

“ 2024 DEVRAIT ÊTRE L'ANNÉE OÙ LA RÉSERVE FÉDÉRALE, LA BCE COMME LA BANQUE D'ANGLETERRE COMMENCERONT À BAISSER LEURS TAUX DIRECTEURS, PRINCIPALEMENT POUR ACCOMPAGNER LA BAISSÉ DE L'INFLATION. LE TIMING DE LA PREMIÈRE BAISSÉ DE TAUX RESTE TOUTEFOIS INCERTAIN, DE MÊME QUE LE NOMBRE DE BAISSÉ ATTENDUES. ”

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3

Chacun son rythme

2024 devrait être l'année où la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre commenceront à baisser leurs taux directeurs, principalement pour accompagner la baisse de l'inflation. Le timing de la première baisse de taux reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues. Les conditions d'une première baisse des taux en juin semblent en passe d'être réunies pour la BCE, qui, selon nos prévisions, précéderait ainsi de peu la Fed, dont la première baisse de taux est attendue non plus en juin mais en juillet. En outre, l'éventualité que la Fed ne baisse pas du tout ses taux cette année gagne en probabilité au regard de la résistance de la croissance et de l'inflation. Un tel statu quo monétaire de la Fed pourrait avoir plus de conséquences négatives que positives.

ÉTATS-UNIS

5

La FED en attente

CHINE

6

Nouvelle montée en puissance de la machine exportatrice

JAPON

7

Le long chemin vers la normalisation

ZONE EURO

8

Une économie à deux vitesses

ALLEMAGNE

9

La croissance a-t-elle touché le fond ?

FRANCE

10

Vers une reprise

ITALIE

11

Un scénario plus optimiste que prévu

ESPAGNE

12

Le moteur de la zone euro

PAYS-BAS

13

La récession semble terminée

BELGIQUE

14

La consommation des ménages 2.0 reste le principal moteur de la croissance

PORTUGAL

15

Un assainissement spectaculaire des finances publiques

ROYAUME-UNI

16

Le choc des taux d'intérêt continue de se propager

PRÉVISIONS

17



CHACUN SON RYTHME

2024 devrait être l'année où la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre commenceront à baisser leurs taux directeurs, principalement pour accompagner la baisse de l'inflation. Le timing de la première baisse de taux reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues. Les conditions d'une première baisse des taux en juin semblent en passe d'être réunies pour la BCE, qui, selon nos prévisions, précéderait ainsi de peu la Fed, dont la première baisse de taux est attendue non plus en juin mais en juillet. En outre, l'éventualité que la Fed ne baisse pas du tout ses taux cette année gagne en probabilité au regard de la résistance de la croissance et de l'inflation. Un tel statu quo monétaire de la Fed pourrait avoir plus de conséquences négatives que positives.

Jusque début avril, nos prévisions de baisses de taux directeurs¹ convergeaient vers un premier mouvement synchrone de la Fed, de la BCE et de la Banque d'Angleterre (BoE), au mois de juin (selon les dates de réunion, le 6 pour la BCE, le 12 pour la Fed et le 20 pour la BoE). Une telle synchronicité, si elle n'avait rien de surprenant, restait toutefois incertaine en raison des chiffres de janvier et février 2024 de l'inflation américaine plus élevés que prévu, d'une certaine désynchronisation des cycles économiques, mais aussi de l'incertitude inhérente à toute prévision. De fait, les développements de la semaine du 8 avril nous ont amené à réviser notre scénario Fed et BCE et il n'est pas impossible que celui concernant la BoE soit prochainement ajusté à son tour. L'inflation américaine (mesurée par le CPI) ayant de nouveau surpris à la hausse en mars², nous tablons désormais sur une première baisse de taux de la Fed en juillet, suivie d'une seule autre seulement en décembre 2024 (et non deux autres comme précédemment anticipé). Pour la BCE, nous maintenons qu'une première baisse devrait intervenir en juin mais nous écartons finalement la prévision d'une nouvelle baisse dès juillet, pour retenir un scénario d'assouplissement plus progressif, d'une baisse par trimestre (en juin, septembre et décembre), plus en phase avec le discours prudent de la BCE jusqu'ici.

POURQUOI BAISSER LES TAUX ?

Pour les États-Unis, l'argument principal de la baisse des taux (accompagner la baisse de l'inflation) tient de plus en plus difficilement, faute d'un repli suffisant de l'inflation. La thèse que la Fed engage la baisse de ses taux en dépit de la résilience actuelle de la croissance au motif que celle-ci serait non inflationniste car bénéficiant surtout d'un redressement de l'offre (efforts d'investissement, gains de productivité, soutien de l'immigration à la population active) apparaît de même fragilisée. La détente monétaire peut toutefois répondre à divers signes d'affaiblissement du marché du travail, qui remettent en perspective la vigueur des créations nettes d'emplois salariés non agricoles, demeurées très élevées jusqu'en mars. Mais ces signaux d'alerte demeurent limités pour l'heure. À l'horizon de 2025, le scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine que nous anticipons (qui combine un retour de la croissance sur son rythme potentiel et une poursuite de la lente baisse de l'inflation vers la cible de 2%) ne nécessite ni n'autorise des baisses de taux rapides.

La situation de la zone euro est différente et la prévision d'une baisse des taux à compter de juin repose sur des fondements plus solides. Certes, la croissance de la zone euro devrait nettement augmenter, en moyenne annuelle, entre 2024 (0,7%) et 2025 (1,7%) tandis qu'elle bais-

serait, assez nettement également, aux États-Unis (1,8% après 2,8%³). Mais la situation de départ est bien moins favorable pour la zone euro, dont la reprise reste à confirmer, qu'outre-Atlantique où la croissance est mieux établie. Dit autrement, la croissance de la zone euro a besoin de soutien tandis que celle des États-Unis doit plutôt être bridée. Les baisses de taux de la BCE contribueraient à soutenir la reprise de l'économie, sur fond de baisse de l'inflation. Cela faciliterait aussi les efforts nécessaires de consolidation budgétaire. Le gouverneur italien, Piero Cipollone, qui a rejoint depuis peu le Board de la BCE, a également tenu récemment un discours très dovish, à rebours des craintes inflationnistes liées aux fortes progressions de salaires combinées à la faiblesse des gains de productivité. Il a alerté, sur le risque d'un ralentissement trop rapide des salaires (dû à une politique monétaire trop restrictive trop longtemps)⁴, en rappelant que les salaires ont encore une marge de rattrapage et que leur dynamisme est un des facteurs essentiels de consolidation de la reprise qui s'amorce dans la zone euro. Un rebond cyclique de la productivité doit en découler, décisif dans le retour de l'inflation vers sa cible de 2%.

En définitive, et comme Christine Lagarde l'avait évoqué durant sa conférence de presse de début mars⁵, si la BCE « en savait un peu plus », lors de sa réunion du 11 avril, sur les données lui permettant d'amorcer son cycle de détente monétaire, ces éléments restaient insuffisants pour motiver un passage à l'acte. Elle devrait toutefois avoir rassemblé suffisamment d'informations et donc en « *savoir beaucoup plus* » d'ici la réunion suivante, le 6 juin, pour procéder à sa première baisse de taux. Ensuite, selon nos prévisions, les conditions économiques n'autoriseraient toutefois qu'un relâchement monétaire très graduel. Il s'agira d'accompagner la reprise tout en évitant un rebond de l'inflation, alors même que des résistances à la baisse de celle-ci demeurent. Sans compter, en outre, les possibles effets inflationnistes des tensions récentes sur les prix du pétrole et du gaz. Même si elle se déclare indépendante de la Fed, la BCE ne peut pas non plus faire totalement abstraction d'une autre source possible d'inflation « importée », si la baisse des taux, amorcée avant celle de la Fed et d'une ampleur supérieure, entraînerait une dépréciation marquée de l'euro-dollar.

ET SI LA FED NE BAISSAIT PAS SES TAUX ?

Si les conditions d'une baisse des taux semblent en passe d'être réunies pour la BCE, du côté de la Fed, l'éventualité qu'elle ne les baisse pas du tout – voire qu'elle doive les augmenter de nouveau – gagne en probabilité au regard de la résistance de la croissance et de l'inflation⁶.

¹ Toutes les baisses anticipées sont de 25 pb.

² Pour plus de détails, voir [BAROMÈTRE DE L'INFLATION - AVRIL 2024 | L'inflation reste orientée à la baisse, à l'exception des États-Unis \(bnpparibas.com\), 12 avril 2024.](#)

³ Ce chiffre de croissance élevé pour 2024 bénéficie d'un acquis de croissance favorable.

⁴ [The confidence to act: monetary policy and the role of wages during the disinflation process \(europa.eu\), 27 mars 2024.](#)

⁵ Christine Lagarde avait indiqué que, si la BCE était en bonne voie d'atteindre son objectif d'inflation, des statistiques supplémentaires seraient nécessaires avant d'en avoir la certitude : « nous en saurons un peu plus en avril, mais nous en saurons beaucoup plus en juin » (source : BCE, Déclaration de politique monétaire et conférence de presse, Christine Lagarde, Présidente de la BCE, Luis de Guindos, Vice-Président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, le 7 mars 2024).

⁶ On gardera toutefois à l'esprit que, du point de vue de la mesure de l'inflation privilégiée par la Fed, à savoir le déflateur de la consommation (PCE), le tableau n'est pas aussi négatif que celui dépeint par les chiffres du CPI. Jusqu'en février 2024 (dernier point disponible), la baisse de l'inflation PCE demeurait, en effet, plus franche et son rythme nettement plus bas (de 0,7 point pour l'inflation headline, qui s'élève à 2,5% a/a, et d'1 point pour l'inflation sous-jacente, qui atteint 2,8% a/a). Selon cette mesure, l'inflation paraît ainsi moins éloignée de la cible de 2%.



Quelles pourraient être les conséquences d'un statu quo monétaire américain prolongé ? D'un côté, cela pourrait ébranler les marchés financiers et les agents économiques, dont le regain de confiance actuel se nourrit, pour une part, des anticipations de baisses de taux. Si celles-ci venaient à être déçues, cela pourrait précipiter une correction sur les marchés financiers et un retournement à la baisse de la situation économique. Les fragilités existantes (marché immobilier résidentiel et commercial, défaillances d'entreprise, ampleur des besoins de refinancement de dette, taux de défaut sur les crédits à la consommation) pourraient s'amplifier et se propager, entraînant l'ensemble de l'économie en récession. Dans une analyse récente, le FMI met en avant la grande diversité des situations d'un pays à l'autre, ce qui permet toutefois de tempérer le risque d'une telle propagation⁷. Et s'agissant des États-Unis en particulier, les caractéristiques de leur marché immobilier résidentiel et l'évolution de ces caractéristiques depuis la crise financière de 2008 et le choc du Covid-19 suggèrent un affaiblissement de ce canal de transmission de la politique monétaire. D'un autre côté, un statu quo monétaire de la Fed pourrait ne pas être forcément perçu comme une mauvaise nouvelle s'il résulte, notamment, de la performance solide de l'économie américaine : si la sphère réelle se porte bien, c'est également bon signe pour la sphère financière.

Entre le scénario négatif et le scénario positif, il est difficile d'évaluer celui qui l'emporterait, mais la balance des risques nous semble pencher plutôt du côté négatif.

