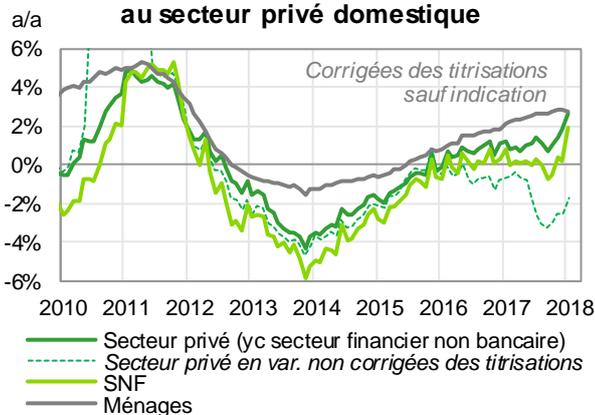
Présence des banques italiennes sur le marché de la dette souveraine



Sources : BCE, Datastream, Crédit Agricole S.A./ECO

Les banques italiennes ont vendu un record de 50 Mds€ de titres d'État en 2017 dans un marché calme, mais cette politique pourrait s'ajuster aux circonstances.

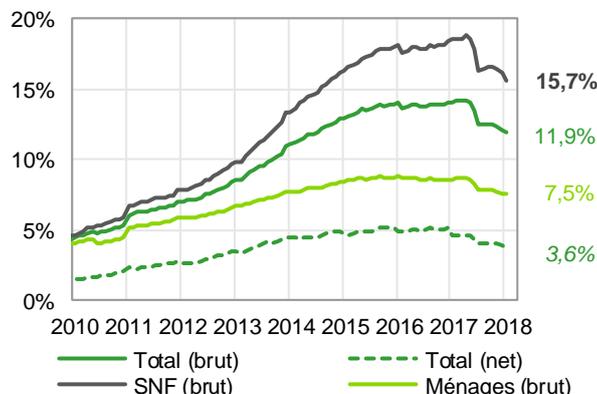
Variations des encours de crédit au secteur privé domestique



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

Le fait notable de janvier est l'accélération de la croissance du crédit aux entreprises, qui doit cependant être relativisée (cf. note p. 4) et sinon confirmée dans les prochains mois.

Sofferenze / Encours de crédit



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

Les ratios de *sofferenze* sont résolument sur une pente descendante, qui se renforcera sous l'effet de cessions facilitées par la hausse attendue des provisions.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
19/03/2018	<u>Europe – L'actualité de la semaine</u>	Europe
16/03/2018	<u>Pays émergents - L'actualité de la semaine</u>	Emergents
09/03/2018	<u>Italie – le grand puzzle post-électoral : premières réactions</u>	Italie
08/03/2018	<u>France – Travail temporaire : tendances à mi-mars 2018</u>	France, sectoriel
01/03/2018	<u>Italie – Enjeux politiques : Le risque n'est pas toujours où l'on croit</u>	Italie
15/02/2018	<u>Enjeux politiques – Populismes : le piège se referme en République tchèque</u>	République tchèque
14/02/2018	<u>France – Établissements de santé : tendances à mi-février 2018</u>	France, sectoriel
13/02/2018	<u>France – Transports routiers de marchandises : tendances à mi-février 2018</u>	France, sectoriel
02/02/2018	<u>France - Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2018-2019</u>	France, immobilier
23/01/2018	<u>Roumanie – Conjoncture : entre croissance et incertitudes</u>	Roumanie
19/01/2018	<u>Royaume-Uni - Scénario 2018-2019 : perspectives au T4-2017</u>	Royaume-Uni
19/01/2018	<u>Allemagne - Enjeux politiques</u>	Allemagne
18/01/2018	<u>Italie : Conjoncture : Un cercle vertueux à ne pas entraver</u>	Italie, éco et bancaire
15/01/2018	<u>France – Scénario 2018-2019 : perspectives au T4-2017</u>	France
15/01/2018	<u>Allemagne – Scénario 2017-2018 : perspectives au T4-2017</u>	Europe
20/12/2017	<u>Monde – Scénario macro-économique 2017-2018 : cruelle imagination</u>	Monde

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.