

# ECOPERSPECTIVES

3<sup>e</sup> trimestre 2024

“ NOTRE SCÉNARIO CENTRAL D'UN DÉCOLLAGE DE LA ZONE EURO ET D'UN ATTERRISSAGE EN DOUCEUR DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE, CONFIRMÉ PAR LES DERNIERS INDICATEURS DISPONIBLES, SE CARACTÉRISE PAR UNE CONVERGENCE DES TAUX DE CROISSANCE. IL POURRAIT, TOUTEFOIS, SE TROUVER PERTURBÉ PAR LES INCERTITUDES POLITIQUES DES DEUX CÔTÉS DE L'ATLANTIQUE (ISSUES INCERTAINES DES ÉLECTIONS LÉGISLATIVES ANTICIPÉES EN FRANCE ET DE L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE AMÉRICAINE). ”



ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## SOMMAIRE

2

## EDITORIAL

### 3 Les perspectives économiques face aux retombées incertaines des élections

Notre scénario central d'un décollage de la zone euro et d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, confirmé par les derniers indicateurs disponibles, se caractérise par une convergence des taux de croissance. Il pourrait, toutefois, se trouver perturbé par les incertitudes politiques des deux côtés de l'Atlantique (issues incertaines des élections législatives anticipées en France et de l'élection présidentielle américaine). Par ailleurs, si la BCE a amorcé, comme attendu, son cycle de détente monétaire en juin, apportant un soutien opportun à la croissance, la Fed tempore encore. Ce prolongement du statu quo, même s'il paraît fondé pour l'heure, constitue un autre risque baissier. La croissance bénéficie toutefois d'autres facteurs de soutien et de résistance, au premier rang desquels les gains de salaires réels. Le dynamisme du tourisme, le soutien des politiques publiques (telles que Next Generation EU en Europe, et l'IRA aux États-Unis), les investissements en faveur de la transition bas-carbone, la dissipation du choc énergétique constituent également des facteurs favorables.

#### ÉTATS-UNIS

5 Retour à la normale

#### CHINE

6 Tensions

#### JAPON

7 Le yen, toujours plus faible ?

#### ZONE EURO

8 La baisse des taux est enclenchée mais la BCE reste sur ses gardes

#### ALLEMAGNE

9 Un rebond : et après ?

#### FRANCE

10 Et pourtant, elle tourne

#### ITALIE

11 La reprise continue

#### ESPAGNE

12 La croissance restera élevée au deuxième trimestre

#### PAYS-BAS

13 Un nouveau gouvernement et un nouvel accord favorable au pouvoir d'achat

#### BELGIQUE

14 Stabilité de la croissance et reprise de l'immobilier

#### AUTRICHE

15 L'économie ne se redressera que lentement

#### GRÈCE

16 Un cycle de croissance toujours favorable

#### ROYAUME-UNI

17 Les ménages britanniques restent sous pression

#### DANEMARK

18 Pilules anti-récession

#### PRÉVISIONS

19



## LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES FACE AUX RETOMBÉES INCERTAINES DES ÉLECTIONS

Notre scénario central d'un décollage de la zone euro et d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, confirmé par les derniers indicateurs disponibles, se caractérise par une convergence des taux de croissance. Il pourrait, toutefois, se trouver perturbé par les incertitudes politiques des deux côtés de l'Atlantique (issues incertaines des élections législatives anticipées en France et de l'élection présidentielle américaine). Par ailleurs, si la BCE a amorcé, comme attendu, son cycle de détente monétaire en juin, apportant un soutien opportun à la croissance, la Fed tempore encore. Ce prolongement du statu quo, même s'il paraît fondé pour l'heure, constitue un autre risque baissier. La croissance bénéficie toutefois d'autres facteurs de soutien et de résistance, au premier rang desquels les gains de salaires réels. Le dynamisme du tourisme, le soutien des politiques publiques (telles que Next Generation EU en Europe, et l'IRA aux États-Unis), les investissements en faveur de la transition bas-carbone, la dissipation du choc énergétique constituent également des facteurs favorables.

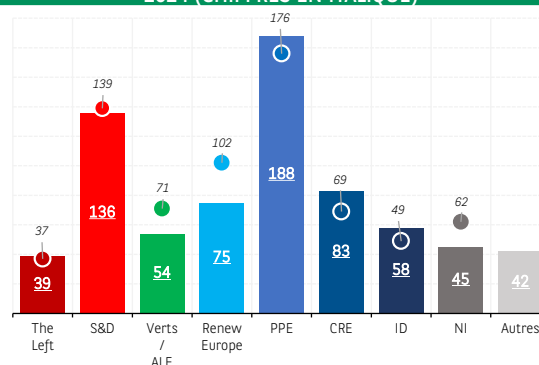
L'incertitude entourant l'issue des élections européennes, qui se sont tenues du 6 au 9 juin, est désormais levée, le résultat est connu. Mais l'incertitude sur les implications concrètes de ces résultats sur l'agenda de l'Europe reste importante. De prime abord, la composition du nouveau Parlement européen élu pour 2024-2029 a, globalement, peu changé, avec les partis centristes, rassemblant le PPE, le groupe S&D et Renew Europe, toujours majoritaires (399 sièges sur 720 selon le décompte du 27 juin, toujours provisoire) même si c'est dans une moindre mesure (cf. graphique). La forte progression des partis d'extrême-droite (CRE et ID) au détriment du groupe Renew Europe et des Verts constitue le premier fait marquant de ces élections. À ce stade, il est difficile de savoir quelles seront les implications exactes de cette reconfiguration politique sur les priorités de l'agenda européen, à quel point les compromis nécessaires pour continuer de le faire avancer seront faciles ou difficiles à trouver.

À l'issue du Conseil européen du 27 juin, les axes prioritaires pour les cinq prochaines années<sup>1</sup> ont été définis. Il s'agit « face à une nouvelle réalité géopolitique, de rendre l'Europe plus souveraine et mieux équipée pour relever les défis à venir ». Ce programme stratégique repose sur trois piliers : une Europe libre et démocratique, une Europe forte et sûre, une Europe prospère et compétitive ». Ce dernier point pourra notamment s'appuyer sur les rapports d'Enrico Letta (sur le marché unique), de Christian Noyer (sur les marchés de capitaux européens) et celui, à venir, de Mario Draghi (sur la compétitivité). La convergence des taux de croissance entre la zone euro et les États-Unis que nous prévoyons à l'horizon 2025, si elle se matérialise, ne constituerait qu'un tout petit pas en avant au regard du fossé économique qui s'est creusé entre les deux régions. Ce sont les conditions de ce sursaut que cherchent à mettre en place ces rapports. L'ambition pour l'UE doit être de promouvoir, de manière pragmatique, un nouveau modèle de développement économique à la hauteur des enjeux climatiques et sociaux. Les 27 se sont également accordés sur la reconduction d'Ursula von der Leyen à la présidence de la Commission européenne, nomination qui doit encore être soumise à l'approbation du Parlement européen, dont le vote est prévu le 18 juillet.

Le deuxième fait marquant des élections européennes est la répercussion politique de leurs résultats en France. Si ceux-ci ont été en ligne avec les sondages, la surprise est venue de l'annonce, dans la foulée, par le Président Emmanuel Macron, de la dissolution de l'Assemblée nationale et donc de la convocation d'élections législatives anticipées (premier tour le 30 juin, second tour le 7 juillet), dont l'issue est hautement incertaine.

C'est dans ce contexte particulier que se situe notre rendez-vous trimestriel d'évaluation de la situation et des perspectives économiques dans les principales économies de l'OCDE.

SIÈGES AU PARLEMENT EUROPÉEN 2024-2029 (RÉSULTATS PROVISOIRES - 27 JUIN 2024 ; CHIFFRES SOULIGNÉS) VERSUS PARLEMENT SORTANT 2019-2024 (CHIFFRES EN ITALIQUE)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : PARLEMENT EUROPÉEN, BNP PARIBAS

Notre scénario central est celui d'un décollage de la zone euro et d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine et se caractérise par la perspective d'une convergence des taux de croissance (en rythme trimestriel à compter du troisième trimestre 2024 et en moyenne annuelle en 2025). Il pourrait toutefois se trouver perturbé si la reprise en cours de la zone euro ne se matérialisait pas en raison des incertitudes politiques. Deux autres incertitudes importantes continuent de constituer, par ailleurs, un risque baissier sur la croissance américaine, au premier chef, mais aussi sur le reste du monde par effet de ricochet. Ce sont, d'une part, les conséquences du prolongement du statu quo monétaire de la Fed (jusqu'à, possiblement, une première baisse en décembre seulement) et, d'autre part, l'issue de l'élection présidentielle américaine du 5 novembre.

### SCÉNARIO CENTRAL : RÉSISTANCE DE LA CROISSANCE, POURSUITE DE LA BAISSÉ DE L'INFLATION, DÉTENTE MONÉTAIRE ET CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

Parallèlement à ces risques baissiers, il existe toutefois des facteurs de soutien et de résistance de la croissance qui sous-tendent notre scénario central actuel. Tout d'abord, les gains de salaires réels à la faveur de la baisse de l'inflation plus rapide que la modération, encore limitée, des salaires. Devraient jouer également favorablement : le dynamisme du tourisme (effets JO en France) ; la dissipation du choc sur les prix de l'énergie (qui a été plus pénalisant pour la zone euro que pour les États-Unis) ; la diminution du degré de restriction monétaire – pour reprendre les termes de Christine Lagarde – qui est entamée dans la zone euro et qui est à venir aux États-Unis ; la bonne tenue, toujours, du marché du travail ; et les besoins d'investissements dans la transition

<sup>1</sup> 2024\_557\_new-strategic-agenda.pdf (europa.eu), 27 juin 2024.



bas-carbone qui sont considérables et urgents. À noter, également, le soutien des politiques publiques (NGEU et toutes ses déclinaisons pour l'Europe<sup>2</sup> ; l'Infrastructure, Investment and Jobs Act, le CHIPS Act et l'Inflation Reduction Act aux États-Unis).

Par ailleurs, un élément central de notre scénario de convergence des taux de croissance de la zone euro et des États-Unis est le rebond (modéré) attendu de la consommation des ménages de ce côté de l'Atlantique (et le potentiel que représente, pour cela, l'excès d'épargne accumulé, encore en augmentation d'après les dernières estimations de la BCE<sup>3</sup>) et la décélération de celle des ménages américains (qui ont déjà largement puisé dans leur épargne).

La consolidation budgétaire constitue toutefois un frein dont il faut tenir compte. Et il ne s'agit pas d'un risque : cette consolidation est certaine tant elle est nécessaire et ce, des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, les règles de gouvernance et de discipline budgétaire sont de nouveau en vigueur et douze pays ont été identifiés comme ne satisfaisant pas au critère de déficit, ce qui constitue un préalable à l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif<sup>4</sup>. L'incertitude porte sur la nature et l'ampleur de cette consolidation budgétaire à venir et, dans le contexte politique actuel, un autre élément de risque l'accompagne : cette consolidation se fera-t-elle de manière ordonnée ou pas ? On retiendra toutefois, comme le souligne la Banque de France à l'égard de la France, mais cela vaut pour tous les pays, que « la période à venir de reprise progressive et d'assouplissement monétaire n'est pas défavorable au redressement budgétaire nécessaire pour maîtriser la dette publique »<sup>5</sup>. En d'autres termes, c'est le bon moment de procéder à un ajustement budgétaire contracyclique mesuré.

L'inflation reste sous surveillance étroite, notamment l'évolution dans le bon sens du triptyque salaires-marges-productivité (modération attendue des premiers, compression des secondes et redressement de la dernière), mais elle suscite peut-être un peu moins d'inquiétudes qu'il y a quelques mois car le processus de désinflation suit son cours, la cible de 2% se rapproche malgré tout, même si c'est toujours lentement<sup>6</sup>.

## PERSPECTIVES PAR RÉGION

Les aléas entourant notre scénario central penchent, de notre point de vue, plutôt du côté baissier au moment où nous écrivons ces lignes. En tout cas, une incertitude accrue pèse sur la poursuite du décollage de la zone euro. Les dernières enquêtes sur le climat des affaires pour le mois de juin ont plutôt soufflé le froid<sup>7</sup>. Le bilan conjoncturel reste néanmoins, pour l'heure, positif. La conjoncture prenait, globalement, jusque début juin, meilleure tournure. Notre nowcast estime ainsi à +0,3% t/t la croissance du deuxième trimestre, soit le même rythme qu'au premier trimestre.

Et cette perception d'une amélioration de la situation est plutôt commune aux différents pays de la zone euro examinés dans cette publication (Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique, Grèce, Autriche), sans occulter certaines difficultés sectorielles (marché immobilier) et défis structurels (productivité, compétitivité face à une concurrence accrue) qui subsistent et qui contraignent la reprise. Ailleurs en Europe, le Royaume-Uni fait également face à une issue politique importante, celle des législatives qui se tiennent le 4 juillet. Le parti vainqueur reprendra les rênes d'une économie en manque de souffle, un peu plus à la peine que la zone euro (le PIB de la zone euro est, par exemple, un peu plus de 3% au-dessus du niveau d'avant-Covid du T4 2019 quand celui du Royaume-Uni se situe à un peu moins de 2% au-dessus de cette référence). Le Danemark, en revanche, se distingue par une économie plus dynamique (PIB 9% au-dessus de son niveau prépandémique), portée par les performances du secteur pharmaceutique, une dépendance à double-tranchant toutefois.