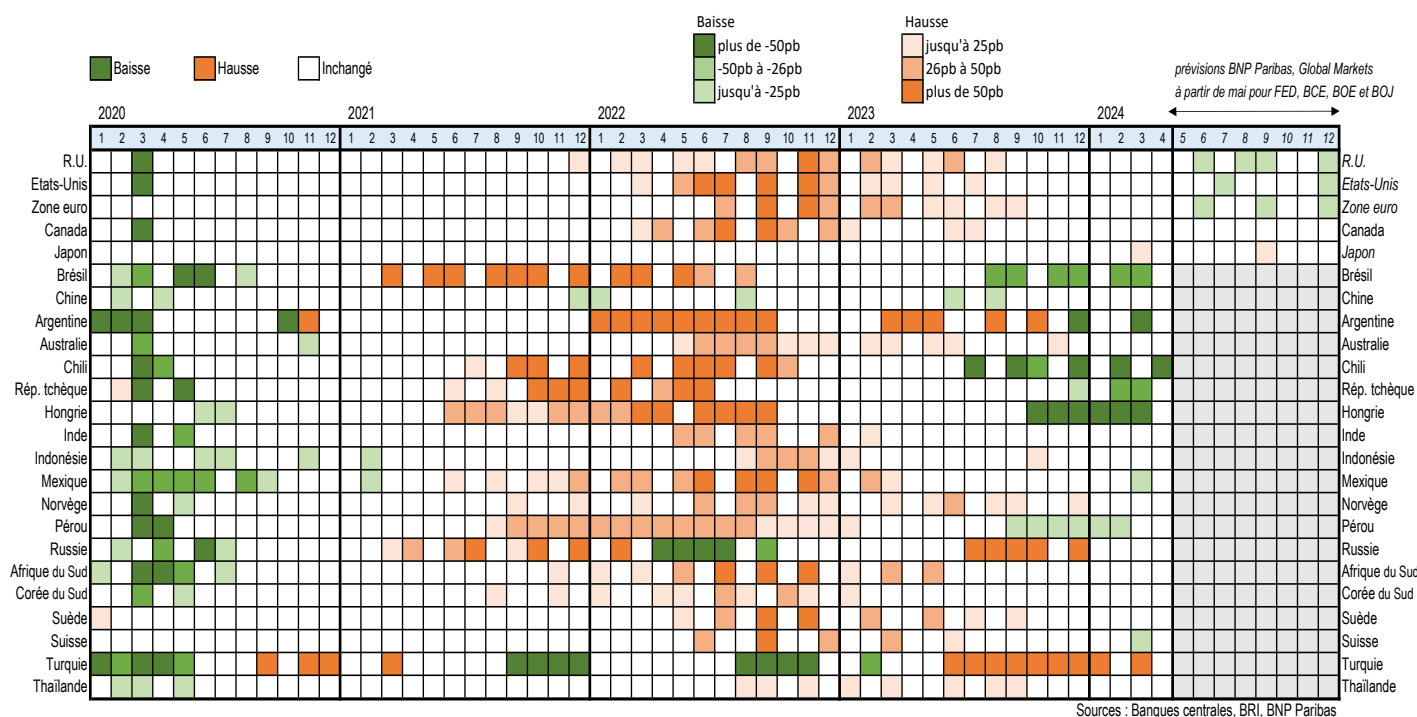
Pour conclure, si l'on se replace du point de vue de la BCE, dans notre scénario, elle baisserait ses taux avant la Fed, ce qui serait un fait marquant mais justifié d'après nos prévisions. À noter qu'un certain nombre de banques centrales de pays émergents ont déjà entamé le mouvement de baisse et que la Banque Nationale Suisse (SNB) a ouvert la voie, en mars, pour les banques centrales de pays développés. La BoJ continue de se démarquer de ses pairs, en commençant seulement à s'embarquer dans un processus de resserrement monétaire. Comme on peut le voir sur la « carte thermique » ci-dessous des variations de taux, après le « grand resserrement » en 2022, où les hausses de taux étaient la règle, l'heure du « grand relâchement » synchrone n'a pas encore sonné. Amorçées en 2023, les baisses de taux resteraient en ordre dispersé en 2024.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

⁷ *Housing is One Reason Not All Countries Feel Same Pinch of Higher Interest Rates (imf.org)*, 8 avril 2024.

TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES : LES DIFFÉRENTS CHANGEMENTS



LA FED EN ATTENTE

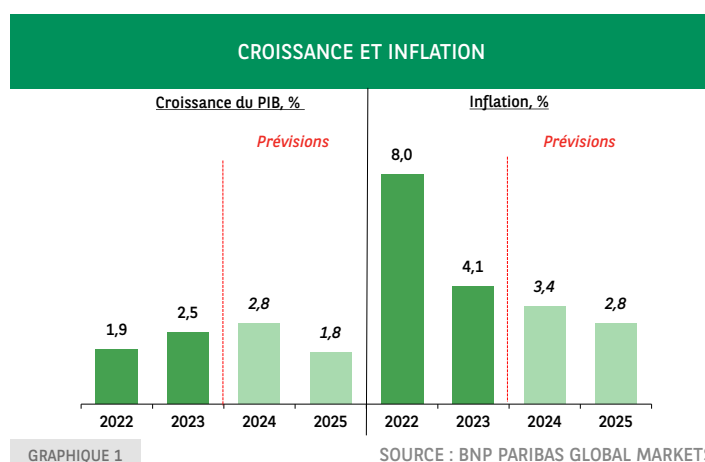
Les projections économiques médianes des membres du comité de politique monétaire maintiennent, au premier trimestre, le scénario de trois baisses de taux pour l'année 2024. « Attendre » est désormais le maître-mot de la Réserve fédérale : attendre des données, attendre d'autres données, attendre les pleins effets du resserrement, attendre que les éléments démontrant que l'inflation est définitivement sur le chemin des 2% se fassent plus conséquents. En ce sens, le premier trimestre 2024 s'est révélé décevant. De l'autre côté de la balance des risques, l'activité demeure dynamique et n'appelle pas à une accélération du calendrier. Ainsi, l'éventualité d'un abaissement du taux directeur retardé et de moindre ampleur a gagné en crédibilité, et nous voyons désormais deux baisses de taux en 2024, débutant en juillet, portant le taux directeur à +4,75 % - +5,00% en fin d'année.

La croissance économique des États-Unis devrait faire l'objet d'un ralentissement marginal au premier trimestre 2024 et s'élever, selon notre estimation, à +0,7% t/t. Les enquêtes d'activité rapportent une évolution notable, avec le retour, en mars 2024, de l'indice ISM du secteur manufacturier en zone d'expansion, à 50,3 (+2,5pp), mettant ainsi un terme à une période longue de 16 mois en territoire négatif, un signal récessif par le passé mais qui ne semble pas s'être propagé, pour l'heure, au reste de l'économie. La pérennité de ce redressement de l'ISM manufacturier sera scrutée avec attention lors des prochaines publications. La dernière révision du PIB du T4 2023 a confirmé le taux de croissance trimestriel de +0,8% t/t, mais se caractérise par une consommation des ménages et un investissement non-résidentiel plus dynamiques qu'initialement estimés, contre des révisions à la baisse sur les stocks et le commerce extérieur. La robustesse de l'économie américaine fin 2023 dote celle-ci d'un acquis de croissance significatif (+1,5pp), qui devrait contribuer à une accélération de la croissance du PIB en moyenne annuelle en 2024, que nous escomptons à +2,8% après +2,5% en 2023.

Le sentiment des consommateurs s'était redressé de façon assez sensible en décembre 2023 et janvier 2024, aidé en cela par des surprises positives sur le plan de la croissance économique et, surtout, de l'inflation (+3,2% a/a au T4). Ce redressement était apparent tant pour l'enquête du *Conference Board* (110,9 en janvier 2024, contre 99,1 en octobre 2023) que de l'Université du Michigan (79,0 en janvier 2024, contre 61,3 en novembre 2023). Mais cette amélioration a, depuis, laissé la place à une stagnation de l'indice du Michigan (79,4 en mars) et à une dégradation de celui du *Conference Board* (104,7) au cours du T1 2024, des résultats faisant écho à des chiffres d'inflation jugés décevants (voir ci-après). *A contrario*, le sentiment des chefs d'entreprise, mesuré par le *Conference Board*, est sur une pente ascendante après avoir atteint, au T4 2022, un plus bas depuis la grande crise financière (indice à 29, contre 24 au T4 2008). L'indice s'élève à 53 au premier trimestre 2024, avec des résultats équilibrés au niveau des sous-composantes (évaluation des conditions actuelles et attentes, niveau sectoriel et agrégé). Cela ouvre la voie à une amélioration de l'investissement non-résidentiel – déjà relativement résistant face au resserrement monétaire – en 2024, au fur et à mesure de l'assouplissement graduel attendu des conditions financières.

SURVEILLANCE DE LA TRAJECTOIRE DE DÉSINFLATION

La seconde réunion du FOMC de 2024 a résulté en un maintien de la cible de taux à +5,25 - +5,5%, le quatrième *statu quo* de rang depuis la dernière hausse, en juillet 2023 (+25 pb). Surtout, les attentes médianes des membres du comité (les *dot plots*) sont apparues stables pour 2024, avec toujours trois baisses de taux envisagées, pour un total de -75 pb. Ceci est advenu en dépit des révisions à la hausse des projections médianes de croissance du PIB (+2,1%, contre +1,4% dans les projections de décembre) et de l'inflation sous-jacente mesurée par le PCE (+2,6%, contre +2,4%) pour l'année 2024 ; et des déceptions sur les premiers chiffres d'inflation de l'année. Pourtant, mesurée par l'IPC, l'inflation totale s'élevait encore à +3,2% a/a en février, après des réaccélération mensuelles en janvier (+0,3% m/m, +0,1pp) et février (+0,4% m/m), tandis que l'inflation sous-



jacente était à +3,9% a/a, au-dessus des attentes du consensus (+3,7%). Ces éléments semblaient toutefois avoir été pris en compte, en filigrane, dans les projections médianes, au regard de la modification des attentes pour 2025 (trois baisses de taux contre quatre auparavant) et de la distribution des projections pour 2024. Ainsi, si la projection médiane est stable, il suffirait d'un seul membre supplémentaire tablant sur deux baisses pour que le *dot plot* de 2024 se translate vers le haut.

De son côté, le gouverneur Powell avait plaidé pour une appréciation équilibrée, voire une prise de distance vis-à-vis des chiffres de janvier et février, indiquant que, à son sens, ceux-ci ne venaient pas « réellement changer la vision d'ensemble », à savoir celle d'une « inflation diminuant graduellement, sur un chemin parfois mouvementé vers les 2% ». Puis, les données du mois de mars ont également surpris défavorablement, avec une hausse de +0,4% m/m de l'IPC comme de l'IPC sous-jacent, portant le glissement annuel des deux indicateurs à, respectivement, +3,5% et +3,8%, sur fond de forte inflation des services hors-logement. Par conséquent, d'après les *implied rates* en date du 10 avril 2024, les marchés ne *pricent* plus qu'1 à 2 baisse(s) de taux cette année, contrastant avec les 6 à 7 anticipées en début d'année. Nous estimons désormais que la Réserve fédérale procédera à deux baisses de taux en 2024 (en juillet et en décembre). La proximité temporelle entre la première baisse de taux, au mois de juillet selon notre scénario central, et l'élection présidentielle ne manquera pas de susciter des commentaires, en dépit du strict refus de Jerome Powell d'intégrer la dimension politicienne dans l'action de son institution, dont il souhaite préserver l'indépendance, le caractère non-partisan ; ainsi qu'au regard de la nature cumulative et retardée de l'effet des décisions de politique monétaire. Enfin, au niveau politique, il est désormais acquis que l'élection présidentielle verra s'affronter le président sortant, Joseph Biden (D), et son prédécesseur, Donald J. Trump (R), sauf événement contraire imprévu.

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

NOUVELLE MONTÉE EN PUISSANCE DE LA MACHINE EXPORTATRICE

Dans un contexte d'atonie de la demande intérieure et de rivalités stratégiques, notamment avec les États-Unis, le gouvernement chinois développe encore davantage sa politique industrielle pour soutenir la croissance économique et renforcer la « sécurité nationale ». La priorité est donnée aux secteurs de haute technologie et de la transition énergétique. Très largement soutenus par les pouvoirs publics, ces secteurs montent en gamme, augmentent leurs capacités de production, baissent les prix de vente et gagnent des parts de marché à l'exportation. La déferlante de produits de technologie verte devrait amener à de nouvelles confrontations commerciales dans les prochains mois.

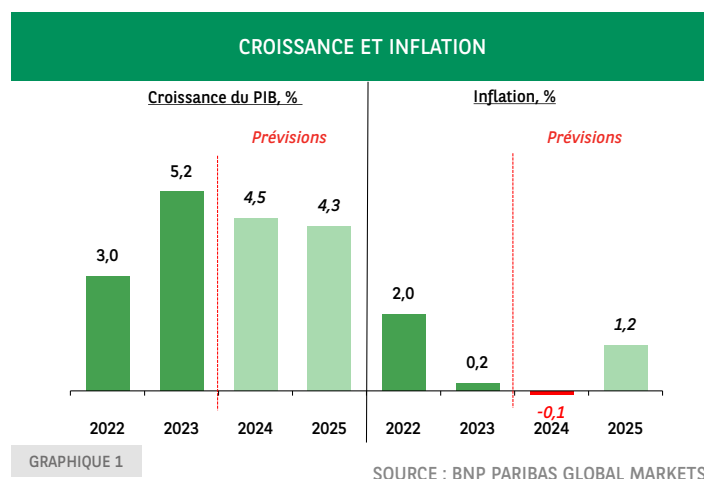
Lors de la session annuelle de l'Assemblée nationale populaire qui s'est tenue au début du mois de mars, les autorités chinoises ont fixé les principaux objectifs de leur stratégie économique pour 2024. En particulier, pour soutenir l'offre et atteindre la cible de croissance relativement ambitieuse « d'environ 5% » pour cette année, la priorité est donnée aux « nouvelles forces productives » que sont les industries de nouvelle technologie – allant de l'intelligence artificielle aux secteurs de la transition énergétique (énergies renouvelables, véhicules électriques, batteries au lithium).

