

## ENTRE VULNÉRABILITÉ ÉNERGÉTIQUE, COMMERCE RÉSILIENT ET MARGE BUDGÉTAIRE LIMITÉE

Après avoir enregistré une croissance de +0,3% t/t au T4 2025, l'Italie a entamé 2026 avec un dynamisme modéré. Cependant, l'économie est confrontée à des risques croissants liés à sa dépendance au GNL et à son exposition au détroit d'Ormuz. Par conséquent, nous anticipons une croissance de +0,7% (révisée à la baisse de 0,3 pp) en 2026, tirée à la baisse par l'investissement, la consommation et les exportations. Les pressions inflationnistes s'intensifient également, tout comme les coûts énergétiques pour les entreprises. Malgré ces défis, le commerce extérieur continue de s'adapter aux évolutions récentes et la consolidation budgétaire progresse, bien que la marge de manœuvre reste limitée.

### UN ENVIRONNEMENT GÉOPOLITIQUE QUI SE DÉTÉRIORE

La dégradation de la situation géopolitique et le choc énergétique qui en résulte interviennent alors que l'Italie affichait les premiers signes d'une reprise modérée. Le PIB réel a progressé de +0,3% t/t au T4 2025, porté par le rebond de l'investissement, conférant au pays un acquis de croissance de +0,3% pour 2026. En janvier-février, le PMI composite et l'indicateur Ita-coin restaient expansionnistes, bien qu'à des niveaux inférieurs à la moyenne du T4 2025, tandis que la demande de services était soutenue par les Jeux olympiques d'hiver.

Si les commandes totales et étrangères observées au cours des deux premiers mois de 2026 suggèrent un léger raffermissement du secteur industriel, cette dynamique pourrait s'essouffler, voire s'inverser, si le conflit au Moyen-Orient perdure. En février, la production industrielle n'a cru que de +0,1% m/m. Cette faiblesse de l'industrie devrait se poursuivre tout au long du T1.

En supposant une fin du conflit d'ici le T2, le PIB devrait ralentir, voire stagner. L'impact sur l'activité des prix élevés de l'énergie deviendra particulièrement visible au T2, entraînant un léger ralentissement de la croissance par rapport au T1. Une désescalade plus lente (en quatre mois environ), placerait la croissance annuelle pour 2026 autour de +0,7% (révision à la baisse de 0,3 pp). L'investissement serait le plus affecté, bien que le plan de relance (NRRP) resterait son principal stabilisateur.

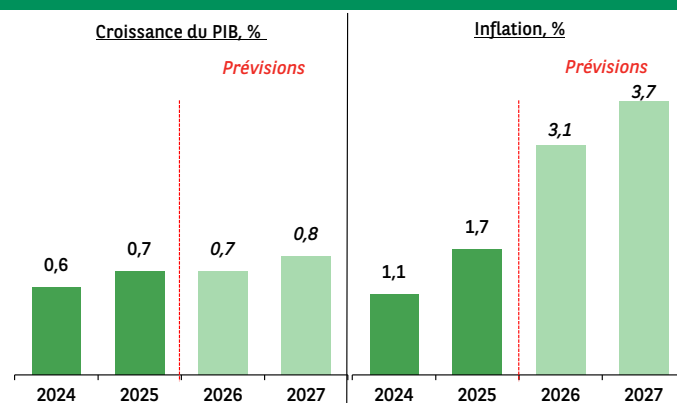
Malgré une hausse du revenu total en 2025, la consommation demeure structurellement faible du fait de la stagnation des salaires. La hausse de l'emploi a soutenu le revenu du travail agrégé, mais pas par habitant. De plus, l'essentiel de la hausse des revenus provient de sources non salariales, qui bénéficient principalement aux ménages les plus aisés, qui sont caractérisés par une forte propension à épargner (45%).

### NOUVELLES PRESSIONS INFLATIONNISTES DANS UN CONTEXTE DE VOLATILITÉ ÉNERGÉTIQUE

L'intensité pétrolière italienne (barils/EUR de PIB) est passée de 1,6 en 1980 à 0,66 en 2024. Depuis 2023, l'Italie a remplacé le gaz russe par du GNL et des importations via des pipelines en provenance de la Méditerranée et du Caucase, réduisant sa dépendance à un fournisseur unique, mais créant une vulnérabilité énergétique aux routes maritimes et points de passage stratégiques (ex : détroit d'Ormuz) : en 2024, plus de 46% du GNL importé provenait du Qatar. L'énergie représente 10,9% du panier de consommation des ménages en Italie (4,7 % pour les carburants et les transports et 6,2% pour l'énergie domestique), une part supérieure à la moyenne de la zone euro (environ 9%).

