

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ; AMÉLIORATION DES FINANCES PUBLIQUES

Au 2^e trimestre, la baisse de 0,1% t/t du PIB italien met fin à sept trimestres consécutifs de croissance. L'investissement (+1% t/t) n'a pas suffi à compenser la baisse des exportations nettes, tandis que la production industrielle a ralenti (-1,1% a/a). Malgré cela, les dernières données d'enquête révèlent une amélioration de l'activité, des nouvelles commandes et de la confiance des entreprises. Le marché du travail reste solide : l'emploi s'est maintenu et le taux de chômage continue de baisser. L'inflation reste contenue (1,7%) et permet un rebond du pouvoir d'achat (+0,9% t/t). Les finances publiques se sont améliorées mais les pressions à venir sur les dépenses devraient s'intensifier.

L'INVESTISSEMENT NE COMPENSE PAS LA CONTRIBUTION NÉGATIVE DES EXPORTATIONS NETTES

Le PIB réel a baissé de 0,1% t/t au T2. Du côté de l'offre, cela s'explique par une valeur ajoutée moindre dans l'agriculture et l'industrie, ainsi que par une stagnation dans les services. Du côté de la demande, la croissance des composantes intérieures n'a pas compensé la baisse des exportations nettes. La consommation intérieure est restée stable tandis que la formation brute de capital fixe a augmenté de 1% t/t (les investissements en machines, équipements et armements ont crû de 2,1 %, ceux en matériel de transport de 2,5 %). Affectée par une demande étrangère en baisse, la production industrielle italienne continue de décliner. Au S1 2025, elle a chuté de 1,1% a/a (contre -1,7% en Allemagne, -0,3% en France et +0,3% en Espagne). Parmi les principaux secteurs, seule l'industrie alimentaire a enregistré une croissance positive.

Les dernières données qualitatives issues des enquêtes PMI et de l'Isat révèlent une amélioration de l'activité, des nouvelles commandes et de la confiance des entreprises, en particulier dans les services de transport et d'entreposage. L'augmentation des dépenses touristiques témoigne également d'une légère reprise dans ce secteur. La Banque d'Italie¹ a également souligné que, malgré les défis, l'industrie italienne avait connu un processus de restructuration significatif ces dernières années. Ainsi, la part des employés dans les moyennes et grandes entreprises a augmenté tout comme la diffusion et l'utilisation des technologies avancées. La rentabilité et la solidité financière des entreprises se sont également améliorées.

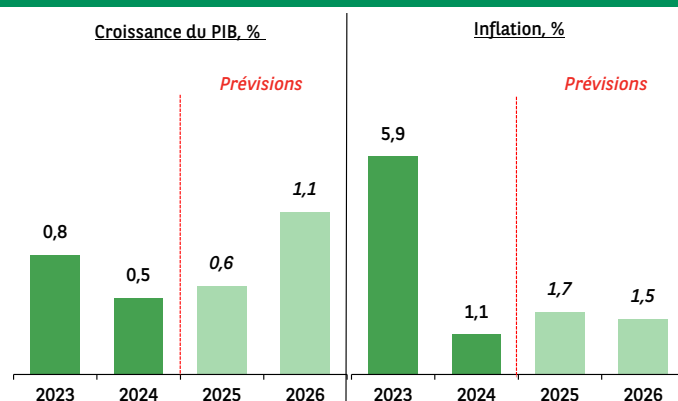
LES CONDITIONS RESTENT SOLIDES SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Les perspectives restent favorables sur le marché du travail italien. Après avoir augmenté au T1 (+0,5% t/t), le nombre de personnes en emploi est resté stable au T2 (24,169 millions de personnes) : l'augmentation du nombre de travailleurs indépendants (+74 000, soit +1,4% t/t) a compensé la diminution du nombre de salariés permanents (-21 000, soit -0,1% t/t) et de salariés à durée déterminée (-45 000, soit -1,7% t/t). Le taux d'emploi, le taux de chômage et le taux d'inactivité sont également stables par rapport au T1 2025, s'établissant respectivement à 62,7%, 6,3% et 33,0%. En comparaison avec la période pré-pandémique (T4 2019), l'Italie compte 1,12 million de personnes supplémentaires en emploi (contre +0,6 million en Allemagne, +1,8 million en France et +2,4 millions en Espagne). Cependant, le taux d'emploi reste faible par rapport à la moyenne de l'UE-27 (71,2% au T1). Dans ce scénario, la croissance de l'emploi, mesurée sur la base des postes à temps plein, dépasserait celle du PIB en 2025 et 2026. Le taux de chômage devrait continuer à baisser en 2025 et en 2026.