La politique industrielle chinoise continue donc de mettre l'accent sur la production et l'innovation dans toute la chaîne de valeur des secteurs manufacturiers ciblés. Elle vise à soutenir une montée en gamme continue afin de renforcer les gains de productivité et faire de la Chine une grande puissance technologique mondiale. Ces priorités ne sont pas nouvelles (elles sont inscrites dans le programme « Made in China 2025 » publié en 2015), mais les autorités ont accru leur niveau d'ambition au cours des quatre dernières années en réponse à un environnement économique national difficile et un contexte externe marqué par de fortes rivalités commerciales et stratégiques, notamment avec les États-Unis. La politique industrielle doit en particulier participer aux objectifs de « sécurité nationale » de la Chine et de réduction de sa dépendance vis-à-vis des matériaux importés et des technologies étrangères.

Concernant la politique de la demande, les autorités ont confirmé début mars l'orientation suivie depuis plusieurs mois, qui est à la fois accommodante et prudente. De nouveaux investissements publics dans les infrastructures sont prévus mais, dans le même temps, des efforts sont attendus pour rationaliser les dépenses des collectivités locales et restructurer la dette contractée par leurs véhicules de financement. Par ailleurs, de nouvelles mesures budgétaires et monétaires sont envisagées pour stimuler la demande intérieure et stabiliser le secteur immobilier, mais l'importance donnée à la relance de la consommation des ménages reste en réalité limitée.

À court terme, cette politique économique risque d'amplifier les divergences de performances entre secteurs et le déséquilibre entre l'offre et la demande intérieure, apparus depuis déjà plusieurs mois. D'un côté, la demande intérieure manque de vigueur, toujours freinée par la crise du secteur immobilier, les incertitudes réglementaires, et la frilosité des consommateurs et des investisseurs privés. Cette morosité a persisté en janvier-février 2024 – l'investissement dans l'immobilier et les ventes de logements ont continué de se contracter fortement, et le redressement des ventes au détail ne s'est pas renforcé. En parallèle, l'activité dans les services a ralenti, contribuant à une légère remontée du taux de chômage (à 5,3%). Également reflet de la faiblesse de la demande intérieure et du déséquilibre entre offre et demande, l'inflation des prix à la consommation a été, en moyenne, légèrement négative depuis la mi-2023 (à -0,2% en g.a.) et l'inflation sous-jacente est restée faible (+0,7% en moyenne sur la période juillet 2023-février 2024).

D'un autre côté, la production et les capacités de production industrielles continuent de se renforcer, en particulier – mais pas seulement – dans les secteurs de haute technologie et de technologie verte. Ceux-ci sont largement soutenus par les pouvoirs publics à travers un vaste ensemble de subventions, avantages fiscaux, prêts à taux concessionnels et autres mesures de financement. L'investissement manufacturier s'est progressivement redressé depuis l'été 2023, et le rebond post-Covid de la production



industrielle a accéléré, avec une amélioration observée dans de nombreux secteurs. Le soutien des pouvoirs publics et la hausse des capacités de production industrielle ont conduit les entreprises chinoises à baisser leurs prix de vente de façon agressive, pour accroître leurs volumes d'exportation et renforcer leurs parts de marché.

Les exportations de marchandises de la Chine se sont redressées depuis novembre. Elles ont atteint USD 3380 mds en 2023, alimentant un excédent commercial qui a presque doublé depuis 2019 (passant de USD 421 mds à USD 823 mds). La part de la Chine dans les exportations mondiales de marchandises a récemment de nouveau augmenté. Après n'avoir perdu que très partiellement le terrain gagné pendant la crise liée à l'épidémie de Covid, elle est remontée au S2 2023. Elle s'est établie à 14,4% sur l'ensemble de 2023 (comme en 2022) contre 13,3% en 2019. Une diversification des partenaires commerciaux de la Chine avait d'abord compensé les effets du « découplage » avec les États-Unis entre 2018 et 2023, mais celui-ci s'est interrompu ces derniers mois. La part de la Chine dans les importations de marchandises des États-Unis est également remontée, passant de 13,3% au S1 2023 à 14,3% au S2 2023 (contre 22% au S2 2018).

Par ailleurs, les gains de part de marché de la Chine ont été enregistrés pour une large gamme de produits, par exemple : biens de consommation à faible valeur ajoutée tels que les meubles et les jouets, chimie organique et matières plastiques, véhicules, machines et équipements électriques et électroniques et leurs composants. Ils ont bien sûr été particulièrement impressionnants pour les véhicules électriques (dont les exportations en volume ont été multipliées par 7 entre 2019 et 2023 et par 1,7 en 2023), les panneaux solaires (exportations multipliées par 5 entre 2018 et 2023) et les batteries au lithium. La déferlante de produits chinois a suscité des inquiétudes croissantes des industriels et des gouvernements des États-Unis, de l'Union européenne et maintenant des pays émergents ; elle devrait amener à de nouvelles confrontations commerciales à court terme.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



LE LONG CHEMIN VERS LA NORMALISATION

La Banque du Japon a pris la décision, certes attendue mais historique, de mettre un terme à sa politique caractéristique de taux d'intérêt négatifs, sur fond de hausse du niveau général des prix se situant de façon durable à des standards presque inédits. La normalisation monétaire sera toutefois un processus incrémental, la faiblesse actuelle de l'activité, illustrée par un taux de croissance négatif attendu au premier trimestre 2024 et de faibles attentes pour l'ensemble de l'année, ne permettant pas de resserrement significatif.

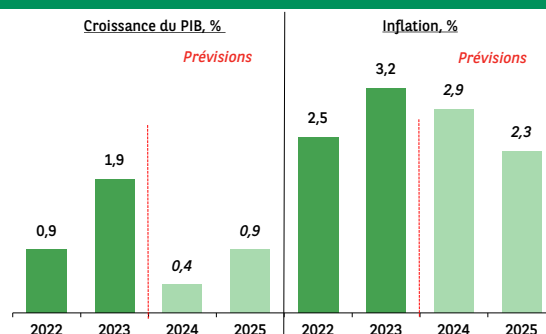
Le taux de croissance annuel moyen du PIB japonais s'est élevé à +1,9% en 2023, après +0,9% en 2022. Ce chiffre, que l'on peut évaluer comme robuste, tient toutefois principalement à l'acquis de croissance issu de l'année précédente (+0,5pp) et à un premier trimestre dynamique – le glissement annuel du PIB au T2 2023 s'élevait à +2,3% a/a. Néanmoins, le second semestre 2023 s'est caractérisé par un repli sensible de l'activité économique, le Japon n'échappant que de peu à la récession technique, avec une croissance trimestrielle de +0,1% au T4 faisant suite à une contraction de -0,8% au T3. Cette détérioration tient à la faiblesse de la demande intérieure, elle-même liée à la hausse des prix (*voir ci-après*) et des taux d'intérêt. En effet, la consommation privée et l'investissement résidentiel se sont contractés lors des deux derniers trimestres, pesant sur la croissance de concert avec la diminution de l'investissement public. En revanche, le regain du commerce extérieur, permis par une hausse de +2,6% t/t des exportations au T4 2023, a apporté +0,15pp au taux de croissance trimestriel, évitant ainsi la récession technique au pays¹. Selon nos prévisions, le PIB japonais devrait légèrement se contracter au premier trimestre 2024 (-0,2% t/t), sous l'effet du tremblement de terre du 1^{er} janvier et des perturbations relatives à la production automobile. Par la suite, la reprise économique sera probablement modérée, les problèmes d'offre, notamment sur le marché du travail, s'ajoutant à la problématique de l'atonie de la demande intérieure. En mars 2024, le taux de chômage reste bas, à 2,6%, tandis que le taux d'activité est de 62,8%, un chiffre globalement en progrès mais marqué par un affaïssement du nombre de participants au marché du travail en valeur absolue. Nous escomptons dès lors un taux de croissance annuel moyen de +0,4% en 2024, bien en-deçà du niveau de l'année précédente.

UN MOMENT HISTORIQUE POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque du Japon (BoJ) a, conformément à nos attentes, décidé du relèvement de son taux directeur, l'*uncollateralized overnight call rate*, lors de la réunion de politique monétaire du mois de mars. Ainsi, en portant la cible du taux d'intérêt de court terme à +0,0 - +0,1%, l'institution a procédé à son premier mouvement de taux depuis 2016. Cette hausse revêt un caractère historique puisqu'elle met un terme à la politique de la « NIRP » qui avait cours depuis 17 ans : le Japon était le seul pays se caractérisant encore, début 2024, par un taux directeur négatif. Dans le même temps, il a été mis fin à la politique de contrôle de la courbe de taux. La BoJ estime que, se profilant l'atteinte de l'objectif d'un taux d'inflation à 2% de manière stable et soutenable, les deux outils mentionnés ont rempli leur rôle.

Ces changements interviennent dans un contexte de changement drastique du régime d'inflation au Japon. De fait, la mesure-clé de l'inflation sous-jacente (excluant la nourriture transformée) a atteint +2,3% en 2022 et +3,1% en 2023 en moyenne annuelle, dépassant ainsi la cible d'inflation (relevée de 1% à 2% en 2013) pour la première fois depuis 2014, une année qui dénotait déjà grandement par rapport aux standards nationaux en la matière. Par ailleurs, le chiffre de +4,2% a/a de janvier 2023 constituait un record depuis 1981. Enfin, nous avons revu à la hausse nos prévisions d'inflation sous-jacente pour l'ensemble de l'année 2024, à +2,9% contre +2,4% précédemment. Ceci est, d'une part, la conséquence des décisions gouvernementales qui sont de nature à soutenir l'inflation énergétique, à savoir la révision à la hausse du levier sur l'énergie renouvelable, une contribution à la transition énergétique prélevée sur les factures d'électricité, et le

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

non-prolongement du subventionnement de l'électricité et du gaz à partir de l'été. D'autre part, la confédération syndicale Rengo a annoncé une augmentation salariale moyenne de +5,3% a/a, dépassant les attentes et constituant une progression record depuis plus de 30 ans, ce qui est susceptible de nourrir et de mutuellement alimenter l'inflation et les anticipations d'inflation. Ceci est en ligne avec l'objectif de la BoJ, pour laquelle un cercle vertueux entre salaires et prix doit permettre d'atteindre l'objectif d'inflation, mais peut laisser craindre l'apparition d'une rigidité de l'inflation au-dessus des 2%.

Cette première étape passée, la normalisation de la politique monétaire japonaise devrait toutefois se révéler très graduelle. Le résumé des opinions de la BoJ, consécutif à la réunion du mois de mars, fait état de l'affirmation selon laquelle l'économie n'est actuellement pas dans une situation appelant à de rapides hausses de taux d'intérêt. La fin des taux d'intérêt négatifs n'est pas non plus présentée comme une transition vers le resserrement monétaire. Ceci fait écho aux déclarations du gouverneur Kazuo Ueda, ayant suivi la réunion de la BoJ, selon lesquelles les conditions financières doivent demeurer accommodantes pour l'heure. Dès lors, nous tablons sur des hausses semestrielles, portant le taux directeur à +0,25% à la fin 2024 et +0,75% à la fin 2025. Les risques autour de ce scénario sont toutefois orientés à la hausse, au regard des prévisions d'inflation et de la faiblesse actuelle du yen. Au 3 avril 2024, la parité USDJPY s'élevait à 151,9 contre environ 115 début 2022 et 130 début 2023. Cette faiblesse du Yen n'est pas sans nourrir des craintes sur l'inflation importée, bien qu'ayant récemment soutenu les profits des entreprises. La devise s'est notamment quelque peu dépréciée à la suite de la dernière réunion de politique monétaire, ce qui peut être attribué au discours de la BoJ relatif à la nécessité de maintenir les conditions financières souples. Une poursuite de la tendance pourrait appeler à des mouvements plus amples ou plus rapides de la part de la banque centrale et/ou à des interventions sur le marché des changes.

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

¹ La première estimation du PIB pour le T4 2023 faisait état d'une contraction de -0,1% t/t, impliquant une situation de récession technique.



ZONE EURO

8

UNE ÉCONOMIE À DEUX VITESSES

L'activité en zone euro devrait progressivement se renforcer au cours de l'année 2024, portée par l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages et la baisse des taux d'intérêt. Le secteur industriel en zone euro fait toutefois face à des problèmes structurels importants, que la baisse des taux directeurs de la BCE n'endigera pas (ou peu). La montée en puissance du fonds de relance européen permettrait théoriquement aux pays du sud de la zone euro, qui en sont les principaux bénéficiaires, de surperformer à nouveau en 2024. Néanmoins, à ce stade, ses effets ont été relativement limités et les problèmes d'implémentation – mis en évidence dans un rapport récent de la Commission européenne – ne se dissiperont pas totalement cette année.