Du côté des États-Unis, s'il existe aussi des signaux conjoncturels négatifs ou plus mitigés, suggérant que le ralentissement économique pourrait devenir plus net, les indices PMI du mois de juin se sont révélés positifs. Les évolutions du marché du travail font l'objet d'une surveillance attentive. Son ralentissement est considéré pour l'heure comme un rééquilibrage salutaire, en ligne avec l'objectif recherché de la Fed, mais les craintes d'une détérioration à venir sont en hausse. De l'autre côté du Pacifique, au Japon, c'est la faiblesse du yen qui retient l'attention, la devise nippone restant pénalisée par le différentiel de politique monétaire entre la Fed (qui tarde à baisser ses taux) et la BoJ (qui, pourtant, les relève, à contre-courant de la plupart des autres banques centrales, mais de manière très prudente). Quant à la Chine, les performances économiques du pays restent contrastées, soutenues par le dynamisme du secteur manufacturier (exportations, investissements) mais ternies par les tensions commerciales ainsi que par la crise immobilière sans fin qui pèse sur la demande intérieure.

Hélène Baudchon

Avec la collaboration d'Élisa Petit, stagiaire

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> Pour un tour d'horizon des multiples réponses de l'Europe aux crises et défis actuels, voir *L'Europe à la manœuvre : point d'étape de son action climatique et du soutien économique*, 6 mai 2024  
<sup>3</sup> Voir graphique en page 7 de la présentation d'Isabel Schnabel du 23 juin 2024 *The ECB's monetary policy: towards price stability* (europa.eu). Pour l'approche de la BCE et la définition de l'excès d'épargne, voir : *Excess savings: To spend or not to spend* (europa.eu), 2 novembre 2023.  
<sup>4</sup> Belgique, Tchéquie, Estonie, Espagne, France, Italie, Hongrie, Malte, Pologne, Slovaquie, Sloveenie, Finlande (1d91e302-b9cc-4b54-988a-9e6787230152\_en (europa.eu)), 19 juin 2024.  
<sup>5</sup> *Projections macroéconomiques - Juin 2024* | Banque de France (banque-france.fr), 11 juin 2024.  
<sup>6</sup> Cf. *Baromètre de l'inflation - juin 2024* | Du mieux sur le front des salaires réels (bnpparibas.com), 20 juin 2024.  
<sup>7</sup> Cf. pour plus de détails sur ces derniers chiffres, *Ecoweek, La perspective d'une convergence des taux de croissance entre la zone euro et les États-Unis à l'épreuve de l'incertitude*, 25 juin 2024.



## ÉTATS-UNIS

5

## RETOUR À LA NORMALE

L'inflation américaine semble avoir repris le chemin de la baisse au deuxième trimestre 2024, après un premier trimestre de réaccélération des prix qui a conduit la Réserve fédérale (Fed) à revoir, en juin, ses anticipations de baisses de taux pour l'année (passées de trois à une, en ligne avec nos propres prévisions). En parallèle, l'activité économique reste solide bien qu'ayant quelque peu perdu en vigueur.

L'économie américaine a, de façon générale, surpris plutôt négativement en début d'année 2024. Ceci s'est notamment matérialisé par la baisse assez nette du taux de croissance du PIB qui s'est établi à +0,3% t/t au T1 (contre des attentes à +0,6%), après avoir atteint +0,8% au T4 2023. Ce chiffre peut, toutefois, être relativisé par les contributions négatives des variations de stocks (-0,1pp) et, sur fond de hausse des importations, du commerce extérieur (-0,2pp). Par ailleurs, la mesure sous-jacente de la demande intérieure (correspondant à la somme de la consommation et de l'investissement fixe privé), qui a constitué le moteur du dynamisme surprenant de 2023, enregistre une hausse de +0,7% dans la lignée de ses standards récents. Une autre évolution négative à relever est le repli de -0,6% t/t des profits des entreprises, résultant des sociétés non-financières (-4,7%), après trois trimestres de progrès.

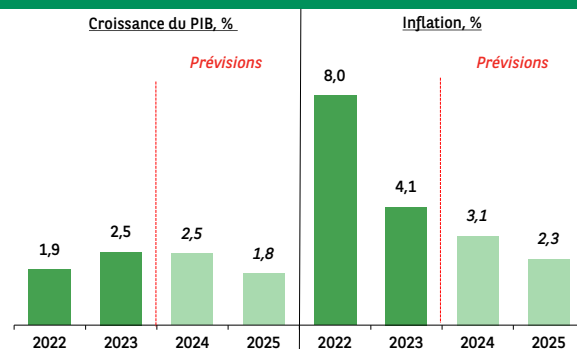
Plus que l'activité, c'est l'inflation qui a été source d'inquiétude, avec une série de chiffres, plus élevés qu'attendu au T1, qui ont mis un coup d'arrêt à la trajectoire de désinflation. Cependant, les premiers chiffres disponibles pour le T2 ont esquissé un retour à la normale, avec deux décélération mensuelles de rang sur l'IPC et sur sa partie sous-jacente, les portant respectivement à +3,3% (-0,2pp en deux mois) et +3,6% a/a (-0,4pp). Par ailleurs, nous estimons que l'inflation va poursuivre sa trajectoire descendante pour atteindre +2,8% a/a au T4 2024, avant de tendre davantage vers la cible de 2% en 2025. Quant à la croissance du PIB, nous anticipons un rebond à +0,8% t/t au T2, toujours soutenu par la consommation des ménages et de l'investissement productif.

## UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR POUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL ?

La croissance de l'emploi salarié non agricole a réaccélééré en tendance générale lors des premiers mois de 2024. Ainsi, en mai, elle s'est élevée à +255 k en moyenne mobile sur 6 mois, contre +213 k en fin d'année 2023. Ces chiffres indiquent un niveau robuste mais éloigné des standards de 2021 (+604 k de moyenne annuelle) et 2022 (+377 k), qui correspondaient à une situation exceptionnelle de forte tension dans la phase de rebond post-Covid. Ces évolutions s'apparentent, pour l'heure, davantage à un rééquilibrage qu'à une véritable détérioration du marché du travail de nature à provoquer un mouvement anticipé de la Fed sur les taux d'intérêt. Certes, le taux de chômage remonte et s'approche du signal récessif, mais son faible niveau de départ (3,4% en avril 2023) et actuel (4,0%, en deçà de l'estimation du niveau neutre de 4,4% du Congressional Budget Office) relativisent cette remontée.

En revanche, les signes de rééquilibrage se font plus importants sur les données JOLTS, relatives aux emplois vacants et au *turnover* de la main d'œuvre. De fait, le nombre de postes vacants, dont la tendance est clairement à la baisse depuis plusieurs trimestres, a atteint, à 8,05 millions en avril 2024, un plus bas depuis février 2021. Par conséquent, le rapport entre les emplois vacants et les personnes sans emploi (dit « ratio v/u »), qui constitue une mesure-clé d'appréciation des tensions sur le marché du travail pour la Fed, s'est établi à 1,24 le même mois. Ce chiffre, qui constitue, quant à lui, un plus bas depuis juin 2021 et correspond aux standards pré-pandémiques de l'économie américaine, permet de mesurer l'ampleur du rétablissement depuis le record de 2,03 atteint en mars 2022, à l'orée du resserrement monétaire.

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## UNE BAISSÉ DE TAUX POUR CLORE L'ANNÉE 2024

La réunion de politique monétaire du FOMC des 11-12 juin a donné lieu, au-delà de la décision unanime et attendue du maintien de la cible de taux d'intérêt (dans une fourchette de +5,25% à +5,5% comme lors des 6 meetings précédents), à la publication du résumé des projections économiques médianes des membres du comité. Celui-ci indique désormais une seule baisse de taux (-25 pb) en 2024, contre trois précédemment, bien que les *policymakers* soient partagés (8 membres tablent sur une baisse, 7 sur deux, et 4 sur un *statu quo*). Ceci est en ligne avec nos prévisions, puisque nous anticipons également une baisse de taux unique cette année, qui interviendrait au mois de décembre. La probabilité d'une baisse de taux avant la dernière réunion de l'année est, à notre sens, limitée au regard de la proximité temporelle de l'élection présidentielle (malgré les dénégations des officiels concernant ce facteur) et parce que les progrès de la désinflation ou la détérioration du marché de l'emploi ne sont pas tels qu'un assouplissement s'imposerait à la Fed.

Par ailleurs, au-delà des développements mensuels ou trimestriels, la Réserve fédérale est contrainte par la nécessité de préserver la crédibilité de ses engagements monétaires. Cela l'empêche de déclarer « mission accomplie » ou d'assouplir sa politique en termes réels sans forte certitude quant au retour de l'inflation vers sa cible. Une telle démarche entrerait en contradiction avec son mandat et pourrait, *in fine*, induire davantage de resserrement si cela devait menacer durablement l'ancrage des anticipations d'inflation (bien que celles-ci soient également influencées par d'autres facteurs, tels que le prix du Brent). À ce titre, il faut souligner que, si les anticipations d'inflation des ménages à court terme, mesurées par le Conference Board, sont mal orientées (5,4%), il n'y a pas eu de dérapage durable sur les mesures de long terme des anticipations de marché. Ainsi, le taux d'inflation *breakeven* à 10 ans et les *swaps* d'inflation à 5 ans dans 5 ans se maintiennent entre +2,0% et +2,5%.

Anis Bensaidani

[anis.bensaidani@bnpparibas.com](mailto:anis.bensaidani@bnpparibas.com)

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## CHINE

6

## TENSIONS

En Chine, l'activité du secteur manufacturier reste dynamique, notamment portée par la croissance vigoureuse des exportations de biens à forte valeur ajoutée. Cependant, les gains de parts de marché des entreprises chinoises, aidées par les subventions publiques, ont aggravé les tensions avec la plupart de ses partenaires commerciaux. La multiplication des mesures protectionnistes pèse dorénavant sur les perspectives d'exportation. Dans le même temps, la demande intérieure reste plombée par la crise sans fin du secteur immobilier et les mesures d'assouplissement monétaire ne parviennent pas à relancer l'activité de crédit. Les autorités devraient donc encore assouplir, de manière prudente, leur politique économique au cours des prochains mois.

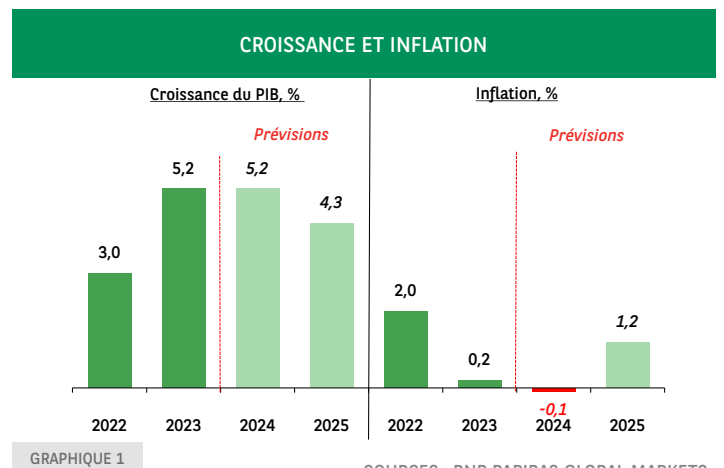
Les différentes composantes de la croissance économique chinoise ont affiché des trajectoires variées depuis le début de l'année 2024. La performance d'ensemble est plutôt terne. Après un rebond à +1,6% en rythme trimestriel au T1 2024, la croissance devrait ralentir au T2.

Au cours des derniers mois, l'activité économique a été largement portée par le dynamisme du secteur manufacturier exportateur, lui-même soutenu par la politique industrielle très ambitieuse des autorités. Bien qu'elle ait légèrement ralenti en mai, la croissance de la production industrielle a atteint +6,2% en glissement annuel (g.a.) sur les cinq premiers mois de 2024 (contre +5,2% au S2 2023). Ce taux de croissance est proche de ceux enregistrés pendant les années pré-Covid. L'investissement dans le secteur manufacturier s'est quant à lui accru à un rythme soutenu depuis le début de l'année (+9,6% en g.a. contre +6,5% en 2023).