L'INFLATION CONTENUE ALIMENTE LE REBOND DU POUVOIR D'ACHAT

En août, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a enregistré une variation de +1,7% a/a (inchangé par rapport à juillet et inférieur à la moyenne de la zone euro). La déflation des prix de l'énergie

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

gie s'est accentuée (passant de -3,5% en juillet à -4,4% en août). Par ailleurs, les prix des denrées alimentaires ont légèrement augmenté (de 3,8% en juillet à 3,9% en août), principalement en raison de la hausse des prix des aliments non transformés (de 5,9% en juillet à 6,4% en août). L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 2,0 % depuis juin.

À l'exception de mars 2025, l'inflation d'ensemble est restée inférieure à 2% depuis octobre 2023. Cette tendance a entraîné une légère augmentation du pouvoir d'achat des ménages, qui s'est redressé au T1 2025 (dernières données disponibles : +0,9% t/t) après avoir chuté au trimestre précédent. Au cours des prochains mois, une inflation modérée est attendue, soutenue par la baisse des prix de l'énergie et une demande plus faible.

La consommation privée devrait croître à un rythme modéré mais stable (inférieur à 1% en 2025 et en 2026), soutenue par la croissance des salaires et de l'emploi. Elle serait néanmoins freinée par le climat d'incertitude qui devrait entraîner une augmentation de la propension à épargner. En effet, au T1 2025 (dernières données disponibles), le taux d'épargne des particuliers était estimé à 9,3% (+0,6 pp t/t).

LES FINANCES PUBLIQUES S'AMÉLIORENT PROGRESSIVEMENT

Les finances publiques italiennes se sont nettement renforcées au cours des quinze dernières années, grâce à l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques. En 2024, le déficit public a diminué de moitié par rapport à 2023 (3,4% du PIB contre 7,2%) et le pays a renoué avec un excédent primaire (0,4% du PIB) pour la première fois depuis 2019. Le ratio de la dette publique sur PIB n'a augmenté que modérément (135,3%).

Le FMI a récemment mis en lumière des résultats budgétaires de l'Italie meilleurs qu'attendu. Cette performance est principalement attribuée

¹ Banque d'Italie, Rapport annuel, Remarque finale du gouverneur, mai 2025.



à des dépenses publiques inférieures aux prévisions et à des recettes soutenues par la vigueur du marché du travail. Le document sur les finances publiques de 2025, publié en avril dernier, confirme la trajectoire budgétaire convenue avec la Commission européenne. Il prévoit un déficit de 3,3% du PIB en 2025 et de 2,8% en 2026 (respectant ainsi le plafond de 3% fixé par le pacte de stabilité et de croissance de l'UE). Bien que la dette publique italienne ait dépassé les EUR 3 000 mds en juin 2025, l'écart entre les obligations d'État italiennes et allemandes a continué à se réduire (83 pb contre 135 en moyenne en 2024) grâce à l'amélioration des mesures budgétaires et à la stabilité politique actuelle. En avril 2025, S&P a relevé la note souveraine de l'Italie pour la première fois depuis octobre 2017 (de BBB à BBB+) et maintenu une perspective « stable ». Peu après, en mai 2025, Moody's a laissé la note inchangée (Baa3) mais a révisé la perspective de « stable » à « positive ».

LE DÉCLIN DÉMOGRAPHIQUE MENACE LE POTENTIEL DE CROISSANCE À LONG TERME

Au cours des prochaines années, les dépenses publiques seront soumises à des pressions à la hausse, principalement en raison du vieillissement de la population, des transitions verte et numérique, et de la nécessité d'augmenter les dépenses pour renforcer les capacités de défense. La viabilité de la dette à moyen et long terme dépendra principalement de la mise en œuvre de réformes structurelles² et de l'utilisation efficace des ressources disponibles. La croissance économique et la viabilité budgétaire se renforcent mutuellement : la confiance dans les finances publiques favorise l'investissement, tandis qu'une croissance plus forte facilite l'assainissement budgétaire.

Le vieillissement de la population et le faible taux de natalité devraient avoir un impact profond sur le potentiel de croissance de l'économie italienne. Selon l'Istat, le nombre de personnes en âge de travailler devrait diminuer d'environ 5 millions d'ici 2040. En outre, 700 000 Italiens ont émigré au cours des dix dernières années, dont 1/5^e de jeunes diplômés. L'immigration légale pourrait aider, mais l'Italie a la plus faible proportion de migrants titulaires d'un diplôme universitaire parmi les principaux pays de l'UE.