Les risques baissiers sur la croissance de la zone euro se concentrent sur le secteur industriel, dont la baisse de l'activité n'a montré aucun signe de stabilisation cet hiver. La production industrielle a largement reculé en janvier pour atteindre son plus bas niveau en trois ans et demi tandis que les indices PMI pour le secteur se maintenaient nettement en zone de contraction (45,7 en mars). Le sous-indice sur l'emploi est retombé en mars à son plus bas niveau depuis août 2020, ce qui laisse craindre un retournement plus important des dynamiques de recrutement dans ce secteur. Avant de redresser l'emploi industriel en zone euro, il faudrait déjà endiguer sa baisse, ce qui n'est pas encore le cas : l'emploi manufacturier a plafonné aux deuxième et troisième trimestres 2023, avant de reculer de 0,1% t/t au dernier trimestre. La part de l'emploi manufacturier en zone euro a ainsi atteint son plus bas niveau historique, à 12,8% au dernier trimestre 2023.

Les créations de poste sont toutefois restées dynamiques dans un certain nombre de secteurs des services (information et communication, commerce, hôtellerie-restauration, fonction publique) ainsi que dans la construction. Les tensions sur le marché du travail devraient rester élevées en 2024, en témoigne le taux d'emplois vacants en zone euro qui, bien qu'en baisse à 2,8% au T4 2023, se maintenait encore à un niveau nettement supérieur à l'ère pré-Covid.

Après une stabilisation, l'inflation en zone euro est repartie à la baisse en mars, à 2,4% en g.a. selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, et devrait se rapprocher de la cible des 2% au deuxième trimestre 2024, ce qui donnerait plus de latitude à la BCE pour amorcer une première baisse de ses taux directeurs en juin. Celle-ci serait suivie de deux autres baisses d'ici à la fin de l'année 2024, un rythme d'assouplissement modéré et qui se poursuivrait au premier semestre 2025.

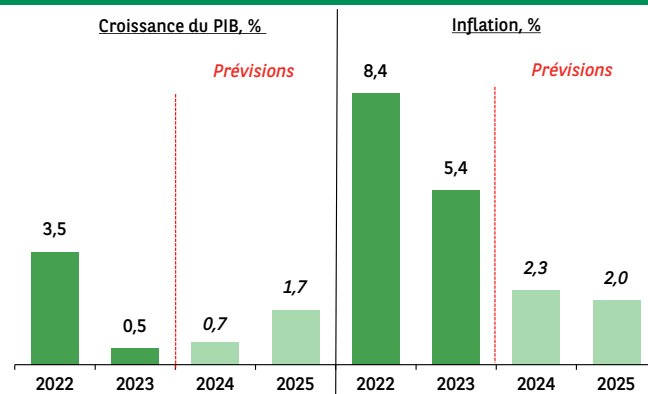
Néanmoins, les membres de la BCE tentent de conserver une ligne assez ferme quant à leur objectif de stabilité des prix en mettant davantage l'accent sur l'évolution des coûts unitaire du travail (CUT) comme un facteur décisionnel important¹. Les CUT sont déterminés par l'évolution des salaires mais aussi par les autres éléments constitutifs de la rémunération des employés (dont les cotisations sociales employeurs) ainsi que par les gains de productivité. C'est donc un indicateur plus précis que les salaires pour évaluer la pression sur les marges des entreprises et leur capacité à absorber une hausse de leurs coûts. Or, la productivité horaire du travail en zone euro a baissé de 1,0% en moyenne annuelle en 2023, selon les données d'Eurostat, ce qui a conduit à une accélération des CUT (+5,8% en g.a. au T4 2023 contre 4,6% au T4 2022) quand l'inflation harmonisée a, inversement, nettement ralenti (2,6% en g.a. au T4 2023 contre 8,0% au T4 2022). Les marges des entreprises qui, dans leur ensemble, avaient fortement augmenté en 2021-2022, se sont progressivement réduites au cours de l'année 2023. Et si cette tendance venait à se poursuivre, cela contraindrait plus d'entreprises à procéder à un ajustement par les prix, alimentant ainsi un surcroît d'inflation, à supposer toutefois que l'environnement de demande le leur permette.

Par ailleurs, les effets positifs du déploiement des aides dans le cadre de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) européenne tardent encore à se manifester sur le terrain. L'investissement hors logements en zone euro a certes progressé de 3% en 2023, mais il reste 5% en dessous du niveau

¹ Voir par exemple l'interview de Luis De Guindos le 19 mars 2024 : [Interview with Naftemporiki \(europa.eu\)](#)

² [Mid-term evaluation of the Recovery and Resilience Facility \(RRF\) - European Commission \(europa.eu\)](#)

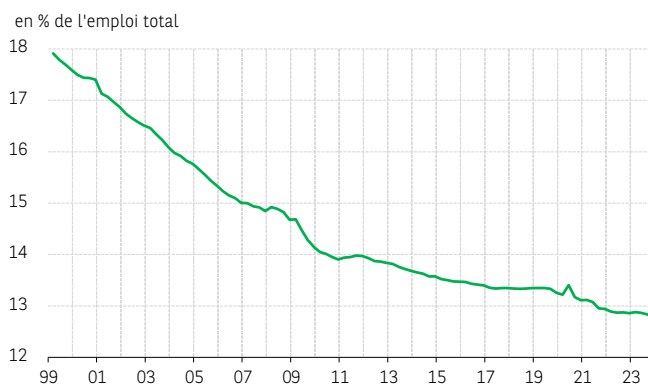
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ZONE EURO : PART DE L'EMPLOI MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 2

SOURCE : EUROSTAT, BNP PARIBAS

pré-pandémique. La Commission européenne souligne dans une évaluation de mi-parcours² certains blocages dans le déploiement de ces fonds sur le terrain (complexités administratives, coûts de fonctionnement, centralisation de la décision et manque de consultation de toutes les parties prenantes). Le rapport indique également des risques de substitution entre le FRR et d'autres programmes européens, notamment la « politique de cohésion » (*Cohesion Policy*). Une montée en puissance du FFR est attendu cette année, mais le risque que ses effets se trouvent *in fine* atténués par un manque de synergie entre les budgets européens et nationaux ne doit pas être écarté.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

9

LA CROISSANCE A-T-ELLE TOUCHÉ LE FOND ?

L'économie allemande sous-performe de façon notable depuis un peu plus de 6 ans par rapport à la moyenne de la zone euro et à ses standards passés. Il se pourrait même que le pays ait de nouveau été en récession au T4 2023 et au T1 2024. L'Allemagne aura-t-elle alors touché le fond ? D'un point de vue conjoncturel c'est probable car l'accès de faiblesse, enregistré cet hiver, résulte pour partie d'effets exceptionnels. D'un point de vue structurel, l'économie allemande devrait continuer d'enregistrer une croissance modérée, qui ne lui permettrait pas de retrouver son statut de moteur de la croissance européenne.

Les données récentes n'incitent pas à l'optimisme. Le PIB allemand s'est contracté de 0,3% t/t au 4^e trimestre 2023 et de 0,1% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023. Le début de l'année 2024 n'a pas montré de signe de reprise. La production manufacturière a, certes, progressé de 1% m/m en janvier mais elle demeure inférieure de 1,5% à son niveau de novembre dernier. L'automobile est en cause, avec une production, en janvier, près de 10% inférieure à son niveau de novembre. La suppression des aides gouvernementales à l'achat de véhicules électriques a pesé à partir de décembre, et les difficultés d'approvisionnement dues à la crise en mer Rouge ont pesé sur le secteur à partir de janvier (avec notamment des fermetures d'usines).

Ainsi, l'indice lié à la situation contemporaine de l'IFO (ISC-IFO) et celui de la confiance des ménages (GfK) ont connu un accès de faiblesse en janvier et février 2024, atteignant des niveaux en-deçà de ceux de fin 2023 : 86,9 en moyenne pour l'ISC-IFO contre 88,5 en décembre ; -29,2 en moyenne pour l'indice GfK contre -25,4 en décembre. Tous ces éléments laissent entrevoir une croissance de nouveau négative au 1^{er} trimestre 2024 (-0,1% t/t d'après nos prévisions), et donc une récession de l'Allemagne.

LE REBOND CONJONCTUREL PREND CORPS POUR LE T2

Pour autant, l'économie allemande pourrait bien avoir touché le fond au 1^{er} trimestre 2024. La parenthèse de janvier-février semble s'être refermée en mars. L'ISC-IFO (88,1) et la confiance des ménages (-27,4) se sont rapprochés de leur niveau de décembre 2023. Cette embellie transparaîtrait également dans la production, notamment automobile, qui devrait rebondir après les difficultés d'offre au T1.

Le rebond de la croissance anticipé au 2^e trimestre (+0,1% t/t) s'expliquerait donc, pour l'heure, davantage par la fin d'un accès de faiblesse conjoncturel que par une amélioration durable des fondamentaux. La concomitance de contraintes de demande et d'offre continue de caractériser l'économie allemande. Les nouvelles commandes à l'industrie, qui n'ont enregistré aucun signe de rebond au cours des derniers mois, témoignent d'une demande anémiée.

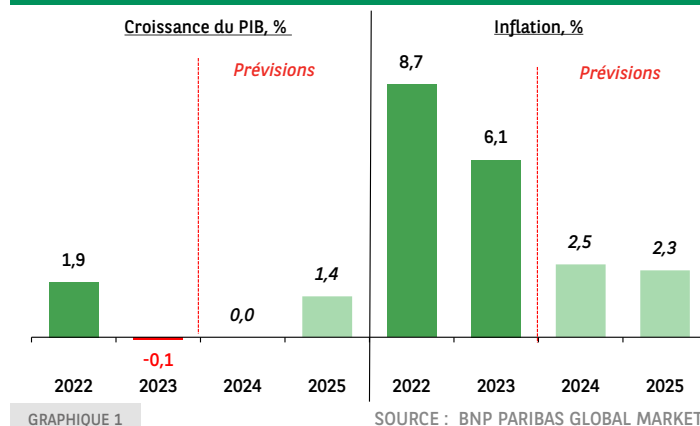
L'Allemagne devrait toutefois bénéficier, au cours de l'année 2024, de vents porteurs : une première baisse de taux de la BCE anticipée pour juin et un rebond de la croissance dans le reste de la zone euro. La croissance allemande resterait cependant inférieure à celle de la zone euro en 2024 (0% contre 0,7%) comme en 2025 (1,4% contre 1,7%).

UNE PÉRIODE DE TRANSITION QUI DEVRAIT DURER

La sous-performance de la croissance allemande n'en est pas à ses débuts. Entre le T4 2017 et le T4 2023, le PIB allemand a progressé de 1,2% contre 5,5% pour la zone euro. Cela tranche avec la période précédente (T4 2009 - T4 2017) où la situation était inverse : +19,6% pour l'Allemagne contre +11,8% pour la zone euro. Auparavant le pays avait déjà connu une période de retard de croissance, consécutive à la réunification, jusqu'en 2005 (époque où l'Allemagne avait été qualifiée d'« homme malade » de l'Europe), avant que sa croissance rejoigne celle de la zone euro (entre 2005 et 2009).

Les années 1990 avaient débuté par une période de transition coûteuse puisqu'il avait fallu absorber le coût de la réunification. Des inquiétudes

CROISSANCE ET INFLATION



sur le statut de l'Allemagne en tant que site de production s'étaient également fait jour (thématique du *standort deutschland*). Par ailleurs, du point de vue des finances publiques, la dette publique et le déficit public allemands étaient voisins de ceux de la France. De profondes réformes ont *in fine* permis de clore par le haut cette période : les réformes Hartz (2003-05) ont transformé le marché du travail allemand, tandis que les finances publiques ont été régies par la règle du frein à l'endettement, votée en 2009, qui limite le déficit budgétaire structurel à 0,35% du PIB. L'Allemagne a également profité de l'intégration des pays d'Europe centrale et orientale à l'Union européenne en 2003 pour y externaliser une partie de sa production, tandis que ses exportations ont bénéficié du développement de la Chine (entrée à l'OMC en 2001).