La croissance industrielle a été largement tirée par la production de biens destinés à l'exportation dans les secteurs de haute technologie et de technologie verte. La production de puces électroniques et celle de véhicules électriques (VE) ont par exemple bondi de plus de +30% en g.a. en janvier-mai. Les exportations mesurées en dollars courants ont enregistré une hausse modeste sur les quatre premiers mois de 2024 (+2% en g.a.) puis ont rebondi de +7,6% en g.a. en mai. Surtout, les volumes d'exportations de marchandises ont atteint des niveaux records (+10% en g.a. au T1 2024), les entreprises chinoises gagnant des parts de marché grâce à la baisse de leurs prix de vente. Ces stratégies ont aggravé les tensions entre la Chine et la plupart de ses partenaires commerciaux. Par conséquent, si les perspectives d'exportation semblent rester bonnes à très court terme, elles pourraient rapidement s'assombrir avec la montée du protectionnisme. Des hausses de droits de douane sont en effet mises en œuvre ou envisagées par l'Union européenne (qui imposera à partir de juillet 2024 des tarifs sur les importations de VE chinois, allant de 17,4% à 38,1% selon le constructeur), les États-Unis (qui ont récemment augmenté leurs droits de douane sur une série de biens chinois tels que VE, semi-conducteurs et équipements médicaux – le candidat à l'élection présidentielle Donald Trump menace même d'appliquer une hausse importante des tarifs américains sur l'ensemble des marchandises chinoises), ainsi que plusieurs pays émergents (la Turquie vient par exemple d'annoncer des tarifs supplémentaires sur les importations de véhicules chinois).

Dans les services, l'activité s'est renforcée en mai et s'est accrue de +5% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024 (à comparer à la croissance moyenne de +7,6% pendant les trois années précédant la pandémie). Les secteurs de services ont bénéficié au mois de mai du léger regain des ventes au détail, dont la progression est néanmoins restée modeste (+3,7% en g.a. en valeur). L'inflation est toujours très faible : l'indice des prix à la consommation a augmenté de +0,3% en g.a. en avril et en mai, après un trimestre d'inflation nulle au T1 2024.

Cependant, le principal frein à la croissance de la demande intérieure reste puissant, puisque la crise immobilière ne montre pas de signe d'amélioration. Les volumes de ventes de logements continuent de se contracter (-24% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024), de même que les démarrages de chantiers (-25% sur les cinq premiers mois de 2024). L'investissement dans le secteur immobilier a poursuivi sa chute (environ -10% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024). En outre, la baisse des prix immobiliers



s'est aggravée (-7,5% en g.a. en moyenne en mai pour les logements anciens dans les 70 principales villes, contre -4,1% en g.a. en décembre 2023). Le train de nouvelles mesures de soutien annoncé en mai par les autorités (avec un nouvel assouplissement des conditions de prêts hypothécaires et un programme d'achat de logements invendus par les collectivités locales) n'a pas encore pu avoir d'effets positifs sur l'activité du secteur immobilier.

De même, en dépit des mesures d'assouplissement monétaire, la croissance des crédits à l'économie a ralenti depuis le début de l'année. L'encours total des financements domestiques (« Total Aggregate Financing », TAF) a augmenté de 8,4% en g.a. en mai 2024, contre +9,8% en décembre 2023, et l'encours des prêts bancaires en monnaie locale (qui représentent 64% du TAF) a augmenté de +8,9% en g.a. en mai, contre +10,9% en décembre. En revanche, les émissions obligataires par le gouvernement et les collectivités locales ont continué d'augmenter à un rythme soutenu depuis le T4 2023, afin d'accompagner la hausse des dépenses publiques.

Étant donné la persistance de la crise immobilière, le manque de vigueur de l'activité dans les services et l'émergence de nouveaux risques pesant sur les perspectives d'exportation, les autorités devraient encore assouplir leurs politiques monétaire et budgétaire dans les prochains mois. Elles garderont une attitude prudente. Leur marge de manœuvre pour stimuler le crédit est toujours très contrainte par le niveau excessif de l'endettement des entreprises et des collectivités locales, et le gouverneur de la banque centrale a d'ailleurs récemment précisé que le soutien à l'activité devait davantage passer par une meilleure allocation des crédits plutôt que par une hausse plus rapide de leur encours total. En outre, l'action de la banque centrale est actuellement gênée par les sorties de capitaux et les pressions à la baisse sur le yuan. Celles-ci devraient se réduire une fois le cycle de baisse des taux entamé par la Réserve Fédérale américaine, soit au dernier trimestre de cette année, selon nos prévisions.

**Christine Peltier**

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## LE YEN, TOUJOURS PLUS FAIBLE ?

Alors que la croissance trimestrielle et l'inflation sont attendues en hausse au second trimestre, la Banque du Japon avance prudemment après avoir décidé, en mars, de la fin des taux d'intérêt négatifs. Ainsi, un nouveau plan relatif au rythme d'achat d'obligations sera présenté en juillet, tandis que nous anticipons une seule hausse de taux supplémentaire cette année, probablement en septembre. Par ailleurs, la devise nationale continue de se détériorer, ce qui a amené les autorités à intervenir sur le marché des changes et nourrit les craintes d'inflation importée.

Conformément à nos attentes, l'activité japonaise est repartie à la baisse au premier trimestre 2024, le PIB se contractant de -0,5% t/t. Des événements ponctuels ont contribué à ce recul, à savoir le séisme du jour de l'an sur la péninsule de Noto et les perturbations sur la production automobile, ces dernières ayant conduit à un affaissement de 5,2% t/t de l'indice de production industrielle, dont 17,1% pour la composante des véhicules à moteur. Néanmoins, au-delà de ces éléments, l'économie nipponne continue de se caractériser par une atonie prolongée depuis le T2 2023. Un rebond technique devrait permettre une avancée notable au deuxième trimestre (+0,7% t/t), avant que la croissance ne décélère à nouveau, pour aboutir à une moyenne annuelle de seulement +0,3% en 2024 (-1,6pp par rapport à 2023).

### ÉTAPE PAR ÉTAPE

Les dernières données d'inflation rapportent un repli assez net de l'inflation sous-jacente (indice excluant la nourriture non-transformée) de +2,6% à +2,2% a/a au mois d'avril. Ce résultat devrait toutefois être suivi d'une réaccélération dans les prochains mois, due aux mesures gouvernementales relatives aux tarifs énergétiques et au cercle, dit « vertueux », entre les salaires et l'inflation (au fur et à mesure de la diffusion des augmentations salariales record depuis les années 1990 annoncées en début d'année dans le cadre du Shunto). Ainsi, nous prévoyons une inflation sous-jacente à +2,8% a/a au T4 2024 et un retour à +2,0% lors du second semestre 2025.

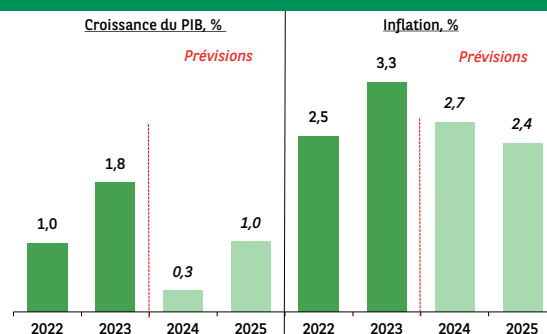
Consécutivement à la décision de mettre un terme à la politique de taux d'intérêt négatif lors de sa réunion du mois de mars, la Banque du Japon a maintenu sa cible pour le uncollateralized overnight call rate dans la fourchette +0,0% - +0,1% lors des deux réunions qui ont suivi. Notre scénario central demeure celui d'un relèvement très graduel, avec un prochain mouvement (+0,15pp) en septembre, qui serait le dernier de l'année. Par ailleurs, la banque centrale a fait savoir qu'elle dévoilerait, lors de sa réunion de juillet, un plan détaillé pour une réduction de son rythme d'achat d'obligations à 1 ou 2 an(s). Cette étape doit rapprocher la politique monétaire japonaise de la normalisation, entendue comme l'usage de la cible de taux d'intérêt (non-négatif) comme outil principal d'ajustement.

La situation est ambivalente à plusieurs égards pour la BoJ. Celle-ci doit composer avec une inflation durablement située au-dessus de la cible de 2%, appelant potentiellement à agir à la hausse sur les taux, et des anticipations d'inflation, mesurées par le taux breakeven à 10 ans, en augmentation (1,53% au 14 juin) mais toujours en deçà de la cible. D'autre part, le rythme d'inflation pèse sur la demande en l'absence de rattrapage des revenus réels, mais accélérer le resserrement pourrait encore la pénaliser.

### PEUR SUR LE YEN

Le yen a connu un nouvel épisode de dépréciation marquée au premier semestre 2024. Au 14 juin 2024, 1 dollar américain équivalait à 157,33 JPY, contre 141,13 le 1er janvier : la monnaie japonaise évolue ainsi à ses niveaux les plus faibles depuis 34 ans face au billet vert. De même, les données les plus récentes, publiées par la Banque des règlements internationaux, rapportent un recul du taux de change effectif réel japonais, de -4,6% YTD en avril 2024. Pour une partie non-négligeable,

#### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

les variations récentes sont le fait de facteurs externes. Notamment, les développements états-unis en matière d'inflation ont conduit les marchés à surseoir à leurs anticipations de baisses des taux de la Fed ; or, le différentiel de taux d'intérêt constitue un facteur explicatif de premier ordre de la valeur relative des monnaies.

L'affaiblissement du yen peut être favorable à l'économie du Japon. Aussi, en 2023, elle a permis une profitabilité record pour les entreprises nationales (moyenne trimestrielle de 26,1 trillions de yen), tandis que les exportations ont constitué le premier moteur de croissance. À l'inverse, la détérioration de la devise nourrit les craintes d'inflation importée, au moins de façon transitoire, l'approvisionnement énergétique japonais étant dépendant de l'extérieur et libellé en dollar américain. Il s'agit, dès lors, d'évaluer la capacité d'une hausse de l'inflation énergétique à entraîner dans son sillage l'inflation sous-jacente, par effets de second tour.

Le Japon dispose, au regard de l'importance de ses réserves de change (1,3 trillion de dollars américains au 5 avril 2024, deuxième rang mondial), de la possibilité d'intervenir sur les marchés pour protéger sa monnaie. Les données du ministère des Finances suggèrent d'ailleurs des interventions, à hauteur de 62 milliards de dollars américains, les 29 avril et 2 mai face au décrochage du yen. La portée de ce type d'actions est toutefois incertaine, pour ne pas dire limitée, les mouvements de changes étant fondamentalement fonction des dynamiques relatives en matière d'attractivité des devises (liées par exemple au différentiel de taux d'intérêt, de taux de croissance ou à des facteurs géopolitiques). Notre scénario central suggère un rétablissement relatif du yen, qui s'apprécierait à 1 USD = 148 JPY à horizon du T4 2025, mais serait globalement stable face à l'euro. Par ailleurs, à terme, la normalisation des politiques monétaires doit, théoriquement, soutenir la devise japonaise du fait de la réduction associée du différentiel de taux d'intérêt entre des politiques récemment desserrées (États-Unis, zone euro) et le point de départ ultra-accommodant de la BoJ.

Anis Bensaidani

[anis.bensaidani@bnpparibas.com](mailto:anis.bensaidani@bnpparibas.com)

# ZONE EURO

8

## LA BAISSSE DES TAUX EST ENCLENCHÉE MAIS LA BCE RESTE SUR SES GARDES

La première baisse des taux directeurs par la Banque centrale européenne, le 6 juin dernier, n'aura surpris personne, les membres du comité ayant en effet largement préparé le terrain en amont de la décision. Le calendrier et l'ampleur des assouplissements à venir sont plus incertains, compte tenu des pressions toujours fortes sur les salaires, de l'inflation élevée dans les services, et de la résurgence des tensions sur le fret maritime mondial. Nous prévoyons que deux nouvelles baisses des taux directeurs interviendraient en 2024, au rythme d'une par trimestre (septembre et décembre).

Si notre prévision du taux terminal n'a pas évolué par rapport à notre anticipation de mars (le taux sur la facilité de dépôt se stabiliserait à 2,50% à horizon du second semestre 2025), nous avons reporté l'anticipation d'une baisse de 2024 à 2025. Le second semestre 2024 marquera, par ailleurs, une légère amplification du resserrement quantitatif de la BCE avec le réinvestissement partiel des actifs détenus au titre du programme PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), conduisant à un recul net supplémentaire du bilan de EUR 7,5 mds par mois. Cette évolution n'est qu'une première étape avant la fin complète du programme de réinvestissement du PEPP à partir du 1er janvier 2025. La BCE ne réinvestit plus, depuis juillet 2023, les titres acquis par l'intermédiaire du programme APP (*Asset Purchase Programme*) arrivant à échéance.