Après une inflation énergétique négative au début de 2026 (-6,4% a/a en janvier-février), les prix de l'énergie devraient rebondir au T2 (entre 0% et 4%).

### Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Dans un scénario où les prix du pétrole et du gaz atteindraient USD 130 et où le conflit durerait dix mois, Confindustria<sup>1</sup> estime que l'inflation augmenterait de 13 pp – une hausse comparable à celle observée durant le choc de 2021-2022 (+12 pp). Les tendances historiques suggèrent aussi que des effets de second tour apparaîtraient six mois après le choc initial, même si une demande plus faible et des mesures de modération des prix pourraient en atténuer l'ampleur.

Les estimations préliminaires indiquent que l'IPCH a progressé de +1,7% a/a en mars 2026 (niveau le plus élevé depuis mars 2025). La transmission partielle de cette hausse à l'inflation sous-jacente pourrait pousser l'inflation totale proche de 3% en 2026.

Un choc énergétique prolongé porterait la part de l'énergie dans les coûts totaux des entreprises à environ 5,9% en 2026 (contre 4,9% en 2025). Les entreprises manufacturières italiennes, déjà plus exposées aux coûts énergétiques que leurs concurrentes européennes, pourraient voir leur activité se contracter, accentuant le recul observé en 2025 (-0,5% a/a ; -0,2% pour l'ensemble de l'industrie) et interrompant la reprise en cours.

### L'ÉLAN DE L'EMPLOI OBSERVÉ DEPUIS 2023 COMMENCE À S'ESSOUFFLER

Chez les 15-64 ans, l'emploi n'a crû que de 0,8% en 2025, soit la moitié du rythme de 2024, portant le taux d'emploi à 62,5%. Les créations d'emplois proviennent surtout des 50+ ans. Le taux de chômage est tombé à 6,1% (plus bas jamais enregistré), tandis que le taux d'inactivité est revenu à son point bas de 2023 (33,3%).

<sup>1</sup> Confindustria, Rapporto di previsione: Guerre, dazi, incertezza, a rischio la crescita, march 2026.



Entre 2024 et 2025, la valeur ajoutée a progressé de 2,2% en cumulé, alors que le volume de travail a reculé de 0,4%, permettant à la productivité par tête de retrouver, fin 2025, son niveau pré-pandémique. Les salaires horaires ont augmenté de 3,1% a/a en 2025. Les premiers indicateurs de 2026 suggèrent un marché du travail solide, mais en ralentissement.

## FINANCES PUBLIQUES : DES PROGRÈS RÉELS, MAIS DES MARGES LIMITÉES

Le déficit public s'est réduit à 3,1% du PIB en 2025 (-0,3 pp a/a), tandis que la dette publique a augmenté à 137,1% (+2,2 pp). Cette consolidation ne suffit néanmoins pas à sortir l'Italie du dispositif de déficit excessif de l'UE : l'objectif est manqué de 0,1 point, notamment à cause du « Superbonus ». Cet écart ne devrait toutefois pas remettre en cause la trajectoire globale.

Les dépenses courantes évoluent conformément aux prévisions et les recettes fiscales les ont dépassées, portant l'excédent primaire à +0,7% du PIB (contre +0,5% en 2024 ; l'un des plus élevés aux côtés du Portugal, Grèce, Chypre, Irlande et Luxembourg). Les agences de notation tiennent compte : S&P a relevé sa perspective à « positive » (janvier), Fitch maintient « stable » (mars) et Moody's (mars) juge la trajectoire de consolidation crédible.

Selon Confindustria, cette stabilité a contribué à réduire le spread BTP-Bund et à faire baisser les rendements de 115 pb entre fin 2023 et fin 2025, réduisant le coût de financement des entreprises d'environ 12-14% en 2024-2025 et permettant potentiellement EUR 30 mds d'économies d'intérêts si la dette était refinancée aux taux actuels sur une maturité moyenne de 8 ans.