L'Allemagne est aujourd'hui de nouveau engagée dans une transition qui revêt deux facettes : l'adaptation au changement climatique et la prise en compte de la montée en puissance de la politique industrielle en Chine et aux États-Unis. Ce n'est pas un hasard si 2018 a été la première année à voir la croissance allemande décrocher par rapport à celle de la zone euro : la production automobile a atteint son pic en 2017, juste avant l'adoption des premières normes européennes plus contraignantes pour les constructeurs (normes WLTP entrées en application en septembre 2018). L'industrialisation rapide de la Chine constitue un autre défi : la densité en termes de robots industriels du pays est passée en 2017 d'un rapport de 1 à 3 vis-à-vis de l'Allemagne à une quasi parité en 2022, selon l'International Federation of Robotics. Cette montée en puissance de la Chine a déjà commencé à affecter la part de marché de l'Allemagne dans le commerce mondial (6,6% en 2022 contre 7,8% en 2019 selon l'OMC), un recul qui pourrait se renforcer. Les deux transitions engagées se traduisent par une remise en cause de l'avantage compétitif de l'Allemagne. La perte d'activité relative devrait se poursuivre à mesure que ces transitions continueront de produire leurs effets.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

VERS UNE REPRISE

Comme en 2022 et 2023, l'économie française a entamé l'année sur une note faible et devrait voir sa croissance s'accélérer au 2^e trimestre. Même s'ils sont différents des précédentes années, des vents contraires ont pesé sur l'économie française au 1^{er} trimestre 2024. Au-delà de ce phénomène purement conjoncturel, pour renouer avec une croissance plus durable il faudra attendre le retour du consommateur français, que nous anticipons également pour le 2^e trimestre. Enfin, l'investissement des entreprises devrait redevenir un support à la croissance française, avec notamment la mise en œuvre du plan France industrie verte.

L'économie française vient de connaître, au cours de la seconde moitié de 2023, un 2^e semestre de stagnation après celui déjà observé au tournant de 2022-2023. Ce dernier avait été suivi d'un rebond important (croissance de 0,6% t/t au 2^e trimestre 2023) mais sans lendemain. En ira-t-il autrement cette fois-ci ? La réponse n'est pas évidente car, pour la première fois, tous les postes de la demande intérieure ont manqué à l'appel au T4 2023 : la consommation des ménages a stagné et l'investissement des entreprises et des ménages se sont repliés. Notre scénario pour 2024 envisage une amélioration graduelle, au 2^e trimestre plutôt qu'au 1^{er}. Devra-t-on s'habituer à voir l'économie française commencer au ralenti au T1, puis redémarrer à partir du T2 ?

1^{ER} TRIMESTRE : UN NOUVEAU RETARD À L'ALLUMAGE

L'année 2024 pourrait bien avoir débuté à son tour sur une note modérée. Le 1^{er} trimestre 2022 avait souffert de la soudaine accélération de la crise inflationniste et des restrictions sanitaires liées au variant Omicron, tandis que le tournant de l'année 2023 avait été affecté par le risque de pénuries d'énergie. Qu'en sera-t-il en 2024 ?

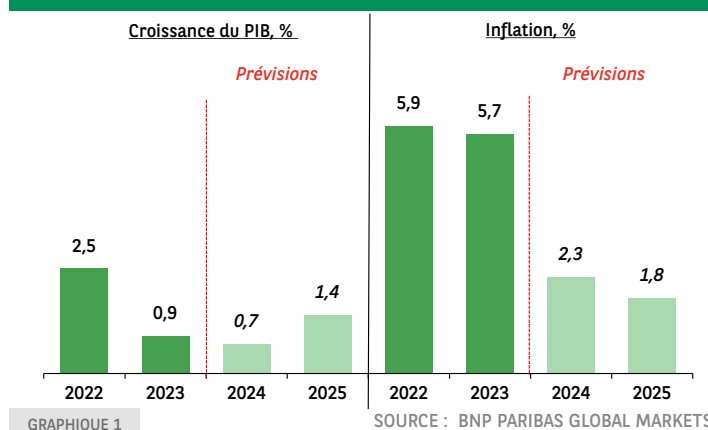
Plusieurs facteurs négatifs sont à l'œuvre : les attaques de navires en mer Rouge qui ont perturbé les approvisionnements, de nouvelles fermetures d'usines automobiles et une baisse de la production. En parallèle, le nouveau recul des importations de biens intermédiaires au mois de janvier (chiffres des douanes françaises) n'augure pas d'un retour immédiat de la croissance du PIB. Les finances publiques ont également probablement pesé. En parallèle, la consommation des ménages aurait de nouveau manqué à l'appel au 1^{er} trimestre. En effet, même si l'inflation a fortement reculé (2,4% a/a en mars selon l'indice harmonisé contre 5,7% a/a en septembre 2023), la hausse des prix des services (assurances, transports), ainsi que le retrait partiel du bouclier énergétique ont pesé sur le moral des ménages au 1^{er} trimestre, dont la consommation en biens s'est érodée sur janvier-février.

En parallèle du bouclier énergétique, d'autres mesures de soutien ont été retirées (i.e. bonus écologique pour les flottes automobiles d'entreprises) ou sont entrées en vigueur tardivement (refonte du bonus écologique automobile pour les particuliers). À tout cela s'ajoute la maintenance des raffineries de pétrole qui a nécessité des fermetures plus importantes qu'à l'accoutumée au 1^{er} trimestre 2024. Enfin, l'activité du secteur du bâtiment a été affectée par le froid au mois de janvier. Le solde d'opinion sur l'activité passée dans le logement neuf a atteint -37 en janvier, -39 en février, avant un rebond à -31 en mars (enquête de conjoncture de l'Insee dans le bâtiment).

2^E TRIMESTRE 2024 : LE RETOUR DE LA CROISSANCE ?

Il est plausible que les entreprises françaises n'aient pas produit à la hauteur de leurs souhaits au T1, et qu'elles puissent le faire au T2 2024. Par ailleurs, le retour de la demande est attendu, avec la dissipation des dernières poches inflationnistes résiduelles encore perceptibles au 1^{er} trimestre. En parallèle, malgré une inflation cumulée importante (12% depuis l'automne 2021, dont 21% sur l'alimentation ou 6,5% sur les biens manufacturés), les prix d'une partie non négligeable de la consommation des ménages se sont stabilisés. Les prix des biens manufacturés n'augmentaient plus que de 0,1% a/a en mars et pourraient passer rapidement en territoire négatif (les prix à la production ont diminué de 5,5% a/a

CROISSANCE ET INFLATION



en février 2024). Un rebond de la propension à dépenser des ménages pourrait ainsi venir de baisses de prix notamment sur des produits emblématiques du quotidien (l'alimentation) ou des achats plus exceptionnels comme celui d'une voiture. Qu'est-ce qui pourrait amorcer de telles baisses de prix ? Dans le cas de l'automobile, leur hausse passée (11% depuis l'automne 2021) a fini par peser sur la demande, ce qui devrait inciter les constructeurs à baisser leurs prix sur fond de nouveaux modèles moins chers (e-C3, R5 électrique) et/ou d'abondement du bonus écologique (en sus de ce que le gouvernement propose). En complément, l'adoption de critères plus contraignants en matière d'électrification des flottes d'entreprises (des pénalités financières, en discussion à l'Assemblée nationale, seraient applicables dès 2024) pourrait également soutenir la demande.

ET ENSUITE : LA MISE EN ŒUVRE DES PLANS

La France développe depuis plusieurs années une politique industrielle : l'investissement des entreprises a bénéficié d'incitations fiscales (mesure de suramortissement en 2016), puis d'aides à partir de la période du Covid-19 (plan France relance). En parallèle de France 2030, le nouveau plan France industrie verte devrait donner une nouvelle impulsion, avec notamment l'entrée en vigueur, en mars 2024, du crédit d'impôt au titre des investissements dans l'industrie verte (C3IV). De plus, l'impact du resserrement monétaire mis en œuvre en 2022-23 par la BCE devrait s'atténuer. Par conséquent, après une période plus négative pour l'investissement des entreprises (entamée au 4^e trimestre 2023, -0,9% t/t), ce dernier devrait rebondir courant 2024.

Au global, l'année 2024 devrait donc voir deux piliers importants de la croissance française (consommation des ménages, investissements des entreprises) faire leur retour et préfigurer une année 2025 encore meilleure (avec une prévision de croissance à 1,4%).

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



UN SCÉNARIO PLUS OPTIMISTE QUE PRÉVU

En 2023, le PIB réel italien a progressé de près de 1 %. La croissance a été généralisée : la consommation des ménages a augmenté de 1,2%, notamment en raison de la poursuite de l'amélioration des conditions sur le marché du travail, et l'investissement est resté le principal moteur de la croissance. Les dépenses en machines et équipements de technologies de l'information et de la communication (TIC) sont en hausse de 20% par rapport à 2019, ce qui a eu des premiers effets positifs sur la croissance potentielle. La croissance des investissements depuis la période postpandémique a contribué à augmenter le nombre d'entreprises s'appuyant efficacement sur les technologies de transformation numérique pour soutenir leur productivité.

UNE REPRISE TIRÉE PAR L'INVESTISSEMENT

Après avoir enregistré une croissance négative au T2 2023 (-0,2 % t/t), l'économie italienne s'est légèrement redressée au deuxième semestre (+0,2% t/t au T3 et au T4). Au T4, le PIB réel était supérieur de 4,2 % à celui du T4 2019 et à celui des autres principales économies de la zone euro.

Sur l'ensemble de l'année 2023, le PIB a augmenté de près de 1 %. Les variations des stocks ont pesé sur la croissance à hauteur de 1,3 point mais la contribution du commerce extérieur a été positive (0,3 pp), les importations ayant diminué tandis que les exportations ont légèrement augmenté. Selon les données de la balance commerciale, la valeur des exportations italiennes de biens est cependant restée inchangée à EUR 626 mds. Les exportations dans les pays de l'UE ont diminué, en raison de l'évolution décevante des ventes en Allemagne, tandis que les exportations aux États-Unis ont augmenté de près de 3,5 %.

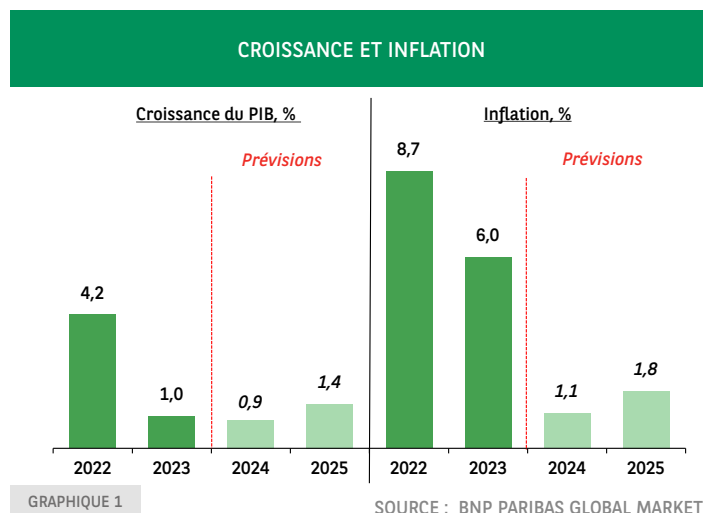
La croissance de l'économie a été généralisée à l'ensemble des secteurs. La valeur ajoutée des services a augmenté de 1,6 % (contribuant à hauteur de 1,2 point à la croissance globale), et celle du secteur de la construction de près de 4 %. Bien qu'en décélération, la valeur ajoutée du secteur manufacturier a continué d'augmenter (+0,2 % en 2023), tandis que la production a fortement diminué (-2,5 %).

Malgré une forte baisse au T4 (-1,4 % t/t), la consommation des ménages a progressé de 1,2 % sur l'ensemble de l'année. Cette dernière a bénéficié de l'amélioration des conditions sur le marché du travail (le taux d'emploi a atteint 61,5 %, soit le niveau le plus élevé de ces vingt dernières années). Le pouvoir d'achat des ménages a donc bénéficié à la fois du redressement de leur revenu nominal et de la baisse de l'inflation. Malgré l'incertitude persistante concernant le scénario global, la confiance des consommateurs s'est améliorée, dépassant sa moyenne de long terme.

L'investissement est quant à lui resté le principal moteur de la croissance italienne en 2023. La formation brute de capital fixe a augmenté de près de 5%, ajoutant 1 point à la croissance du PIB réel. Par rapport à 2019, les investissements ont augmenté de plus de 25 %, portés par la hausse de près de 40% des investissements dans la construction, eux-mêmes largement soutenus par les aides publiques pour l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments. Les dépenses en machines et en équipements de technologies de l'information et de la communication (TIC) ont, quant à elles, augmenté de 20 % par rapport à 2019, entraînant des premiers effets positifs sur la croissance potentielle italienne, passée d'un peu plus de 0,5 % (selon l'estimation du FMI datant d'avant la pandémie) à près de 1 %.