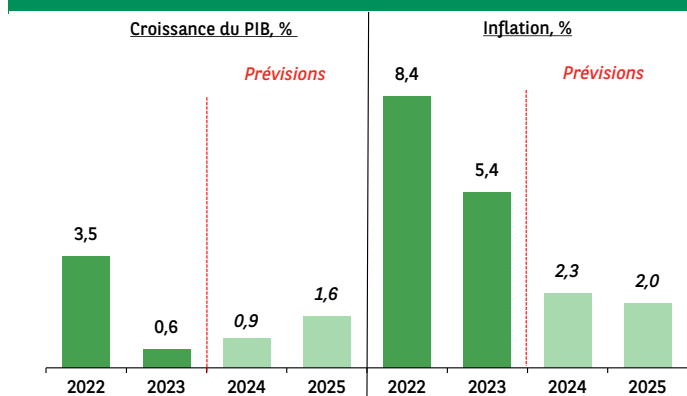
### UN TRIPTYQUE CONTRARIÉ

Les dernières projections internes de la BCE, publiées le 6 juin, n'inciteront toutefois pas cette dernière au relâchement. Par rapport aux chiffres de mars, les estimations de juin incluent des révisions à la hausse pour la croissance du PIB en 2024 (+0,3 point de pourcentage, à 0,9% en 2024) et une légère baisse pour 2025 (-0,1 pp, à 1,4%). C'est néanmoins du côté des coûts que les révisions les plus importantes sont à signaler. D'abord sur les prix à la consommation (HICP), avec une révision en hausse de l'inflation de 0,2 pp à la fois pour 2024 et 2025 (respectivement à 2,5% et 2,2%), mais aussi et surtout sur les coûts unitaires du travail (CUT) où des révisions significatives, s'étalant jusqu'en 2026, sont à noter<sup>1</sup>. Pour l'heure, les coûts salariaux en zone euro ne décélèrent en effet pas autant qu'attendu, et cette dynamique, couplée à un léger recul de la productivité, alimente une hausse soutenue des coûts unitaires du travail. C'est principalement le cas des pays dont l'économie est relativement plus centrée sur l'industrie et où les taux d'inflation ont reculé plus tardivement – notamment au Pays-Bas (les CUT ont progressé de 8,5% a/a au T1), en Allemagne (+6,9%), en Autriche (+10,6%), Croatie (+12,5%) et Lettonie (13,2%). Le triptyque espéré par la BCE – modération des salaires, hausse de la productivité, baisse des marges des entreprises – n'est pas encore tout à fait au rendez-vous, même si la BCE note, depuis le second semestre 2023, une nette diminution de la contribution des marges à l'inflation.<sup>2</sup>

Après une stabilisation attendue à 0,3% t/t au deuxième trimestre 2024, la croissance en zone euro se renforcerait légèrement au troisième (+0,4% t/t) pour converger vers le taux de croissance anticipé pour les États-Unis. Les indices PMI se sont progressivement redressés depuis le début de l'année (composite à 52,2 en mai), même si les indicateurs pour le secteur manufacturier, quoiqu'en amélioration eux aussi, affichent un niveau toujours très bas (47,3). L'activité industrielle en zone euro, freinée en premier lieu par le ralentissement de l'économie allemande, reste par ailleurs exposée à une escalade des tensions commerciales entre Bruxelles et Pékin. La Commission européenne a haussé le ton ces derniers mois, en augmentant les droits de douane sur les véhicules électriques et certains composants plastiques importés depuis la Chine, ainsi qu'en lançant de nouvelles investigations antidumping (produits médicaux, biocarburants) qui pourraient à terme déboucher sur de nouvelles sanctions. Les autorités chinoises ont jusqu'à présent répliqué avec retenue, en ciblant principalement les secteurs de l'alimentation (viande de porc), des

<sup>1</sup> Les prévisions pour 2024, 2025 et 2026 sont réhaussées respectivement de 0,3 pp (à 4,7%), 0,2 pp (2,5%) et 0,4 pp (2,1%).  
<sup>2</sup> Voir Isabel Schnabel, The ECB's monetary policy: towards price stability, slide 14, 12 juin 2024.

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

spiritueux (cognac), et certains produits chimiques (thermoplastique). Néanmoins, des mesures de rétorsion plus larges, ciblant les biens manufacturés et certaines matières premières critiques, sur lesquels les Européens sont fortement dépendants de la Chine, auraient une tout autre résonance. Par ailleurs, la stagnation de l'emploi manufacturier en zone euro et le nouveau point bas, en part de l'emploi total, au T1 2024 (12,8%) illustrent les difficultés de la région à réenclencher une véritable dynamique de réindustrialisation, qui sera de toute façon lente à se matérialiser, compte tenu du temps nécessaire pour construire de nouvelles infrastructures.

### MAINTENIR LE CAP

Le renforcement attendu de l'activité au second semestre 2024 devrait soutenir certaines créations d'emploi dans la zone euro, même si les effets du resserrement monétaire sur les conditions financières des entreprises pourraient engendrer des pertes ailleurs. À ce stade, le déséquilibre offre-demande sur le marché du travail reste important, avec un ratio d'emplois vacants relativement élevé (2,6% au T1 2024, selon Eurostat), ce qui a contribué à une baisse historique du taux de chômage en zone euro à 6,4% en avril. Que le taux de chômage continue ainsi de baisser, en dépit de la stagnation de l'activité dans la zone euro entre le T4 2022 et le T4 2023, est remarquable.

À l'issue des élections européennes qui se sont déroulées du 6 au 9 juin, le rapport de force au sein du parlement de Strasbourg a évolué en faveur du Parti Populaire Européen (PPE) et des partis ultra-conservateurs. Le maintien possible d'une grande majorité de coalition entre le PPE, les Socialistes-Démocrates (S&D) et les centristes (Renew) devrait toutefois limiter les risques de blocages législatifs, même si des accords seront plus difficiles à sceller qu'auparavant. L'entrée en vigueur, en mai 2024, de plusieurs programmes d'envergure (*Critical Raw Material Act*, *Net Zero Industry Act*) permettra aussi de maintenir un cap stratégique pour le Vieux Continent.

Guillaume Derrien

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)

# BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



# ALLEMAGNE

9

## UN REBOND : ET APRÈS ?

La croissance allemande devrait être soutenue, à court terme, par le rebond de son industrie qui comblerait une partie de la perte de production liée à la hausse du coût de l'énergie consécutive au déclenchement de la guerre en Ukraine. L'Allemagne devrait également, en tant qu'économie ouverte, bénéficier du rebond de la croissance en zone euro depuis début 2024. Toutefois, à plus moyen terme, le potentiel de croissance allemand devrait continuer de pâtir des pénuries de main d'œuvre, du poids de son industrie (fragilisée par la transition bas-carbone), ainsi que des conséquences d'un investissement insuffisant dans un contexte de montée en puissance de nouveaux concurrents.

L'Allemagne a renoué avec une croissance positive au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, (+0,2% t/t, comme en France), et à peine en deçà de la zone euro (+0,3% t/t). Toutefois, ce chiffre s'apprécie différemment quand on tient compte de la contraction du 0,5% du PIB observée au 4<sup>e</sup> trimestre 2023. Le PIB du T1 2024 est donc inférieur de 0,3% à celui du T3 2023. Il est même 0,1% en deçà du niveau d'activité du 1<sup>er</sup> trimestre 2022 (c'est-à-dire avant le déclenchement de la guerre en Ukraine), soulignant que l'Allemagne est parmi les pays qui ont le plus souffert de la hausse du prix de l'énergie. Ce recul est largement le fait de l'industrie, dont la production restait en moyenne, au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, inférieure de près de 5% à son niveau de février 2022.

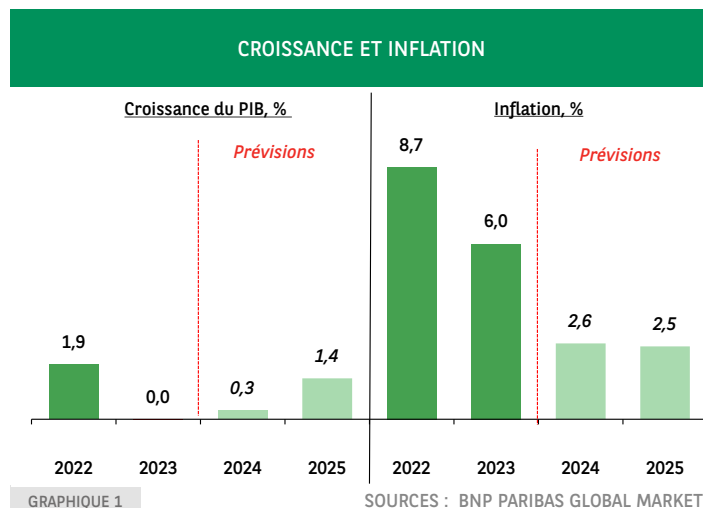
## 2024 : L'ANNÉE DU REBOND

Les enquêtes de climat des affaires signalent une embellie conjoncturelle assez claire. Le PMI composite, à 52,4 en mai 2024, est à son plus haut niveau depuis 12 mois. Et même si l'industrie allemande reste un maillon faible, la composante « production » du PMI manufacturier a rebondi à 48,9 en mai, un plus haut en 13 mois. Le PMI des conditions à l'export (calculé à partir de la moyenne des PMI des pays clients de l'Allemagne, pondérée par leur part dans les exportations allemandes) a rebondi à 51,9 en mai, son niveau le plus élevé en plus de deux ans. Une amélioration qui fait suite à un 1<sup>er</sup> trimestre marqué par une contribution des exportations à la croissance à hauteur de 0,5 point de pourcentage, après un repli observé lors des trois trimestres précédents. Il n'est pas surprenant qu'une économie dont les exportations représentent près de 50% du PIB bénéficie d'une amélioration des conditions globales d'activité. Les exportations vers les États-Unis sont d'ores et déjà un soutien pour le commerce extérieur allemand qui a pris sa part dans une évolution majeure : le retour de la zone euro en tant que premier fournisseur des États-Unis, devant la Chine. Concernant l'Allemagne, les exportations vers les États-Unis constituent un véritable relais de croissance : +5,6% a/a sur les quatre premiers mois de 2024 vers les États-Unis et +40,4% par rapport à la même période de 2019 (contre +3,2% vers la Chine vs. 2019). Un début de rebond des exportations vers la zone euro peut être observé en parallèle.

Le repli relatif des prix de l'énergie est un autre soutien, notamment le prix de l'électricité à destination de l'industrie (+42% en février 2023 par rapport à son niveau d'août 2021, la baisse récente n'ayant permis d'« amortir » que le tiers de cette hausse). En conséquence, la production dans les secteurs énergivores, encore largement pénalisée en 2023, peut désormais rebondir : +7% en février-mars dans la chimie par rapport au niveau de production moyen observé en 2023. Et un potentiel additionnel de rebond existe puisque la production reste dans ce secteur de 7% inférieure à son niveau de février 2022.

## UN POTENTIEL DE CROISSANCE QUI S'EST AFFAIBLI

L'économie allemande ne bénéficie plus aujourd'hui des mêmes soutiens que par le passé. Le pays s'est préparé à bénéficier pleinement de l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001 et de l'élargissement de l'Union européenne à l'Europe centrale en 2003 en adoptant les réformes Hartz (2003-05). En transformant le marché du travail, ces réformes ont permis de contenir le coût du travail et de parvenir progressivement au plein emploi (le taux de chômage atteignant 5% fin 2018). Entre 2005



et 2018, l'Allemagne a créé près de 5,6 millions d'emplois, soit 430 000 emplois par an, contre 180 000 par an entre 2018 et 2023. Par ailleurs, la proportion d'entreprises considérant que le manque de main d'œuvre pénalise sa production a atteint 20% dans les services et 16,5% dans l'industrie en moyenne sur cette période (alors qu'elle était résiduelle auparavant) selon l'enquête de la Commission européenne.

En parallèle, l'investissement en machines et équipement était inférieur de 5% au 1<sup>er</sup> trimestre 2024 à son niveau de fin 2018. Toutefois, cela ne provient pas d'un effet « substitution » vers les services, puisque l'investissement en services marchands n'a pas progressé entre les deux dates. Un virage vers une demande accrue de services que l'économie allemande ne semble pas prendre non plus du point de vue de la consommation des ménages (au contraire de la France), qui était inférieure de 1,4% au T1 2024 à son niveau de fin 2018.

Si d'un point de vue comptable (moins d'apport de main d'œuvre et de capital), la croissance potentielle allemande s'est affaiblie, il en va différemment de la position compétitive du pays, pour l'heure plutôt préservée. Certes, l'Allemagne se heurte à une problématique de débouchés à l'exportation, avec la concurrence croissante de la Chine et des États-Unis. Si sa part de marché dans les exportations mondiales s'est maintenue à 8% entre 2010 et 2018, malgré la montée en puissance de la Chine, cette part est tombée à 7% en 2023, passant en deçà de celle des États-Unis (8,5%). Toutefois, cela s'explique notamment par la baisse, en partie temporaire, de la production industrielle (chimie notamment), alors que, dans le même temps, la compétitivité-prix allemande se serait maintenue, selon les calculs de la Bundesbank, un résultat robuste selon différentes méthodologies. En outre, les aspects de compétitivité hors prix (investissement en R&D, taux d'équipement en robots) demeurent favorables pour l'Allemagne. Le net rattrapage opéré par la Chine confirme cependant l'irruption de ce nouveau concurrent notamment dans les secteurs traditionnellement parmi les plus performants de l'industrie allemande (automobile, chimie).