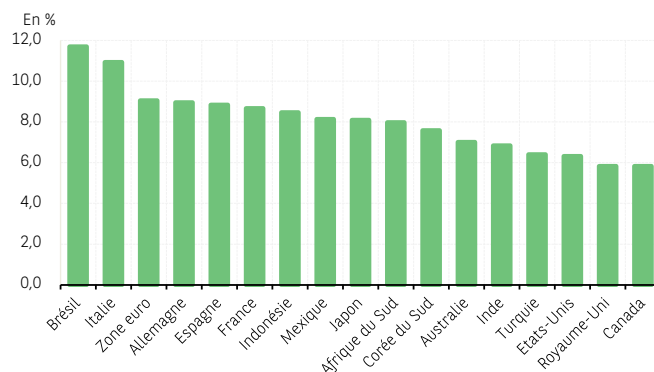
Le choc énergétique complique les perspectives et menace d'éroder les marges budgétaires déjà limitées. Le gouvernement a annoncé le 19 mars des réductions temporaires des taxes sur les carburants (EUR 417 millions), prolongées jusqu'au 1<sup>er</sup> mai (enveloppe supplémentaire de EUR 500 millions), et des mesures anti-spéculation. Il a exclu toute mesure corrective immédiate, tout en gardant la possibilité d'une coordination européenne via la clause dérogatoire générale.

Les marchés réagissent : le spread BTP-Bund a atteint 100 pb le 27 mars et le rendement à 10 ans s'est maintenu au-dessus de 4%. Les dépenses d'intérêts représentent désormais 3,8% du PIB (près du double de la France et de l'Espagne et le quadruple de l'Allemagne). La dette publique totale dépasse EUR 3 095 mds. Même une perte de croissance modérée liée à la hausse des prix de l'énergie réduirait les recettes publiques et comprimerait les marges budgétaires déjà serrées, rendant plus difficile l'absorption des chocs sans mesures correctives.

## LE COMMERCE EXTÉRIEUR RESTE RÉSILIENT MALGRÉ DES CHOCS RÉPÉTÉS ET IMPRÉVISIBLES

Au cours des dernières années, les exportations ont fait preuve d'une forte capacité d'adaptation, notamment grâce à une réallocation géographique rapide : environ 8% des produits italiens changent de destination chaque année (6% pour l'Allemagne)<sup>2</sup>. Les importations ont été très dynamiques, avec un taux annuel de recomposition d'environ 12% (en 2022-2023), stabilisé autour de 9% ces deux dernières années — bien au-dessus du niveau allemand.

## Part de l'énergie dans le panier de consommation



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNL ECONOMIC RESEARCH, BASE DE L'OCSE

Les entreprises multinationales représentent environ trois quarts des exportations manufacturières, avec une présence marquée sur les marchés lointains (85,9% des exportations vers la Chine et 83,1% de celles à destination des États-Unis).

Cependant, les importations restent vulnérables aux ruptures d'approvisionnement en biens stratégiques. Bien que la dépendance globale de l'Italie aux biens stratégiques se situe dans la moyenne de l'UE, elle est plus exposée aux intrants énergétiques étrangers que l'Allemagne ou la France<sup>3</sup>. Par ailleurs, 40,4% des importations stratégiques italiennes proviennent de pays à risque politique « faible » ou « limité » (contre 51% pour les quatre principaux pays de l'UE).

En janvier 2026, les importations ont reculé de 1,3% m/m (-7,4% a/a), tandis que les exportations sont restées stables (-0,1 % m/m ; -4,6% a/a). Les exportations vers les États-Unis ont baissé de 6,7% a/a (contre +7,2% en 2025) ; toutes les catégories, sauf le secteur pharmaceutique, sont en repli. Les données pour février laissent entrevoir un léger rebond, mais le comparatif avec le début de l'année 2025 est biaisé par un effet de stockage anticipé.

Au S1 2026, le commerce extérieur sera impacté par les répercussions du conflit en Iran : ralentissement de la demande mondiale, perte de confiance, hausse des prix de l'énergie, coûts de transport accrus et renchérissement des matières premières et des importations devraient peser sur la balance commerciale<sup>4</sup>.

**Simona Costagli et Paola Verduci**

Achevé de rédiger le 14 avril 2026

<sup>2</sup> Istat, March, 2026, Rapporto sulla competitività dei settori produttivi.

<sup>3</sup> Istat, 2026.

<sup>4</sup> Bank of Italy, april 2026, Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita.