LA TAILLE DES ENTREPRISES AUGMENTE

La reprise postpandémique s'est accompagnée de changements dans la structure et les orientations stratégiques de l'écosystème des entreprises italiennes. Selon la deuxième vague du recensement des entreprises de l'Istat, un processus de recomposition est apparu en faveur des entités plus grandes (et plus productives) entre 2019 et 2022 : les moyennes et



grandes entreprises ont enregistré une augmentation de leur nombre et de leur effectif, alors que les petites et micro-entreprises n'ont connu qu'une hausse limitée (la plupart ont en fait connu des baisses). Dans le secteur industriel, le nombre de micro-entreprises a diminué d'environ 7 000 entités (-4,5 %), dans le secteur des services de 9 000 entités (-1,1 %), tandis que dans la construction et les services aux personnes, leur nombre a augmenté d'environ 390 000 (+10,3 % et +31,7 %, respectivement).

L'augmentation de l'emploi observée au cours de la période s'explique en grande partie par les moyennes et grandes entités, qui représentent 66,4 % des quelque 660 000 employés supplémentaires. Toutes les catégories de taille d'entreprise, à l'exception des moyennes entreprises actives dans les services aux particuliers, ont enregistré une augmentation de leur valeur ajoutée (tirée toutefois également vers le haut par l'inflation).

Ces mouvements se sont traduits par une augmentation de la taille moyenne des entreprises, généralisée dans la plupart des secteurs. Par ailleurs, la croissance des investissements dans la numérisation observée dans les entreprises italiennes depuis la période postpandémique a entraîné une augmentation du nombre d'entreprises désireuses et capables d'investir dans des technologies reposant plus efficacement sur la transformation numérique qui ont pour impact d'augmenter la productivité. Leur nombre est passé de 2,6 % à 7 % du total des entreprises de plus de 10 salariés, tandis que leur poids en termes de salariés a augmenté de 16,2 % à 22,2 %.

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnpparibas.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnpparibas.com



ESPAGNE

12

LE MOTEUR DE LA ZONE EURO

En 2023, le PIB réel espagnol (en hausse de 2,5% en moyenne annuelle) a beaucoup plus progressé que celui de la zone euro (0,5% a/a). La consommation des ménages, principal moteur de la croissance, a été soutenue par la robustesse du marché du travail et la modération de l'inflation. Nous prévoyons une croissance de 0,4% t/t au T1 2024, avant une accélération au cours des trimestres suivants. Pour la quatrième année, la croissance espagnole serait ainsi l'un des principaux moteurs de la zone euro (2% a/a contre 0,7% a/a).

LA CONSOMMATION DES MÉNAGES RÉSISTE MALGRÉ L'INFLATION

En ce début d'année 2024, l'évolution de l'inflation espagnole connaît quelques à-coups. Après avoir baissé en février en raison d'une plus faible progression des prix alimentaires (5,3% a/a en février ; -2,1 points de pourcentage sur un mois) et d'une nouvelle baisse des prix de l'énergie (-4,6% a/a ; -2,2 pp), l'inflation harmonisée aurait de nouveau augmenté en mars, selon l'estimation préliminaire de l'INE (3,2% a/a, +0,3 pp). Cette progression serait alimentée par le retour de la TVA sur les prix de l'énergie à 21% (contre 10% durant les trois précédents mois) ainsi que par la hausse des prix des carburants¹. Le paquet de mesures fiscales visant à lutter contre la hausse des prix devant expirer d'ici le milieu de l'année, l'inflation pourrait à nouveau s'accroître au deuxième trimestre. À l'instar d'autres pays de la zone euro, les prix des services continuent d'exercer une pression à la hausse sur l'inflation sous-jacente espagnole, qui se serait toutefois légèrement résorbée en mars selon l'INE (3,2%, -0,3 pp). La croissance des salaires étant plus élevée en Espagne que dans les autres pays de la zone euro (4,2% a/a pour l'Espagne T4 2023 contre 3,1% a/a pour la zone euro), la crainte de l'enclenchement d'une boucle prix-salaire reste importante.

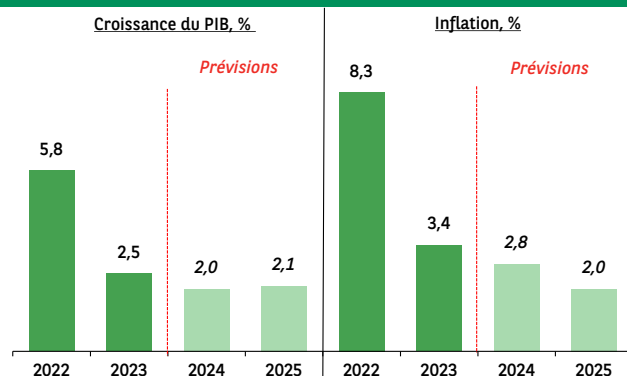
La tendance globale au ralentissement de l'inflation, associée à cette forte croissance des salaires, a néanmoins pour effet d'améliorer le pouvoir d'achat des ménages, et soutient ainsi leur consommation. Les premières données d'enquête (*soft data*) signalent d'ailleurs que la consommation des ménages espagnols devrait rester importante en ce début d'année. Les résultats de l'enquête PMI indiquent une amélioration de l'activité du secteur privé (PMI composite à 53,9 en février ; + 2,4 points sur un mois) principalement imputable à une plus forte demande. L'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne marque lui aussi un net progrès en mars (+1,3 point sur un mois, à -16). Celui-ci est principalement porté par une amélioration des anticipations concernant la situation économique globale (-18,6 ; + 2,9 points) et la situation financière pour l'année à venir (-3,3 ; + 2,2 points), qui stimulent à leur tour les intentions d'effectuer des achats importants dans les prochains mois (-23,3 soit le meilleur niveau observé depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine ; + 0,3 point sur un mois). Cette croissance de la consommation se retrouve déjà également dans les données « dures » (*hard data*) de février, avec une progression significative des ventes au détail (+0,5% m/m en février) et des immatriculations de nouveaux véhicules (+3,1% t/t au T1). Par ailleurs, le tourisme, qui avait enregistré un niveau record en 2023, ne faiblit pas en ce début d'année : le nombre d'arrivées continue de progresser en février (+10,2% a/a), portant ainsi le nombre de voyageurs à 5 millions.

LE MARCHÉ DU TRAVAIL NE FAIBLIT PAS

Deux ans après la réforme du marché du travail, les vulnérabilités structurelles relatives au taux de chômage des actifs, des jeunes et de long terme persistent toujours. Néanmoins, les évolutions récentes du marché du travail continuent de surprendre favorablement. Le taux d'emploi (15-64 ans) affichait, au T4 2023, un niveau bien supérieur (65,8%) à la moyenne enregistrée sur la période 2010-2019 (58,8%), et les résultats publiés en ce début d'année restent encourageants : les entreprises² continuent de signaler des difficultés

¹ Qui cumulent désormais neuf semaines consécutives de hausses ininterrompues.
² Selon l'enquête de sentiment économique de la Commission européenne de mars.
³ Donnée non corrigée des variations saisonnières (non cvs).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

de recrutement dans les secteurs de la construction (12,3 ; +1,9 point sur un mois et 7 points au-dessus de la moyenne sur 30 ans) mais également des services (16,8 ; - 6,2 points sur un mois mais toujours 11,7 points au-dessus de la moyenne sur 30 ans), et le nombre d'affiliés à la sécurité sociale continue de grimper en janvier (+103 000³), le portant à 21 millions.

LA MINORITÉ AU PARLEMENT EST SOURCE D'INSTABILITÉ

Le Premier ministre Pedro Sánchez et son gouvernement souffrent actuellement de leur minorité parlementaire. Après s'être battus durant des mois avec les partis de l'opposition dans l'espoir de faire accepter le budget pour 2024, le gouvernement s'est finalement avoué vaincu et a pris la décision d'étendre le cadre budgétaire de 2023 pour une année supplémentaire, puis de se concentrer sur le projet de budget pour 2025. Cette décision ne devrait toutefois pas affecter significativement les finances publiques espagnoles : la situation budgétaire en ce début d'année étant plus solide que prévue – avec un déficit public de 3,7% du PIB en 2023 (contre 3,9% initialement anticipés) – et la prévision de croissance pour l'année 2024 étant très élevée (2% a/a).

Néanmoins, des hostilités dans le camp séparatiste du parlement de Catalogne ont rendu impossible le vote du budget régional, ce qui a conduit le Président de la généralité de Catalogne à appeler à des élections législatives anticipées régionales pour le 12 mai. Or, les résultats de ces élections sont source d'inquiétude pour le gouvernement Sánchez. Non seulement la Catalogne est un point d'ancrage pour le Parti Socialiste, mais le gouvernement, déjà fragile, dépend également très grandement du soutien des deux rivaux séparatistes (ERC et Junts). Ainsi, si ERC perd la présidence de la Catalogne, cela pourra signifier que son soutien au gouvernement socialiste à Madrid aura été massivement sanctionné par les votants, et le parti n'aurait plus d'intérêt de soutenir Pedro Sánchez, qui se retrouverait alors dans une situation délicate.

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com
BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PAYS-BAS

13

LA RÉCESSION SEMBLE TERMINÉE

La courte récession néerlandaise semble avoir pris fin, grâce au dynamisme de la consommation privée et publique. L'inflation continue de ralentir, même si elle reste plus forte que prévu dans certains secteurs. Le nouveau gouvernement n'a pas encore été formé, mais un large consensus estime qu'une fois qu'il le sera, les dépenses publiques augmenteront, ce qui donnera un coup de fouet à l'économie. Celle-ci devrait donc suivre une trajectoire différente, plus positive, de celle de ses voisins.

L'économie néerlandaise a progressé au quatrième trimestre 2023, mettant fin à la légère récession qui a frappé le pays en 2023 et entraîné une baisse cumulée du PIB de 1,1 % entre le 1er et le 3e trimestre 2023. Au 4e trimestre, le PIB a augmenté de 0,4 % t/t portant ainsi la croissance pour l'ensemble de l'année tout juste au-dessus de zéro, à +0,1 %, l'une des plus mauvaises performances de la zone euro. La croissance a été soutenue par les dépenses des ménages, ainsi que par celles des collectivités. L'investissement, quant à lui a pâti de la persistance d'un climat des affaires négatif, et qui s'est même détérioré. Au total, l'investissement a reculé de 2,1 % t/t au 4e trimestre. Le niveau élevé des taux d'intérêt et le contexte géopolitique morose ont vraisemblablement pesé, donnant peu de visibilité aux entreprises. Dans un contexte, où les stocks continuent d'être majoritairement qualifiés de « trop élevés », le déstockage est resté le mot d'ordre des derniers mois de l'année. Les stocks de gaz ont également été réduits.

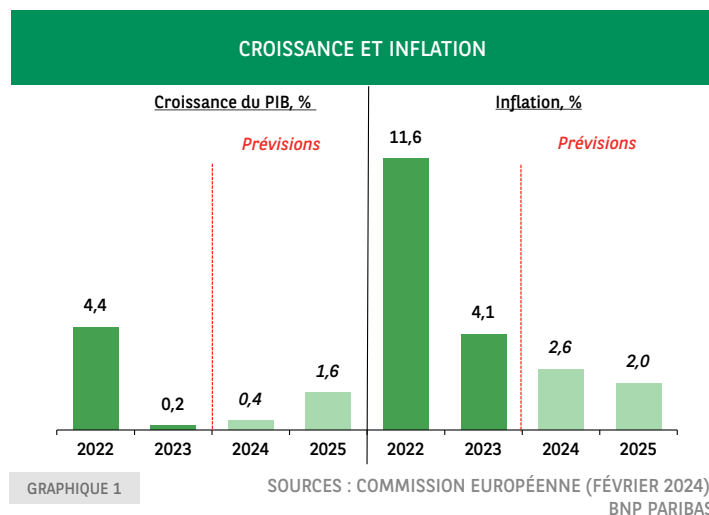
En 2024, nous prévoyons une poursuite de la baisse de l'investissement, toujours pénalisé par la hausse des coûts de financement. En revanche, la consommation des ménages devrait continuer de soutenir la croissance, essentiellement grâce aux gains supplémentaires attendus de pouvoir d'achat (hausse des salaires plus rapide que l'inflation, en baisse). En outre, le marché du travail devrait rester tendu, malgré la légère augmentation anticipée du taux de chômage. Les ménages néerlandais, connus pour vivre à crédit, semblent avoir modéré cette mauvaise habitude au fil du temps. Exprimé en pourcentage du PIB, le taux d'endettement des ménages est passé de 120 % en 2010 à moins de 90 % à la fin de l'année dernière. Par rapport aux pays voisins, ce ratio reste toutefois assez élevé (moins de 60 % en Belgique), mais sa diminution au fil du temps est une bonne nouvelle pour la stabilité économique. Pour 2024, la Commission européenne prévoit une croissance modeste du PIB néerlandais, de 0,4 %, avant une reprise plus nette en 2025, où la croissance atteindrait 1,6 % (prévisions d'hiver).