**Stéphane Colliac**

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## FRANCE

10

## ET POURTANT, ELLE TOURNE

L'économie française est caractérisée par une croissance modeste mais positive. Le passage de la comptabilité nationale en base 2020 et la publication des comptes annuels 2023, qui ont conduit l'Insee à relever son estimation du PIB 2023 de près de EUR 20 mds, en attestent. Cette croissance fait toutefois des gagnants et des perdants. En 2024, elle devrait être soutenue principalement par les services marchands, qui représentent l'essentiel des créations d'emploi et de la croissance de la demande. Toutefois ce développement des services se fait en partie en substitution des biens, tandis que les chocs d'inflation et de taux d'intérêt continuent de peser sur l'investissement.

La publication récente des comptes annuels 2023 par l'Insee a coïncidé avec le passage en base 2020 des comptes nationaux, deux avancées statistiques qui ont donné une image de la croissance française plus positive que celle que l'on avait jusqu'alors. La croissance de la consommation des ménages a certes singulièrement fléchi par rapport à 2022 (+3%), à +0,9% en 2023, mais elle n'a pas stagné. Le niveau très bas de la confiance des ménages s'est traduit par une substitution entre consommation de biens (-1,6% en 2023) et de services (+3,1% en 2023), plutôt que par une contraction de la dépense globale. La croissance du PIB s'élève désormais à 1,1% en 2023 (0,9% dans une précédente estimation), et le 1<sup>er</sup> trimestre 2024 (à +0,2% t/t), a été en ligne avec cette performance : une croissance certes limitée mais positive.

## CROISSANCE EN 2024 : COMME EN 2023 ?

Nous anticipons en 2024 une croissance identique à celle de 2023. Le point de départ est relativement comparable, même si la situation est légèrement plus favorable aujourd'hui, avec un acquis de croissance de 0,6 point à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2024 quand il était de 0,5 point au 1<sup>er</sup> trimestre 2023. L'amélioration du climat des affaires est également à noter : le PMI des services a connu en avril-mai 2024 (51,3 puis 49,3) ses niveaux les plus élevés depuis mai 2023.

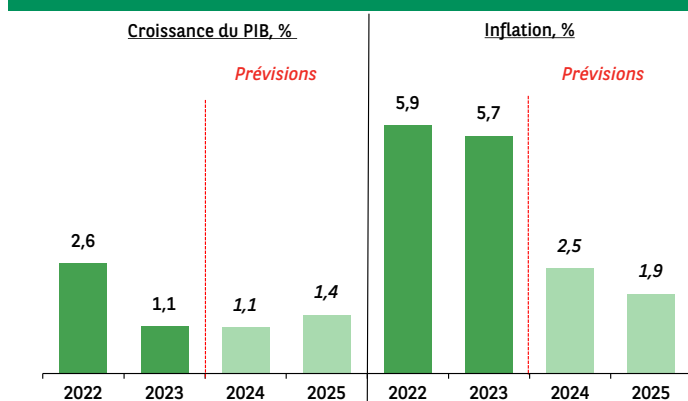
Toutefois, l'indice de confiance des ménages a interrompu son rebond à mi-chemin : à 100 avant l'accélération de l'inflation (en octobre 2021), il est tombé à un plus bas de 80 en juillet 2022, avant de revenir fin 2023 à un niveau proche de celui où il se trouve encore en mai 2024 (90), où il stagne depuis cinq mois. Les ménages devraient donc, à court terme, continuer de contraindre leurs dépenses, une probabilité accrue par l'incertitude politique liée aux élections législatives anticipées.

Les deux supports potentiels à la consommation ne devraient agir que modérément et graduellement. La désinflation, qui a été significative jusqu'en mars (à 2,4% a/a selon l'indice harmonisé, contre 5,7% a/a en septembre 2023), s'est interrompue. L'inflation a même rebondi (2,6% a/a en mai) et devrait rester un peu plus élevée jusqu'en août, sous l'effet de la hausse de prix de l'énergie (augmentation du prix du gaz en juillet) et des services (effet Jeux olympiques sur le coût des services de transports et des hébergements). Si le salaire mensuel brut (+3,3% a/a) a progressé au T1 2024 plus vite que l'inflation (+3% a/a) pour la première fois en trois ans, cette pause dans la désinflation, devrait limiter les gains additionnels de pouvoir d'achat au T2.

La baisse du taux d'épargne (17,6% de leur revenu disponible brut au 1<sup>er</sup> trimestre 2024) constituerait le second support potentiel de la consommation des ménages. Toutefois, étant donné le contexte actuel, cette baisse devrait rester limitée. Au global, la consommation des ménages n'accélérerait que modérément en 2024 (+1,3%) par rapport à 2023 (+0,9%) et sa croissance proviendrait intégralement des services.

En parallèle, les exportations de biens et services seraient soutenues par des dynamiques favorables dans l'aéronautique, l'énergie et le tourisme. En net (des importations), la contribution du commerce extérieur à la croissance augmenterait de +0,5 point en 2023 à +0,7 point en 2024 (cette contribution positive deux années consécutives constitue un phénomène rare). Ces deux soutiens à l'économie - consommation

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

des ménages et exportations - permettraient tout juste de compenser l'impact de la baisse attendue de l'investissement et la croissance du PIB se maintiendrait à 1,1% en 2024 comme en 2023.

## MOINS D'INVESTISSEMENT EN 2024, MAIS LES SERVICES CONTINUENT DE SOUTENIR LA DYNAMIQUE

Nous prévoyons en effet une diminution de 1,1% de l'investissement en 2024, sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt. L'investissement des ménages poursuivrait son recul (-5,7% en 2024), le portant à près de -18% entre mi-2021 et la fin 2024. Seulement 282 000 logements ont été mis en chantier entre mai 2023 et avril 2024 (-22,3% a/a), un niveau inédit depuis 1993 (274 000). Dans l'ancien, les transactions ont atteint 822 000 unités au 1<sup>er</sup> trimestre sur 12 mois (-23,2% a/a), bien qu'elles restent supérieures à leurs niveaux enregistrés jusqu'en 2016. L'investissement public, soutenu par la préparation des Jeux olympiques jusqu'à mi-2024, subirait un contrecoup dès le 3<sup>e</sup> trimestre, avant de stagner en 2025 sous l'effet de mesures d'économies budgétaires.

Enfin, l'investissement des entreprises non-financières (ENF) diminuerait de 0,7% d'après nos prévisions, avant un rebond modéré en 2025. La remontée des taux pénalise leur investissement en biens et en construction : -3% et -2,5% respectivement au T1 2024 par rapport au pic du T3 2023. Toutefois, la dynamique de l'investissement total des ENF a été forte entre 2019 et 2023 (+10,2%), une dynamique portée en totalité par les services marchands.

Cette montée en puissance des services se reflète dans les dynamiques du marché du travail et de la création d'entreprise : depuis fin 2019, près de 9 créations d'emplois sur 10 et 9 créations d'entreprises sur 10 ont été issues du secteur des services. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, celui-ci a été intégralement à l'origine de la création nette des 75 000 emplois salariés dénombrés par l'Insee.

Stéphane Colliac

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## LA REPRISE CONTINUE

Au T1 2024, l'économie italienne a légèrement accéléré. Le PIB réel a progressé de 0,3% t/t, avec des évolutions sectorielles diverses. La valeur ajoutée du secteur de la construction a progressé, tandis que celle de l'industrie manufacturière a reculé, victime du ralentissement des exportations. Les services ont modérément avancé, grâce à la reprise du tourisme. La demande intérieure a contribué positivement à la croissance, les ménages profitant notamment de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Les conditions économiques et financières des entreprises se sont encore améliorées. S'agissant de l'inflation, elle s'est élevée en moyenne au cours des cinq premiers mois de 2024 à moins de 1% en glissement annuel.

## CROISSANCE AU T1 : UNE ÉVOLUTION SECTORIELLE DIFFÉRENCIÉE, UNE REPRISE PLUS GÉNÉRALISÉE PAR COMPOSANTES DU PIB

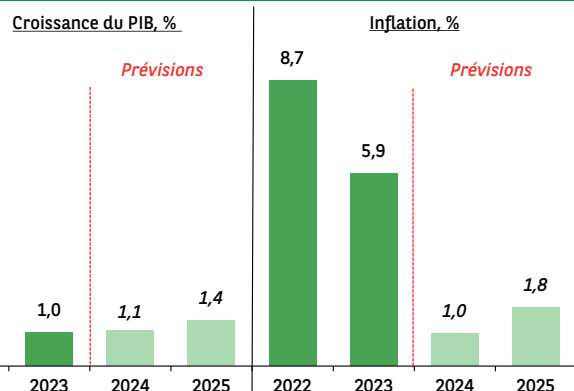
En début d'année, l'économie italienne a légèrement accéléré. Au T1 2024, le PIB réel a augmenté de 0,3% t/t. La contribution du commerce extérieur a été positive (+0,7 pp), les importations ayant baissé et les exportations augmenté (bien qu'à un rythme plus lent qu'au T3 et au T4 2023). L'évolution des stocks a soustrait 0,7 point de pourcentage (pp) à la croissance. L'acquis de croissance pour 2024 atteint +0,6%. Jusqu'ici, la reprise de l'économie italienne a dépassé les attentes. Le PIB est en hausse de 4,6% par rapport au T4 2019, soit plus que dans les autres grandes économies de la zone euro.

Au T1 2024, la reprise économique a été variable selon le secteur. La valeur ajoutée du secteur de la construction a progressé de près de 3%, sous l'effet des incitations publiques visant à améliorer l'efficacité énergétique des bâtiments. Les services ont modérément crû (+0,3%), bénéficiant de la poursuite de la reprise du tourisme, les dépenses des voyageurs étrangers étant bien supérieures à leur niveau de 2019. La valeur ajoutée de l'industrie manufacturière a, en revanche, légèrement baissé, souffrant du ralentissement des exportations et de la baisse de la production, principalement dans les secteurs où les coûts de production restent élevés.

Au niveau des composantes du PIB, le soutien à la croissance est plus généralisé. La consommation a rebondi de 0,3%, récupérant en partie le recul du T4 2023 (-1,4%). Les ménages ont bénéficié de la progression de leurs revenus, bien qu'ils souffrent toujours de la hausse des prix à la consommation, qui sont environ 20% plus hauts qu'au début de 2021, même si l'inflation a reflué en-deçà de 2%. Les conditions du marché du travail se sont encore améliorées. Le taux d'emploi est passé au-dessus de 62%, la valeur la plus élevée des vingt dernières années, et le nombre de personnes employées dépasse de plus de 700 000 celui de la période antérieure à la crise de la COVID-19. Au T1 2024, les investissements dans la construction ont continué d'augmenter, tant pour les logements que pour les autres bâtiments et structures, tandis que ceux dans les machines et équipements ont diminué, même s'ils sont restés de 17% plus élevés qu'au T4 19.

Les conditions économiques et financières des entreprises ont encore progressé. Malgré des coûts de production plus élevés, la rentabilité des entreprises s'est légèrement redressée. Le levier des sociétés non financières (c'est-à-dire le ratio entre les dettes financières et la somme des dettes financières et de la valeur de marché des actions et autres capitaux propres) a diminué à 34%, soit 15 pp en dessous de son niveau de 2011, avec une composition des dettes plus équilibrée (notamment une plus petite part de prêts bancaires). En outre, les dépôts des entreprises s'élèvent à plus de EUR 500 mds, soit environ 40% de leurs dettes financières (une mesure de leurs marges de liquidité).

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## POURSUITE DE LA BAISSÉ DE L'INFLATION ET DE LA HAUSSE DES PRIX DES LOGEMENTS

L'indice national des prix à la consommation (NIC) a augmenté de moins de 2% depuis octobre 2023. Au cours des cinq premiers mois de 2024, l'inflation a été, en moyenne, inférieure à 1% a/a. En mai, les prix ont augmenté de 0,2% m/m et de 0,8% a/a (comme en avril 2024). La stabilisation du taux d'inflation est principalement due à l'atténuation des tensions sur les prix des denrées alimentaires transformées (+1,8% a/a contre +2,5% en avril) et certains types de services (transport et logement), ainsi qu'aux pressions déflationnistes persistantes du côté des prix de l'énergie (malgré leur récent affaiblissement). L'inflation sous-jacente continue également de baisser (+2,0% a/a contre +2,1% en avril). Les prix des logements ont quant à eux progressé de 1,3% en 2023 (quatrième hausse consécutive) : les prix des maisons neuves et dans l'ancien ont progressé, respectivement, de 5,6% et 0,4%. L'acquis de croissance pour 2024 est de +1,7% (+9,8% pour les nouveaux logements et 0 pour les logements existants). La hausse des prix de l'immobilier est généralisée dans les trois villes où ils sont collectés : à Milan, elle atteint 5,4% en 2023 (huitième hausse annuelle consécutive), à Turin, 2,6%, et, à Rome, 0,8%. Concernant les transactions, le marché immobilier italien reste néanmoins déprimé : après la baisse enregistrée en 2023 (environ -10% au niveau national), elles ont encore reculé de 7,6% a/a au T1 2024. Étant donné le poids de l'immobilier dans le patrimoine des ménages italiens, il est crucial de suivre ce marché. Selon les estimations de la Banque d'Italie, les logements représentent, en moyenne, 47,6% du patrimoine net des ménages, et cela peut aller jusqu'à 75,1% pour les plus modestes.