DES EXPORTATIONS SOUTENUES PAR LE COMMERCE INTRA-UE ET VERS LES ÉTATS-UNIS

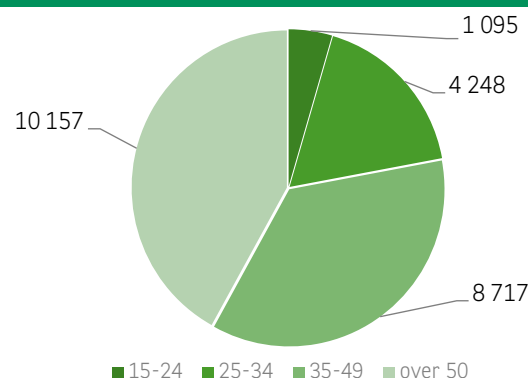
Au S1 2025, la balance commerciale de l'Italie a été largement positive à EUR 22,82 mds. Les exportations ont augmenté (+2,1% a/a), principalement grâce au commerce intra-UE, en particulier avec l'Espagne (+11,8% entre janvier et juin ; 5,5% du total des exportations italiennes) et l'Allemagne (+2,6% ; 11,4% des exportations italiennes, le principal marché de destination de l'Italie). Hors UE, les exportations ont diminué presque partout, à l'exception des États-Unis où elles ont augmenté de 7,8% au S1 (principalement en raison d'une augmentation de +10,4% a/a en juin). Cette augmentation a été tirée par le secteur pharmaceutique (+77% a/a en juin et +77,9% au S1 2025) et le secteur de la chimie (+10,9% en a/a en juin).

La dynamique des exportations italiennes vers les États-Unis est très différente de celle observée dans le reste de l'UE : selon Eurostat, les exportations de l'UE-27 vers les États-Unis ont baissé de 10,3% en juin. L'Italie a donc probablement continué de bénéficier de la constitution de stocks par ses partenaires américains, qui ont tenté d'anticiper l'impact des tarifs douaniers ; ce phénomène devrait logiquement prendre fin avec l'entrée en vigueur des nouvelles mesures tarifaires au mois

² Le FMI a récemment indiqué que l'Italie devrait se concentrer sur la stimulation de la productivité et de l'innovation, sur l'amélioration de la participation au marché du travail, mais aussi sur la transition vers les énergies renouvelables et les infrastructures énergétiques résilientes.

³ Istat, Rapport sur la compétitivité des secteurs productifs 2025, mars 2025.

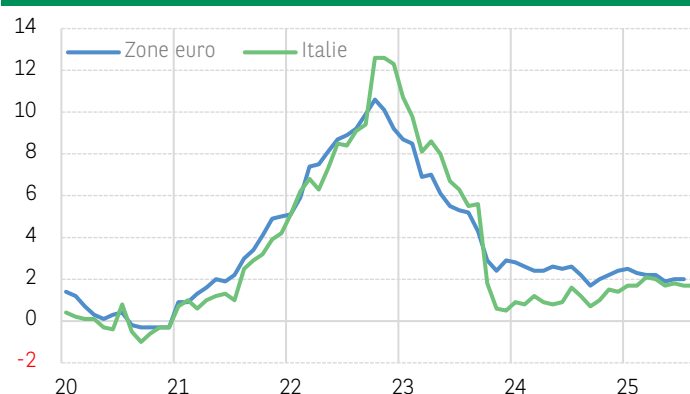
ITALIE : EMPLOI SELON L'ÂGE (MILLIERS, JUILLET 2025, CVS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ISTAT, BNP PARIBAS

ITALIE : INFLATION EN ITALIE ET EN ZONE EURO (IPCH, % CH A/A)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

d'août dernier. Au cours des derniers mois, une enquête menée par l'Istat³ a montré qu'un peu plus de 23 000 entreprises (0,5% du total) sont vulnérables à une baisse des exportations (en raison d'une concentration excessive de produits et de zones géographiques). Parmi ces entreprises, 3 300 ont les États-Unis comme principal marché de destination, tandis que pour environ 2 800 d'entre elles, il s'agit de l'Allemagne.

Dans l'ensemble, même si les tensions commerciales actuelles devraient s'atténuer progressivement au cours du S2 2025, elles pourraient avoir un impact négatif sur le cycle économique en Italie, avec des effets plus prononcés sur les investissements et le commerce extérieur et, dans une moindre mesure, sur la consommation des ménages, et affecter leur confiance.

Achévé de rédiger le 3 septembre 2025

Simona Costagli et Paola Verduci

simona.costagli@bnpparibas.com

paola.verduci@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change