L'INFLATION EST À LA BAISSÉ

L'inflation néerlandaise a fortement diminué par rapport à son niveau record de plus de 17 % a/a en septembre 2022, pour atteindre 2,6 % a/a en février 2024 (mesure IPCH). L'inflation sous-jacente reste légèrement supérieure à ce niveau, à 3 %. Comme c'est le cas dans de nombreux pays, l'inflation reste plus persistante que prévu dans les services, ainsi que dans l'alimentaire. C'est pourquoi les baisses de taux attendues de la BCE ont été quelque peu retardées au fil des semaines en 2024. Il faudra probablement faire preuve de patience, même s'il ne fait aucun doute que les taux d'intérêt baisseront cette année. Pour l'ensemble de l'année 2024, la Commission européenne s'attend à ce que l'inflation néerlandaise soit d'environ 2,6 %, et de 2 % l'année suivante.

REMONTÉE DES PRIX DE L'IMMOBILIER

Le secteur néerlandais du logement a été particulièrement touché par le resserrement de la politique monétaire. En mai 2023, les prix enregistraient une chute de 5,8 % en glissement annuel. Toutefois, ils connaissent



déjà une reprise, les taux d'intérêt ayant probablement atteint leur pic et les taux d'emprunt ayant même déjà entamé leur décrue. En février 2024, les prix de l'immobilier résidentiel étaient en hausse de plus de 4 % a/a. Les principales causes de cette remontée des prix sont les fortes augmentations des salaires et l'offre limitée. Cette reprise rapide du marché du logement est certainement un autre argument pour expliquer la nette amélioration de la confiance des ménages.

LE NOUVEAU GOUVERNEMENT N'A PAS ENCORE ÉTÉ CONSTITUÉ, MAIS LES CHOSÉS BOUGENT

Lorsque Geert Wilders a obtenu le plus grand nombre de voix lors des élections de l'année dernière, sa victoire a été perçue comme une illustration claire de la manière dont l'extrême droite pouvait s'emparer du pouvoir en Europe. Mais quatre mois plus tard, il en reste exclu, les partis traditionnels des Pays-Bas serrant les rangs pour obliger son Parti de la liberté à renoncer au poste de Premier ministre en échange de la mise en place d'un gouvernement de coalition. À quelques mois des élections européennes du 9 juin, la situation néerlandaise met en avant l'une des caractéristiques d'un des systèmes démocratiques les plus fragmentés d'Europe : gagner une élection ne signifie pas obtenir le pouvoir.

À plus long terme, une fois le gouvernement néerlandais formé, un large consensus estime que les dépenses publiques augmenteront, ce qui donnera plus de pouvoir d'achat aux ménages et soutiendra également davantage l'économie grâce à des investissements publics plus importants. En conséquence, le solde budgétaire devrait passer plus nettement dans le rouge, à hauteur de -2 % du PIB cette année et l'année suivante, comparativement à un léger déficit de -0,6 % en 2023. Le faible niveau de la dette publique (moins de 50 % du PIB en 2023) est toutefois une caractéristique importante, qui permet d'augmenter les dépenses sans problème, au contraire d'autres pays européens.

Sylviane Delcuve

sylviane.delcuve@bnpparibasfortis.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CONSOMMATION DES MÉNAGES 2.0 RESTE LE PRINCIPAL MOTEUR DE LA CROISSANCE

Notre estimation « nowcast » de la croissance belge au premier trimestre 2024 confirme les perspectives relativement positives de l'économie : elle continue de croître à un rythme proche de la tendance (0,3 % par trimestre), en dépit d'un environnement extérieur difficile. Des facteurs ponctuels ont amplifié le recul de l'investissement des entreprises et des échanges en fin d'année dernière, mais la consommation des ménages est redevenue le principal moteur de la croissance économique. Les modes de consommation évoluent toutefois, avec une augmentation du commerce électronique et de la part des dépenses consacrées aux services. Les entreprises belges continuent cependant d'afficher une certaine résilience, tandis que le marché du travail ralentit.

La croissance du PIB belge au quatrième trimestre 2023 a été de 0,3 % t/t, portant la croissance pour l'ensemble de l'année à 1,5 %. La consommation privée et l'investissement des entreprises en ont été les principaux contributeurs. Plus précisément, au cours des trois premiers trimestres, les dépenses d'investissement des entreprises ont contribué à la quasi-totalité de la croissance économique, tandis que le commerce extérieur y a contribué très négativement. La situation a changé au quatrième trimestre, des facteurs ponctuels (vente de navires à des homologues étrangers) ayant tiré vers le bas l'investissement des entreprises et vers le haut les exportations. Mais même en tenant compte de ces évolutions spécifiques, un ralentissement de la croissance des investissements se profile. En revanche, la tendance à la baisse des échanges extérieurs semble avoir atteint son point bas au cours des derniers mois.

CHANGEMENT DES MODES DE CONSOMMATION

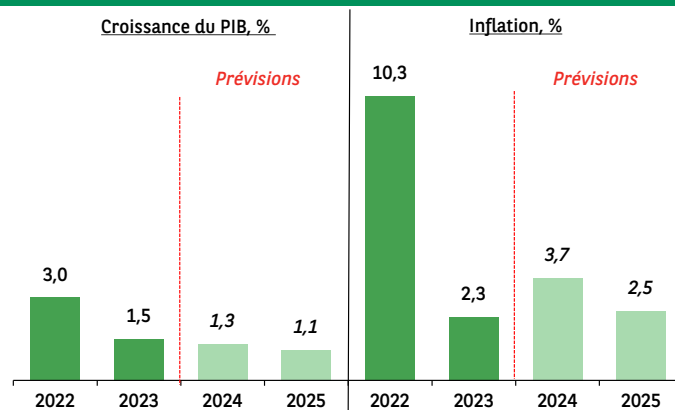
Après un bref épisode de déflation à la fin de l'année 2023, liée au traitement technique des mesures d'aide à la facture énergétique au moment où les prix de l'énergie avaient largement dépassé leur pic, l'inflation harmonisée est remontée à 3,6 % a/a en février. Ce faisant, l'indice IPCH a dépassé son pic d'octobre 2022 pour la première fois en 16 mois. Toutefois, grâce à une forte indexation des salaires au début de l'année 2023, les pertes de salaires réels pour les ménages belges sont restées limitées, ce qui contraste fortement avec les pays voisins et la zone euro dans son ensemble. La consommation des ménages s'est bien maintenue, contribuant pour moitié environ à la croissance de 1,5 % du PIB en 2023. Nous nous attendons à ce qu'elle poursuive sur cette voie et représente plus de la moitié de la croissance du PIB en 2024, car la confiance des consommateurs semble s'être stabilisée sur sa moyenne à long terme.

Derrière ce retour apparent à une consommation habituelle se cachent d'importants changements de comportement. Le premier est l'augmentation de la part du commerce en ligne. D'après des données internes, la part des achats en ligne dans les dépenses totales de nos clients de la banque de détail est passée de 10 % avant le début de la pandémie à 22 % et plus au début de cette année. Par ailleurs, les dépenses dans le commerce de détail ont augmenté de 17 % depuis le début de la pandémie, du moins en termes nominaux. Corrigés de l'inflation, les volumes sont, en revanche, en baisse de 4 %, atteignant leur plus bas niveau depuis 10 ans. Cela pourrait être dû à un report des dépenses de consommation des biens vers les services. Les données d'Eurostat semblent indiquer que sa part actuelle et son augmentation sur les deux dernières années sont bien supérieures à celles des pays voisins et du reste de la zone euro.

LE SORT DES ENTREPRISES

L'aide gouvernementale importante accordée aux entreprises belges au cours des deux dernières années a fait couler beaucoup d'encre. Les taux de faillite ne font que remonter, progressivement, vers leurs niveaux d'avant la crise. En dépit d'une faillite imminente très médiatisée dans le secteur des transports, la crainte de longue date d'une vague de faillites diminue. Une question se pose : des entreprises en mauvaise santé auraient-elles été maintenues artificiellement en vie grâce au soutien des pouvoirs publics ? Dans sa dernière publication, la Banque nationale répond à cette

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

question par un « non » catégorique. La part des entreprises qualifiées de « zombies » – celles dont les charges financières dépassent leurs bénéfices pendant au moins trois années consécutives et qui sont actives depuis au moins dix ans – a poursuivi sa baisse pendant la crise Covid et énergétique qui a suivi. Cette part est passée d'environ 15 % en 2010 à 11 % en 2021. Par ailleurs, les prêts non-performants sur les expositions nationales sont inférieurs à leur niveau d'avant-crise.

Des éléments anecdotiques suggèrent également que les entreprises belges retrouvent une certaine dynamique. Récemment, et pour la première fois, le pays s'est classé dans le top 10 du classement FT1 000 des entreprises européennes à la croissance la plus rapide. Les données d'Eurostat suggèrent que des améliorations sont encore possibles, la part des entreprises à croissance rapide en Belgique (7 %) étant inférieure à la moyenne de l'UE (9 %). Plus généralement, la confiance se rétablit dans l'ensemble de l'économie, même si les évolutions divergent. Les entreprises de la construction et surtout de l'industrie affichent un regain d'optimisme. Celles du secteur du commerce sont plus pessimistes, d'autant plus que le commerce de véhicules a été touché par la baisse de la demande en mars. Le marché du travail ralentit lentement. La part des entreprises du secteur industriel déclarant qu'il s'agit d'un facteur limitant a encore diminué. L'indice Federgon du travail temporaire, un indicateur avancé, est orienté à la baisse depuis deux trimestres et les créations d'emplois décélèrent également. Le commerce international semble avoir atteint son point bas au début de l'année. Après un regain d'activité (porté par la chimie et la pharmacie), il était en recul depuis fin 2022. Mais, en glissement annuel, cette dynamique s'est inversée début 2024. Nous prévoyons une amélioration progressive, entourée d'une grande incertitude liée à l'environnement extérieur.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com



PORTUGAL

15

UN ASSAINISSEMENT SPECTACULAIRE DES FINANCES PUBLIQUES

Après huit ans de gouvernement socialiste, la coalition de centre droit Alliance démocratique a remporté les élections législatives anticipées du 10 mars dernier. Ce revirement politique, dans un contexte d'absence de majorité absolue au Parlement, pourrait être source d'instabilité dans le pays. Néanmoins, l'assainissement profond des finances publiques réalisé durant le mandat d'António Costa, ainsi que la solidité des fondamentaux macroéconomiques, permettent au futur gouvernement de disposer d'une importante marge de manœuvre économique et budgétaire. La croissance portugaise devrait rester largement supérieure à celle de la zone euro en 2024 (1,2% selon la Commission européenne, contre 0,7% pour la zone euro).

UN REVIREMENT POLITIQUE SOURCE D'INSTABILITÉ

La démission surprise en novembre dernier du Premier ministre portugais, António Costa, en raison d'un scandale de corruption et de trafic d'influence dans son cercle restreint, a contraint le président de la République à dissoudre le Parlement et à appeler à des élections générales anticipées, qui ont eu lieu le 10 mars 2024. Après huit ans de gouvernement socialiste, le parti de centre droit Alliance démocratique (AD) a obtenu le plus grand nombre de sièges au Parlement (80 sur un total de 230), et son chef de file, Luís Montenegro, a été nommé Premier ministre. Le Parti Socialiste (PS) est, quant à lui, arrivé en deuxième position, remportant 78 sièges. Enfin, le parti d'extrême droite Chega est devenu la troisième force politique du pays. Ayant réalisé une percée fulgurante avec une augmentation de 12 à 50 sièges au Parlement en deux ans, il est considéré comme le grand gagnant de ces élections.

Ces résultats ne permettront toutefois pas à Luís Montenegro de former un gouvernement disposant d'une majorité absolue au Parlement. Aucune alliance entre l'AD et Chega, ou le PS, n'étant pour le moment envisagée, le gouvernement se retrouvera très probablement minoritaire, avec des partis de l'opposition rejetant ses futurs projets de lois, ainsi que les votes de budget, comme c'est actuellement le cas en Espagne. Néanmoins, ce n'est pas la première fois dans l'histoire de la démocratie portugaise qu'un gouvernement est en position minoritaire au Parlement¹; le PS et l'AD ont ainsi eu l'habitude de coopérer en cas d'absence de majorité absolue. Malgré le fait que le leader du PS ait insisté sur le fait que son parti s'opposera au vote du budget à l'automne, il apparaît dans le cadre actuel, que les deux partis aient un intérêt supplémentaire à coopérer : celui d'éviter des élections générales anticipées, qui pourraient donner à Chega une chance de plus d'augmenter son nombre de sièges.