Paolo Ciocca

[paolo.ciocca@bnpparibas.com](mailto:paolo.ciocca@bnpparibas.com)

Simona Costagli

[simona.costagli@bnpparibas.com](mailto:simona.costagli@bnpparibas.com)

## LA CROISSANCE RESTERA ÉLEVÉE AU DEUXIÈME TRIMESTRE

Au T1 2024, la croissance du PIB réel espagnol a été, comme attendu, l'une des plus élevée de la zone euro (+0,7% t/t). Elle a été principalement portée par le commerce extérieur (contribution de +0,5 pp), directement soutenu par les records touristiques enregistrés en ce début d'année. Au deuxième trimestre, nous prévoyons que l'activité reste forte (+0,7% t/t) en raison d'une reprise progressive de la consommation privée, de la persistance de la croissance des exportations, et du soutien à l'investissement apporté par les futurs déboursements des fonds NGEU.

## VERS DE NOUVEAUX RECORDS TOURISTIQUES

Pour une année supplémentaire, l'Espagne devrait enregistrer un record d'arrivées de touristes. Après avoir surpassé ses niveaux pré-Covid en 2023 (avec 85 millions d'arrivées de touristes étrangers), l'activité touristique ne semble pas ralentir en ce début d'année 2024, ce qui n'est pas sans poser problème, notamment avec la mise sous pression des ressources et des territoires. À en croire les chiffres publiés par l'INE, les arrivées ont augmenté de 14,5% sur les quatre premiers mois de l'année par rapport à la même période de l'année dernière, et les dépenses touristiques ont, quant à elles, cru de 22,6% sur cette même période. Ces bonnes performances ont soutenu la croissance des exportations de services au T1 (+11,1% t/t), ce qui a d'ailleurs permis au commerce extérieur d'être le principal facteur de la croissance du PIB réel durant ce trimestre.

Au cours des mois à venir, cette dynamique positive du tourisme, associée à la reprise progressive de l'activité des principaux partenaires commerciaux de l'Espagne, devrait booster encore davantage la croissance des exportations. Les résultats de l'enquête PMI réalisée au mois de mai dans le secteur des services portent la trace de cet optimisme : la composante relative à l'activité dans les mois à venir augmente (+1,6 points, à 69), tirée vers le haut par les commandes à l'exportation (53,9 ; +3,7 points), elles-mêmes induites par la forte activité touristique. De plus, cette dynamique permettra de soutenir davantage l'emploi (la composante relative à l'emploi ayant atteint 55,1 points).

## UNE DYNAMIQUE CONJONCTURELLE POSITIVE SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL, DERRIÈRE LAQUELLE PERDURENT DES DIFFICULTÉS STRUCTURELLES

Cette demande importante de travail dans le secteur des services, et plus particulièrement des services touristiques, a eu pour impact d'augmenter fortement le nombre d'affiliés à la sécurité sociale en mai par rapport au mois précédent (+220 289 personnes), et d'atteindre le record historique de 21,3 millions d'affiliés. Les plus fortes hausses se sont en effet concentrées dans les secteurs de l'hôtellerie, des agences de voyage et des activités de divertissement (plus de 80 000 personnes). Cette performance du marché du travail bénéficie également de la forte croissance de la part de la main-d'œuvre immigrée, celle-ci ayant augmenté de 12,1% au T1 2020 à 14,6% au T1 2024.

Néanmoins, des vulnérabilités structurelles perdurent. Bien que le taux de chômage ait fortement diminué depuis la réforme de 2021 et qu'il ait atteint en avril son plus faible niveau depuis 2008 (passant de 15,7% en avril 2021 à 11,7% en avril 2024), il reste toujours le plus élevé de la zone euro et est bien supérieur à la moyenne de la région (6,4%). Le taux de chômage des jeunes reste également significativement supérieur à celui enregistré dans les autres pays de la zone euro (26,5% contre 14,1%), ce qui tend à montrer que la transition des études au marché du travail reste plus difficile en Espagne que dans d'autres pays.

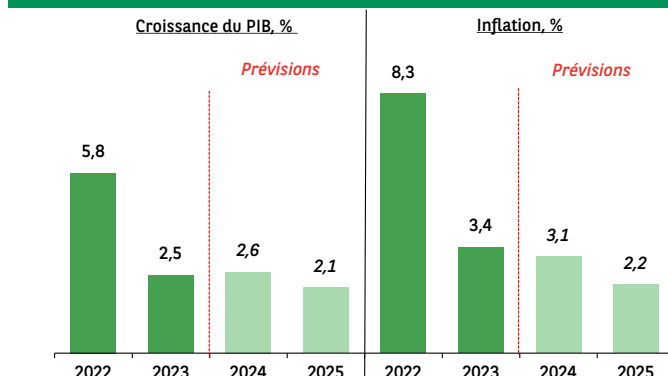
1 Pour pratiquement tous les consommateurs nationaux et les PME.

2 Alors que le gouvernement avait décidé en février de remettre la TVA sur l'électricité à 21% (soit son niveau habituel).

3 Donnée CVS.

4 Donnée CVS.

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## LA CONSOMMATION DES MÉNAGES POURRAIT REPREDRE À PARTIR DU T2

Malgré ce marché du travail en amélioration, les salaires commencent déjà, progressivement, à ralentir (hausse de +4,2% a/a au T1 après +4,5% et +5,0% sur les deux trimestres précédents). Les augmentations salariales restant néanmoins toujours importantes, elles continuent d'expliquer la résilience de l'inflation des services (+3,5% a/a en avril). De son côté, l'inflation d'ensemble (IPCH) s'est redressée au cours des quatre derniers mois (+3,8% a/a en mai), principalement en raison d'effets de base liés aux prix de l'énergie. La désinflation pourrait toutefois être de retour en Espagne à partir du mois de juillet, le gouvernement ayant annoncé que la TVA sur l'électricité retournerait au taux réduit de 10%<sup>1</sup> à partir de ce mois, en raison de la hausse des prix sur le marché de gros de l'électricité<sup>2</sup>.

Cette anticipation de désinflation, associée à la robustesse du marché du travail et à la croissance des salaires réels, fait regagner du pouvoir d'achat aux ménages, ce qui devrait stimuler leur consommation privée ; celle-ci pourrait alors progresser plus qu'au T1 (+0,3% t/t). Les indicateurs conjoncturels pour le mois d'avril concernant la consommation domestique montrent d'ailleurs que les ventes au détail repartent légèrement à la hausse (+0,8% m/m<sup>3</sup>, plus forte croissance mensuelle depuis novembre 2023) et que les immatriculations de véhicules ont fortement bondi (+14,3%<sup>4</sup> sur un mois). Enfin, le cycle de baisse des taux entamé par la BCE devrait inciter les ménages espagnols à puiser dans leur épargne (13,1% du revenu disponible au T4 2023) et soutenir à son tour la consommation privée.

Lucie Barette

[lucie.barette@bnpparibas.com](mailto:lucie.barette@bnpparibas.com)



## UN NOUVEAU GOUVERNEMENT ET UN NOUVEL ACCORD FAVORABLE AU POUVOIR D'ACHAT

L'économie néerlandaise a connu une nouvelle baisse de son PIB réel au T1 2024, imputable à une contraction inattendue des exportations. Les perspectives ne paraissent toutefois pas trop négatives. Une nouvelle coalition gouvernementale a été formée et a présenté un ensemble de mesures favorables au pouvoir d'achat des ménages, de nature à soutenir leur consommation. L'accord de la coalition planifie toutefois de limiter le déficit budgétaire à 2,8% du PIB au travers d'une diminution des dépenses qui pourrait peser sur les gains de productivité à long terme.

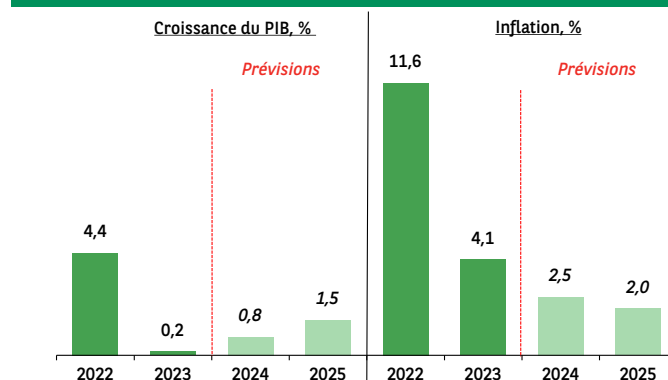
Après des mois de négociations intenses, un nouveau gouvernement de droite a été formé. La nouvelle coalition est composée du parti PVV (extrême-droite), vainqueur des élections, du VVD (centre-droit libéral) et des nouveaux venus du Mouvement agriculteur-citoyen (BBB, droite) et du Nouveau contrat social (NSC, centre-droit). Les quatre partis ont présenté leur programme politique pour les quatre prochaines années. Concernant les négociations, il s'avère que le parti PVV a renoncé à beaucoup de ses projets. Le programme du parti était eurosceptique, plaidait pour des déficits de plus de 4% du PIB, était anti-climat et s'opposait au soutien à l'Ukraine. Au lieu de cela, l'accord de coalition conserve en grande partie la même politique climatique, renforce le soutien à l'Ukraine et est moins eurosceptique que prévu. En outre, il signale un engagement clair de maintien de la prudence budgétaire, avec un déficit qui devrait rester inférieur à 3% du PIB. En résumé, la nouvelle coalition s'est mise d'accord pour réduire les dépenses affectées au soutien à la productivité (via le Fonds national pour la croissance), à la R&D, et au financement des mesures climatiques. Les sommes dégagées seront principalement allouées au soutien du pouvoir d'achat des ménages, au développement des infrastructures, du marché immobilier, du secteur agricole et de l'énergie nucléaire. Aucune réforme structurelle du marché du travail et de la fiscalité n'est proposée. La coalition met fortement l'accent sur les mesures restrictives en matière d'immigration et sur l'amélioration de la sécurité des moyens d'existence pour tous, en construisant plus de maisons et en augmentant le pouvoir d'achat des ménages.

### UN COUP DE POUCE AU POUVOIR D'ACHAT

L'accord s'intitule « Espoir, courage et fierté ». Il comporte un ensemble ambitieux d'objectifs politiques dans différents domaines. Tout d'abord, pour les ménages, le pouvoir d'achat serait soutenu à court terme par un petit allègement fiscal (EUR 2 mds) et, à compter de 2027, par la diminution de moitié des cotisations médicales obligatoires (entre EUR 4 et 5 mds). Les entreprises ont salué l'accord, en particulier celles du secteur agricole. Certaines augmentations d'impôts prévues, comme le relèvement de la taxe sur l'énergie et l'introduction d'une taxe sur les rachats d'actions, ont été annulées. Le nouvel accord indique que le rétablissement du climat des affaires est l'un des objectifs politiques du gouvernement entrant. La coalition affirme que « le travail doit payer » et appelle à « ne pas niveler davantage la répartition des revenus ». L'accord semble néanmoins plus favorable aux bas revenus, avec l'augmentation des prestations sociales, de santé et des allocations familiales visant à réduire la pauvreté infantile.

Au T1 2024, l'économie néerlandaise s'est à nouveau contractée de manière inattendue, de 0,5% t/t. Cette baisse contraste avec les chiffres des pays voisins. L'économie allemande a progressé de 0,2% t/t et la zone euro dans son ensemble de 0,3% t/t. La contraction aux Pays-Bas est principalement due à une baisse des exportations, à une poursuite du déstockage et à un recul de l'investissement total. La diminution des exportations de biens est à relier à la faiblesse du secteur manufacturier. La forte baisse des stocks a également pesé sur la croissance, mais le mouvement de déstockage semble toucher à sa fin, en ligne avec l'activité dans le secteur industriel qui aurait atteint son point bas.

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Malgré cette baisse surprise du PIB, le détail de sa composition étaye la vision d'une économie néerlandaise soutenue par la consommation privée. Cette dernière a augmenté de 0,7% t/t, les ménages profitant du redressement de leurs revenus réels, porté par la forte croissance des salaires, elle-même favorisée par un marché du travail tendu. L'économie est presque au plein-emploi, avec un taux de chômage de 3,5% en mai 2024. La consommation publique a également augmenté de 0,6% t/t. Malgré les discussions liées à la formation du gouvernement, la puissance publique a continué de contribuer à la croissance par le biais des dépenses pour la santé, l'éducation et la défense. L'investissement a surpris la baisse au T1, ce qui confirme que l'optimisme des hommes d'affaires à l'égard de l'avenir n'est pas si fort, miné par le climat géopolitique incertain et les taux d'intérêt élevés qui limitent les raisons d'investir, sauf en ce qui concerne le remplacement des installations existantes dans les transports et les machines. Pour finir, le secteur de l'immobilier a confirmé sa forte reprise, avec une hausse des prix de 8,6% a/a en mai, contre une baisse de 6% enregistrée un an plus tôt.