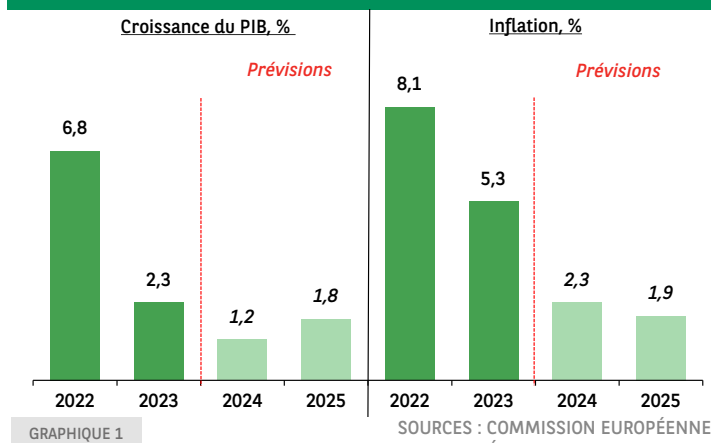
DES BASES MACROÉCONOMIQUES SOLIDES

Ce revirement politique se produit néanmoins à un moment où les bases macroéconomiques du Portugal sont solides, ce qui devrait diminuer les potentiels risques impliqués par un changement de gouvernement et une minorité au Parlement. La croissance a atteint 2,3% en 2023 en moyenne annuelle, un rythme comparable à celui de l'Espagne (2,5%) et largement supérieur à celui de la zone euro (0,5%). Elle resterait élevée en 2024 (1,2% selon la Commission européenne), principalement portée par la bonne performance de la consommation des ménages et des exportations.

Sur l'ensemble de l'année 2023, l'inflation (mesure harmonisée) a ralenti de 2,8 points de pourcentage (passant de 8,1% en moyenne annuelle en 2022 à 5,3% en 2023) et elle se situerait à 2,6% a/a en mars, selon l'estimation préliminaire de l'INE. Cette baisse de l'inflation, qui se poursuivra en 2024, associée à la forte croissance des salaires (+5,5% a/a au T4 2023 selon Eurostat), devrait continuer de soutenir le pouvoir d'achat des ménages. La bonne performance du marché du travail est un autre facteur favorable à la consommation des ménages. Bien que le taux de chômage ait été relativement stable au cours des cinq dernières années (6,5% en janvier 2024), le taux d'emploi (15-74 ans) a atteint un niveau historique au T3 2023, à 63,9%, quasiment trois points au-dessus de la moyenne de la zone euro.

¹ Notamment entre 2019 et 2022.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE (FÉVRIER 2024), BNP PARIBAS

Le tourisme devrait aussi continuer de soutenir les exportations. Après le record touristique enregistré en 2023, avec plus de 18 millions de touristes étrangers (+19% par rapport à 2022 et +11% par rapport à 2019), l'activité ne faiblit pas en ce début d'année, le nombre de voyageurs étrangers ayant atteint 964 700 en février (+10,4% a/a).

Le plus large déploiement du plan de relance et de résilience de l'UE – duquel le Portugal doit recevoir EUR 16,3 mds de subventions et EUR 5,9 mds de prêts entre 2021 et 2026 – soutiendra l'investissement en 2024 et au-delà. Néanmoins, une situation politique instable pourrait impacter les futurs déboursés par Bruxelles, et ainsi ralentir les délais des investissements et des réformes liés au plan de relance portugais.

DES FINANCES PUBLIQUES LARGEMENT ASSAINIES EN 2023

Tout au long de son mandat, le gouvernement d'António Costa a mis un point d'honneur à restaurer la discipline budgétaire. Récemment, la forte croissance nominale de l'activité et la hausse des recettes fiscales (+9% a/a en 2023) ont permis aux finances publiques de s'améliorer. Avec un excédent budgétaire de 1,2% du PIB cette année, le Portugal enregistre son solde positif le plus élevé en cinquante ans de démocratie. Mieux encore, le solde primaire (hors intérêts de la dette) a évolué d'un déficit de 8,5% du PIB en 2010 à un excédent de plus de 3% en 2023, et le ratio de dette sur PIB est repassé en dessous des 100% au T4 2023 (98,7%).

Ainsi, bien que le changement de gouvernement puisse entraîner une incertitude quant à la poursuite de la discipline budgétaire initiée par le PS, le pays dispose d'une certaine marge de manœuvre, le budget pour 2024 projetant encore un excédent de 0,2% du PIB pour 2024.

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROYAUME-UNI

16

LE CHOC DES TAUX D'INTÉRÊT CONTINUE DE SE PROPAGER

Les perspectives économiques au Royaume-Uni restent dégradées. Après une année 2023 marquée par une détérioration progressive de l'activité – un ralentissement au premier semestre suivi d'une contraction au second – la croissance devrait tout juste se maintenir en territoire positif en 2024. À l'approche des élections législatives, prévues en fin d'année, le premier ministre Rishi Sunak, en difficulté au sein du parti Conservateur, peine à rassurer les ménages qui subissent de plein fouet l'augmentation du coût de la vie et des taux d'intérêt. Malgré le regain de pouvoir d'achat et la bonne tenue du marché du travail, la consommation privée reste déprimée. Le recul de l'inflation devrait néanmoins donner lieu à un début de détente monétaire en juin, qui serait toutefois modéré, avec une baisse d'un point de pourcentage (5,25% à 4,25%) prévue en 2024.

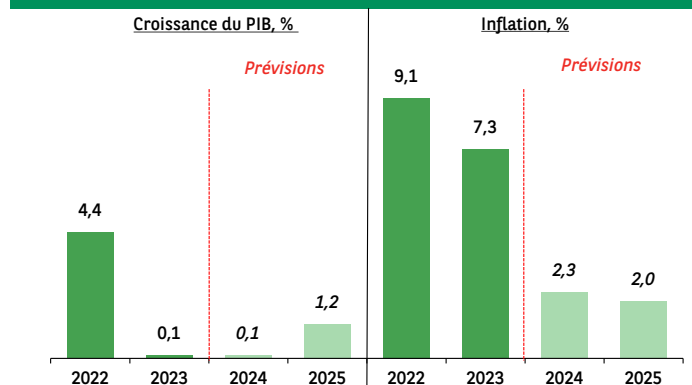
Entre recul de l'inflation et baisse de l'activité, la position des faucons du Comité de politique monétaire s'est assouplie : Catherine Mann et Jonathan Haskel, jusqu'alors en faveur d'une nouvelle hausse des taux directeurs, sont retournés, en mars, dans le giron du *statu quo*. L'inflation au Royaume-Uni est retombée sous la barre des 4% en g.a. en février et nous nous attendons à un repli sous la cible des 2% au deuxième trimestre, alimenté notamment par la baisse du plafond sur les prix de l'électricité et du gaz, qui est entrée en vigueur en avril. Néanmoins, l'inflation dans les services – qui est davantage tirée par l'évolution des salaires – ralentit plus faiblement, se maintenant au-dessus de 6% en g.a. en février. Cette progression est d'ailleurs identique à celle des salaires de base dans le secteur (+6,0% en g.a. en janvier).

L'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, soutenue par la baisse de l'inflation et la progression importante des salaires, a permis de soutenir la confiance des consommateurs britanniques¹ et devrait se traduire par un léger renforcement de l'activité au cours de l'année 2024. Cependant, cette embellie ne se traduit pas par un réel regain de consommation, l'arbitrage se faisant, à ce stade, en faveur d'un surplus d'épargne. Le taux d'épargne est ainsi remonté au-dessus de 10% du revenu disponible brut au dernier trimestre 2023, un niveau deux fois supérieur à celui observé avant la crise sanitaire. Cette évolution peut paraître contre-intuitive dans un contexte d'inflation élevée, mais elle s'observe souvent durant les cycles de ralentissement ou les récessions. C'était le cas lors de la crise de 2008 ou lors de la récession du début des années 1990². Cette dynamique, qui reflète un accroissement de l'épargne pour motif de précaution, constitue, si elle perdure, un frein à la reprise économique. Elle pourrait limiter les effets des mesures gouvernementales introduites ces derniers mois, et qui ont un coût important pour les finances publiques du pays. En mars, Jeremy Hunt, le Chancelier de l'Échiquier, a notamment annoncé une nouvelle baisse du taux de cotisation sociale pour les employés (et autoentrepreneurs) de 2 points de pourcentage, qui fait suite à une première baisse d'une ampleur similaire à l'automne.³

Les finances des ménages restent mises à rude épreuve par l'augmentation du coût de la vie et des taux d'intérêt. La part des arriérés de paiements dans l'encours des prêts à l'habitat a atteint 1,2% au T4 2023, le niveau le plus élevé depuis six ans⁴. Certes, ces chiffres restent bien en dessous de ceux observés lors de la crise financière de 2008, où un pic à 3,6 % avait été atteint au T1 2009. Néanmoins, une hausse est engagée et une nouvelle dégradation est à craindre en 2024, du fait qu'une partie des ménages britanniques devront refinancer leurs crédits à des taux plus élevés.

¹ L'indice GfK sur les perspectives financières des ménages à douze mois a atteint en mars son plus haut niveau depuis novembre 2021.
² Selon l'ONS, le taux d'épargne des ménages a grimpé de 5,2% au T1 2008 à 12,5% au T1 2010. Il est passé de 6% au T4 1988 à 13,9% au T1 1992.
³ La première baisse du taux de cotisations pour les autoentrepreneurs, annoncée à l'automne, n'était que d'un point de pourcentage.
⁴ Données de l'Autorité de la conduite financière britannique (Financial Conduct Authority).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Leurs charges d'intérêt progressaient encore très nettement cet hiver (+36% en g.a. en février, selon l'indice des prix au détail [RPI]) et la Banque d'Angleterre estime que le service de la dette des ménages britanniques continuera d'augmenter jusqu'en 2026, à mesure que la phase de refinancement se déroule.

La flambée des coûts du crédit se propage aussi au marché locatif (*buy-to-let*), où les loyers ont décollé depuis la sortie du confinement. La hausse ne faiblit pas, bien au contraire. Selon l'IPC, l'inflation des loyers a atteint 6,9% en g.a. en février 2024, son rythme le plus élevé depuis exactement 30 ans. Malgré cela, l'activité immobilière a retrouvé des couleurs avec la stabilisation des taux d'intérêt. Le volume des prêts à l'habitat est en redressement depuis plus d'un an et les prix immobiliers sont à nouveau en hausse, de plus de 1,5% sur un an selon l'indice Nationwide.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

17

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023 e	2024 p	2025 p	2022	2023	2024 p	2025 p
États-Unis	1,9	2,5	2,8	1,8	8,0	4,1	3,4	2,8
Japon	0,9	1,9	0,4	0,9	2,5	3,2	2,9	2,3
Royaume-Uni	4,4	0,1	0,1	1,2	9,1	7,4	2,3	2,0
Zone euro	3,5	0,5	0,7	1,7	8,4	5,4	2,3	2,0
Allemagne	1,9	-0,1	0,0	1,4	8,7	6,1	2,5	2,3
France	2,5	0,9	0,7	1,4	5,9	5,7	2,3	1,8
Italie	4,2	1,0	0,9	1,4	8,7	6,0	1,1	1,8
Espagne	5,8	2,5	2,0	2,1	8,3	3,4	2,8	2,0
Chine	3,0	5,2	4,5	4,3	2,0	0,2	-0,1	1,2
Inde*	7,2	7,5	8,1	7,1	6,7	6,7	5,5	4,8
Brésil	2,9	2,9	1,8	1,8	9,3	4,6	3,9	3,8

* année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %

Fin de période	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
E-Unis					
"Fed Funds (borne supérieure)"	5,50	5,25	5,00	4,50	4,25
Treas. 10a	4,25	4,20	4,20	4,20	4,20
Zone euro					
Taux de dépôt	3,75	3,50	3,25	2,75	2,50
Bund 10a	2,35	1,95	2,00	2,25	2,50
OAT 10a	2,87	2,50	2,52	2,80	3,05
BTP 10 ans	3,70	3,35	3,45	3,80	4,00
BONO 10 ans	3,19	2,82	2,85	3,15	3,38
Royaume-Uni					
Taux BoE	5,00	4,50	4,25	3,75	3,25
Gilt 10a	4,00	3,80	3,70	3,55	3,65
Japon					
Taux BoJ	0,10	0,25	0,25	0,50	0,75
JGB 10a	0,90	1,00	1,20	1,40	1,35

Taux de change

Fin de période	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
USD					
EUR / USD	1,10	1,10	1,10	1,12	1,14
USD / JPY	146	144	142	137	133
GBP / USD	1,31	1,33	1,33	1,35	1,37
EUR					
EUR / GBP	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
EUR / JPY	161	158	156	153	152

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS


BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste +33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France, Allemagne +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Zone euro, Royaume-Uni, Grèce - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani
États-Unis, Japon +33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette
Europe du Sud +33 1 87 74 02 08 lucie.barette@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable +33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet +33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot +33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone +33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER
voir la page **twitter** des études économiques



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright: Jo Panuwat D