Les perspectives pour 2024 restent plutôt positives. La demande intérieure servira de moteur de la croissance. Plus tard dans l'année, à mesure que les conditions financières continueront de s'assouplir et que la demande extérieure augmentera, la croissance devrait se redresser, passant de 0,2% en moyenne annuelle en 2023, à, respectivement, 0,8% et 1,5% cette année et la prochaine, selon les prévisions de printemps de la Commission européenne. Comme ailleurs en Europe, l'inflation s'avère plus persistante que prévu. Elle augmente même de nouveau depuis le début de l'année, à +2,7% a/a en mai 2024 contre -1% en octobre 2023. Cette remontée forte de l'inflation est imputable à un effet de base sur les prix de l'énergie. Dans l'ensemble, la Commission européenne table désormais sur une inflation à 2,5% et 2% cette année et la suivante.

Sylviane Delcuve

[sylviane.delcuve@bnpparibasfortis.com](mailto:sylviane.delcuve@bnpparibasfortis.com)

## STABILITÉ DE LA CROISSANCE ET REPRISE DE L'IMMOBILIER

La croissance économique belge reste proche de son rythme tendanciel, bien que ses moteurs soient en cours d'évolution. L'investissement des entreprises a rebondi après sa baisse ponctuelle du dernier trimestre. Plus encourageant encore : l'investissement des ménages dans le logement a atteint son point le plus bas. Les prix de l'immobilier sont restés sur une tendance haussière tout au long du cycle de hausse des taux (désormais terminé) de la BCE et les faibles niveaux d'activité du marché immobilier devraient progressivement s'améliorer. Les finances publiques représentent toujours un défi, tandis que la perspective d'une longue période de formation du gouvernement assombrit à nouveau l'horizon économique.

La croissance du PIB au T1 2024 a récemment été confirmée à 0,3% t/t. En plus du moteur habituel de la croissance que constitue la consommation privée, l'investissement des entreprises a rebondi, après sa baisse du T4 (alors compensée par une amélioration connexe du commerce extérieur, découlant, dans les deux cas, d'opérations du secteur maritime). Un autre signe positif est que l'investissement des ménages a également contribué à la croissance pour la première fois en plus d'un an. Il demeure toutefois de 13% inférieur à son niveau d'avant-COVID. Alors que le marché du travail ralentit progressivement et que l'inflation devrait repartir à la baisse (alors qu'elle était récemment la plus élevée de l'UE), nous nous attendons à un regain d'appétit en faveur de l'immobilier privé. Les baisses de taux supplémentaires de la part de la BCE pourraient encore accélérer la reprise de ce marché.

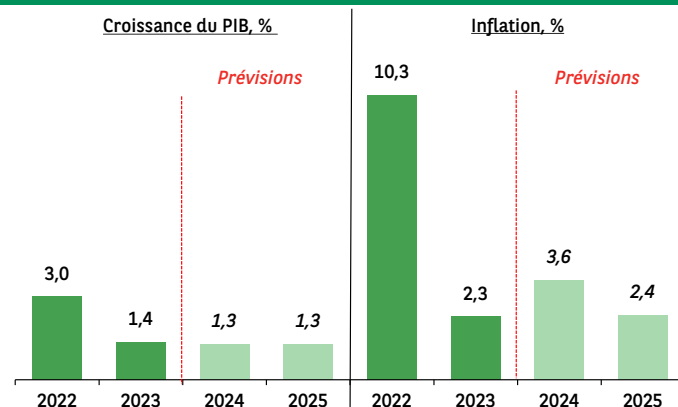
### AMÉLIORATION DU MARCHÉ DE L'IMMOBILIER

Comme dans les pays voisins, les prix de l'immobilier belge ont continué à grimper au cours de la crise de la COVID-19, mais à un rythme plus progressif qu'en Allemagne et aux Pays-Bas. Jusqu'au premier relèvement des taux de la BCE, mi-2022, la hausse des prix de l'immobilier a été supérieure à sa moyenne historique d'environ 4% par an. Pour quantifier une éventuelle correction du marché, qui semble latente, nous avons simulé un choc de six baisses consécutives des prix, une ampleur qui n'a été observée que dans 5% des trimestres entre 1973 et 2020. Pourtant, même dans ce scénario négatif, les prix ne retomberaient qu'à leurs niveaux de 2021, soit une correction assez modeste. Aujourd'hui, les prix de l'immobilier surprennent encore plus à la hausse, en s'écartant à peine de leur tendance de long terme depuis le début du cycle de hausse des taux de la BCE. L'activité, en revanche, a considérablement baissé.

La Banque nationale de Belgique a enregistré une diminution d'environ 20% des transactions en 2023. La hausse des taux d'intérêt a poussé l'indicateur de la BNB sur l'accessibilité du logement vers un sommet historique, ce qui fournit une explication à cette baisse. Elle est probablement également liée à une évolution réglementaire récente. Depuis janvier 2023, les habitations disposant d'un certificat de performance énergétique de faible niveau doivent être rénovées dans les cinq ans suivant l'achat. Des informations anecdotiques laissent penser que la baisse des prix fin 2022 est liée à un afflux important de biens de ce type, une vente rapide permettant aux acheteurs d'échapper à ces nouvelles exigences. Par ailleurs, le nombre de nouveaux crédits hypothécaires a diminué encore plus rapidement que les niveaux d'activité du marché. En 2023, il y a eu près de 30% de nouveaux crédits immobiliers en moins. Le nombre de permis de construire a également diminué sur cette période.

Les premiers signes encourageants sont apparus début 2024. D'après la BNB, les taux d'intérêt sur les nouveaux emprunts hypothécaires sont de 3,23% en moyenne pour une maturité d'au moins 10 ans, ce qui constitue une baisse par rapport à leur pic de 3,6% en décembre 2023. Les ménages ont repris confiance après la double crise du Covid et énergétique. Le taux de chômage n'a que faiblement augmenté et un atterrissage en douceur du marché du travail se profile. En outre, les créances douteuses sont stables et la dette des ménages poursuit sa trajectoire baissière. À court terme, nous prévoyons une hausse des prix de l'immobilier proche de leur croissance tendancielle alors que l'activité reprend progressivement.

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE: BNP PARIBAS FORTIS, BNP PARIBAS

### LE DÉFI DES FINANCES PUBLIQUES

Les ménages et les entreprises belges semblent avoir assez bien résisté à l'impact de la hausse des taux. On ne peut pas en dire autant des finances publiques. Les dépenses ponctuelles, comme celles liées à la COVID-19 et au soutien aux factures d'énergie, semblent avoir poussé le déficit à un niveau structurellement plus élevé. Malgré les efforts de l'Agence fédérale de la dette pour maintenir des taux bas plus longtemps, les rendements moyens sur les obligations souveraines ont commencé à repartir à la hausse dès 2022. Au début de cette année, ils s'établissaient à 1,92%, soit près de 50 pb au-dessus de leur niveau le plus bas de 2021. La maturité moyenne était de près de 11 ans. Par conséquent, les charges annuelles d'intérêt augmentent. Après avoir atteint un plancher de 1,2% du PIB en 2022, elles pourraient doubler d'ici 2025. La populaire obligation à un an émise l'année dernière, fiscalement encouragée, pourrait être interprétée comme un signe de forte demande du marché pour la dette belge, mais rien ne justifie trop d'optimisme, d'autant plus qu'un déficit persistant et des taux d'intérêt en hausse (ou plutôt, qui ne baissent plus) mènent aussi à une hausse de la dette publique. L'effet boule de neige se fait pleinement sentir et le ratio de dette publique pourrait atteindre 110% du PIB d'ici 2026. La consolidation budgétaire devra être une priorité pour le gouvernement à venir, sur fond de menace d'avertissement budgétaire de l'UE.

Le PIB belge a dépassé celui de la zone euro d'environ 1% depuis le début de 2022, surperformant pendant les périodes difficiles, pour partie grâce à d'importantes interventions gouvernementales. S'agissant des perspectives, la croissance belge, proche de son rythme tendanciel, devrait être dépassée par celle de la plupart des autres pays européens, tandis que l'inflation se normaliserait mais en restant supérieure à celle de presque tous les autres pays de l'UE (effet de l'inflation sous-jacente alimentée par l'indexation des salaires et de la sensibilité aux prix de l'énergie).

Arne Maes

[arne.maes@bnpparibasfortis.com](mailto:arne.maes@bnpparibasfortis.com)

## AUTRICHE

15

## L'ÉCONOMIE NE SE REDRESSERA QUE LENTEMENT

Après avoir été en récession en 2023 (-0,8% en moyenne annuelle), en raison de la chute de l'investissement, de la forte inflation et du déclin des salaires réels, la croissance autrichienne devrait rester faible cette année (+0,3% selon la Commission européenne). Au T1, le PIB réel n'a progressé que de 0,2% t/t, toujours tiré vers le bas par le recul de l'investissement (-4,7% t/t, contribution de -1,1 pp à la croissance), mais néanmoins tiré vers le haut par le rebond de la consommation privée (+0,8% t/t, contribution de +0,4 pp), lui-même soutenu par le retour des hausses de salaires réels et par la résilience du marché du travail.

L'Autriche, qui est fortement dépendante de son activité industrielle, a été, en 2023, négativement impactée par la hausse des prix de l'énergie, le ralentissement du commerce mondial de marchandises, et la faible activité économique en Europe – plus particulièrement de celle de l'Allemagne<sup>1</sup>. L'économie a finalement réussi à enregistrer une légère croissance<sup>2</sup> au premier trimestre 2024, et les principaux indicateurs conjoncturels suggèrent que l'activité devrait rester faible mais positive au deuxième trimestre.

## UNE FAIBLESSE PERSISTANTE DE L'INDUSTRIE ET DE LA CONSTRUCTION

L'activité des secteurs de l'industrie et de la construction est restée faible sur la première partie de l'année. L'environnement de taux d'intérêt et de prix de l'énergie toujours élevés, associé aux hausses importantes des coûts unitaires du travail en Autriche (7,4% a/a au T4 2023 contre 3,4% a/a pour la zone euro), continuent de peser sur ces deux secteurs.

En avril, l'indice de production industrielle (IPI) affichait toujours une tendance négative (-1,3% a/a), ce qui était également le cas pour le secteur de l'industrie incluant la construction (-0,4% a/a). Néanmoins, la situation devrait progressivement s'améliorer au cours de l'année, à mesure que la désinflation s'accroîtra et que l'activité des principaux partenaires commerciaux de l'Autriche reprendra. Bien qu'ils demeurent très éloignés de leurs tendances de long terme<sup>3</sup>, ces deux indices de production se sont déjà nettement redressés par rapport au mois de mars (+2,2 pp et +3,2 pp respectivement).

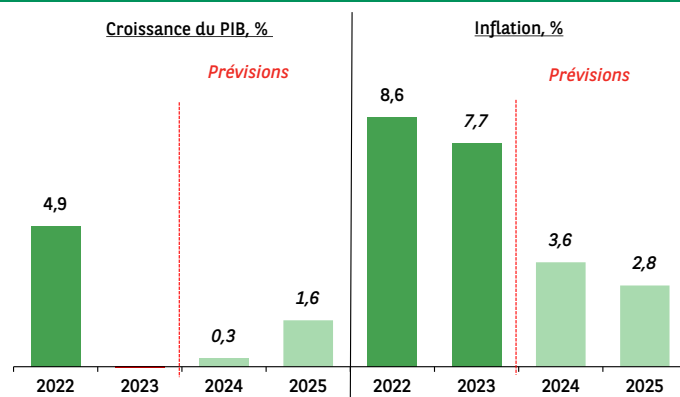
Les nouvelles commandes dans les deux secteurs ont également fortement progressé en avril (+7,9% et +14,4% a/a respectivement), ce qui laisse penser que l'activité devrait reprendre quelques couleurs dans les mois à venir. C'est également ce que tendent à suggérer les résultats encourageants de l'enquête PMI d'UniCredit Bank Austria, réalisée au mois de mai. Bien que l'indice global reste en dessous du seuil de 50 (à 46,3), il a toutefois grimpé à son meilleur niveau depuis près de quinze mois, en raison notamment du ralentissement du déclin des nouvelles commandes (47,1 ; +3,6 points sur un mois) et d'une amélioration des anticipations concernant la production sur l'année à venir (56,3 ; +0,8 point).

## LA CONSOMMATION PRIVÉE DEVRAIT CONTINUER DE FAIRE CONTRE-POIDS

Après avoir contribué négativement à la croissance du PIB réel en 2023 (-0,3 pp), la consommation privée a été le principal facteur de la croissance autrichienne au T1 2024. Elle devrait rester bien orientée tout au long de l'année en raison de la réduction de l'inflation (3,3% a/a en mai contre 5,7% en décembre 2023), qui, combinée à la forte croissance des salaires négociés (+8,8% a/a en avril) soutient le pouvoir d'achat des ménages.

De son côté, le marché du travail s'est montré plutôt résilient malgré la mauvaise conjoncture économique. Le taux de chômage est resté modéré (6,4% en mai) et inférieur à sa moyenne de long terme (7,2% sur la période 1999-2019) ; le taux d'emploi est, quant à lui, resté élevé, à

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

73,3% au T1 2024, et non loin de son meilleur niveau historique enregistré au T3 2023 (74,9%). Les perspectives sont positives, le taux de vacance étant toujours plus de 1 point supérieur à son niveau pré-pandémique (4,4% au T1 2024) – il l'est particulièrement dans les secteurs de la santé, des services et des transports.

L'activité touristique a également été importante durant la saison hivernale 2023/2024, ce qui a stimulé la croissance des exportations (+2,6% t/t). En effet, bien qu'il soit toujours inférieur à son niveau pré-Covid de la saison 2018/2019, le nombre d'arrivées de touristes a été de 19,9 millions, ce qui représente tout de même une hausse de 5,5% par rapport à la saison 2022/2023.

## 2024, UNE « SUPER-ANNÉE » ÉLECTORALE

L'année 2024 est une « super-année » électorale pour l'Autriche, avec la tenue des élections européennes, des élections du Conseil national<sup>4</sup>, de deux élections régionales, et de très nombreuses consultations communales. Comme anticipé par les sondages, le Parti de la liberté d'Autriche (FPÖ) est arrivé en tête des élections européennes (avec 25,5% des voix et 6 eurodéputés). Il s'agit de la première fois que ce parti de droite populiste remporte un scrutin national, dépassant ainsi le parti populaire (ÖVP) (24,7%) et le parti social-démocrate (SPÖ) (23,2%). Les résultats des élections européennes en Autriche, couplés à la fragmentation récente du paysage politique national, rendent incertain le maintien au pouvoir de la coalition actuelle (composée de l'ÖVP et des Verts). Les derniers sondages confirment d'ailleurs la place de favori du FPÖ pour les élections du Conseil national du 29 septembre. Toutefois, bien qu'il puisse réaliser son meilleur score lors de ces élections (environ 30% des voix), le FPÖ devra s'allier avec un autre parti pour gouverner. Néanmoins, une coalition semble compliquée, les dirigeants des cinq autres partis ayant exclu toute alliance avec ce dernier.

Lucie Barette

[lucie.barette@bnpparibas.com](mailto:lucie.barette@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> L'Allemagne est le principal partenaire commercial de l'Autriche. Il s'agit du pays vers lequel 30% des exportations autrichiennes sont tournées.

<sup>2</sup> En variation trimestrielle.

<sup>3</sup> Les tendances de long terme pour ces deux secteurs sont d'environ +3,4% a/a sur la période 1997-2019.

<sup>4</sup> Chambre basse du parlement bicaméral.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## UN CYCLE DE CROISSANCE TOUJOURS FAVORABLE

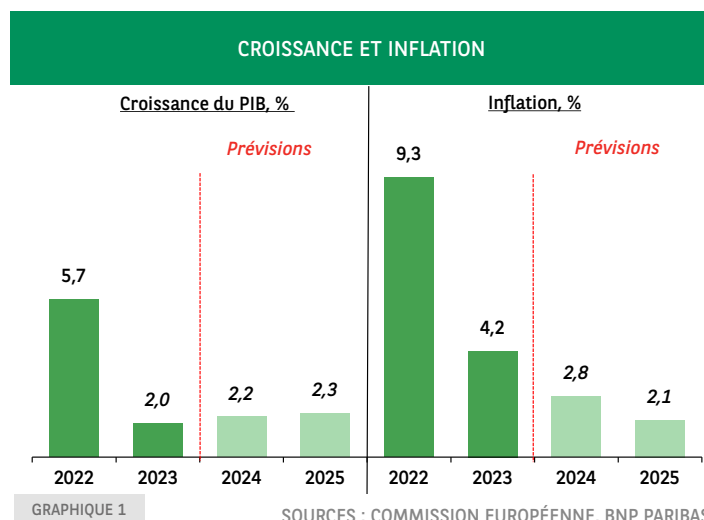
L'économie grecque résiste à la hausse des coûts de financement et aux tensions géopolitiques en Europe et devrait enregistrer en 2024 une croissance économique à nouveau supérieure à la moyenne de la zone euro. Le PIB réel a progressé de 2,0% en 2023 en moyenne annuelle et de 0,7% t/t au premier trimestre 2024, tiré par la consommation privée et l'investissement. Hormis dans l'immobilier, les pressions inflationnistes se sont atténuées et alimentent des gains de pouvoir d'achat qui, avec la hausse de l'emploi, soutiennent la consommation privée, dont le poids dans le PIB a atteint un nouveau record au premier trimestre 2024 (76,9%). Le pays, par sa taille et sa dépendance au marché extérieur, reste néanmoins très exposé aux évolutions économiques en Europe ainsi qu'au marché de l'énergie, et en particulier le pétrole.

L'année 2024 marquera, à plusieurs titres, une étape symbolique dans le redressement de l'économie grecque. L'autorisation accordée le 5 juin par la BCE aux quatre plus grands groupes bancaires du pays de distribuer à nouveau des dividendes, après seize années d'interruption, constitue un premier fait marquant.<sup>1</sup> Cette année devrait également acter le point de dépassement des prix immobiliers par rapport à leur pic de 2008. C'est déjà le cas dans la capitale grecque, où les prix ont franchi ce cap dès le premier trimestre 2024. L'indice national se situe encore 3,5% en dessous, mais avec une croissance des prix dans le pays encore très soutenue (+10,8% en glissement annuel au T1<sup>2</sup>), il devrait aussi atteindre des niveaux inédits d'ici la fin de l'année. Si cela ne va pas sans risque en exacerbant les problèmes d'accessibilité au logement, cela illustre la phase de reflation que connaît actuellement le pays. Par ailleurs, l'économie grecque étant sortie très tardivement (2016) de la crise de la dette européenne, elle se trouve dans un cycle économique moins avancé que la plupart des autres pays de la zone euro et bénéficie à ce titre d'une marge de croissance supérieure.

L'emploi a franchi en avril la barre des 4 300 000 pour la première fois depuis septembre 2009, et le taux de chômage est redescendu à 10,8%. Les leviers de soutien à l'économie restent par ailleurs importants : les financements européens alloués par la Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR) au pays continuent d'abonder et devraient, à terme, soutenir l'investissement. La Commission européenne a donné le 14 juin son accord de principe pour le versement d'une quatrième tranche de prêts, de EUR 2,3 mds, tandis que les autorités grecques avaient officialisé, quelques jours auparavant, la demande auprès de la Commission pour le déblocage d'une quatrième tranche de subventions à hauteur de EUR 998,6 millions. En incluant ces versements, qui devraient intervenir d'ici à la fin de l'année 2024, cela porterait les versements actuels du FRR à la Grèce à EUR 18,2 mds (EUR 8,6 mds en subventions et EUR 9,6 mds en prêts, préfinancements inclus), soit environ la moitié de l'enveloppe totale allouée au pays (EUR 36 mds).

## SÉRIEUX BUDGÉTAIRE

En parallèle, la poursuite du redressement des comptes publics en 2023 offre des marges budgétaires au gouvernement de centre-droit, dont l'objectif principal reste encore, à ce stade, le désendettement du pays. Le gouvernement a annoncé son intention de rembourser par anticipation EUR 8 mds de dettes contractées au travers du programme d'aide européen (Greek Loan Facility) au début de la crise économique. Il s'est également fixé comme objectif de dégager un excédent primaire à hauteur de 2,1% du PIB en 2024 et en 2025, ce qui semble atteignable au vu des bons résultats enregistrés en 2023, même si le reflux de l'inflation freinera les rentrées fiscales :



l'excédent primaire a atteint 1,9% du PIB (contre 0% en 2022), tandis que le déficit budgétaire s'est réduit à -1,6% (après -2,5% en 2022). Le ratio d'endettement public a baissé de 9 points de PIB à 161,9% en 2023 et devrait fléchir assez nettement encore en 2024. L'écartement contenu des taux obligataires grecs avec le Bund allemand, malgré la volatilité des marchés à l'issue des élections européennes et de la dissolution de l'Assemblée nationale en France, est une indication assez nette que la prime de risque attachée à la dette grecque a reflué.

Le parti Nouvelle Démocratie du premier ministre actuel, Kyriakos Mitsotakis, dont la côte de popularité s'est effritée depuis les élections législatives anticipées de juin 2023, est néanmoins parvenu à remporter les élections européennes, avec 28,3% des suffrages obtenus contre 14,9% pour le parti de gauche Syriza, et 12,8% pour le parti de centre-gauche Pasok. Ces résultats, moins bons qu'espéré pour le parti au pouvoir, ont conduit Mitsotakis à procéder, le 14 juin, à un remaniement ministériel (notamment le ministre de l'Intérieur, du travail, de l'immigration ou encore le ministre du développement et de l'investissement), même si certains ministres à des postes clés sont restés en place (Finances, Affaires étrangères, Défense).

**Guillaume Derrien**

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Voir BNP Paribas Graphiques de la semaine, *Système bancaire grec : tendances positives, faiblesses structurelles*, 12 juin 2024.

<sup>2</sup> Données de la Banque de Grèce.



## LES MÉNAGES BRITANNIQUES RESTENT SOUS PRESSION

Le parti vainqueur des élections législatives du 4 juillet reprendra les rôles d'une économie en manque de souffle. Le scénario d'un ralentissement de la croissance au deuxième trimestre (+0,2% t/t), et sur l'intégralité de l'année 2024, reste notre prévision centrale. Les enquêtes d'opinion (PMI, indice GfK de confiance des ménages) et l'investissement ont, certes, repris des couleurs, mais la consommation des ménages demeure déprimée. Si la désinflation soutient le pouvoir d'achat, la hausse du chômage ainsi que la persistance de taux d'intérêt et d'épargne élevés en limitent les effets. La remontée des arriérés de paiements sur les emprunts immobiliers indique que le choc de refinancement continue de se propager. Le retour de l'inflation à 2% en mai confortera la Banque d'Angleterre dans son choix d'initier une première baisse des taux directeurs, en août, selon nos prévisions, ce qui redonnera (un peu) d'oxygène aux ménages.

Après des mois de résistance, les dernières évolutions du chômage marquent-elle les prémices d'un retournement du marché du travail ? Il est encore trop tôt pour le dire. Néanmoins, le nombre de personnes inscrites à l'assurance-chômage (*claimant count*), qui évoluait depuis deux ans déjà à un niveau nettement supérieur à la période précédant la crise sanitaire, a grimpé de 50 300 en mai, la plus forte progression mensuelle, hors Covid-19, depuis 2009<sup>1</sup>. Les enquêtes PMI restent néanmoins bien orientées. L'indice composite est stable et en territoire positif depuis le début de l'année 2024 (53,0 en mai), tandis que le sous-indicateur pour l'emploi ne décroche pas, bien que tout juste en territoire expansionniste (50,6). La confiance des ménages progresse également sur fond de gains de pouvoir d'achat : l'indice GfK a atteint en mai son meilleur niveau depuis décembre 2021.

Néanmoins, la persistance de taux de financement élevés maintient les ménages sous pression. Le taux d'intérêt moyen sur les prêts à l'habitat est quasi-stable depuis septembre et proche de 8%. La part des arriérés de paiements dans l'ensemble des encours de prêts immobiliers gagne du terrain depuis l'été 2022, à la suite du déclenchement du cycle de resserrement monétaire, pour atteindre 1,3% au T1 2024. Lors de la crise des *subprimes*, ce chiffre était monté à 3,5% au T2 2009.<sup>2</sup> Si comparaison n'est pas raison, cela offre tout de même un point de référence important. Par ailleurs, les effets du resserrement monétaire agissent avec un délai et une partie des ménages britanniques ayant emprunté à des taux fixes sur une période relativement courte (2 à 5 ans) doivent encore renouveler leurs crédits à des taux plus élevés. Dans un scénario défavorable, où le chômage serait amené à progresser et les taux d'emprunt à l'habitat se maintiendraient à un niveau élevé, la part des arriérés de paiements continuerait de progresser, fragilisant davantage la consommation des ménages et l'économie britannique dans son ensemble.

L'abaissement du plafond sur les tarifs réglementés du gaz et de l'électricité en avril (-12,3%), qui se poursuivra en juillet (-7,2%) a permis à l'inflation *headline* de retomber à 2% en mai. Néanmoins, l'inflation dans les services reste vigoureuse, soutenue par la progression dynamique des salaires de base (+5,7% en glissement annuel en avril). Les dernières enquêtes PMI permettent d'espérer une désinflation plus marquée à venir dans les services (l'indice sur le prix des intrants a chuté de 7 points en mai, la seconde plus forte baisse mensuelle jamais enregistrée). Néanmoins, l'arbitrage pour la BoE, entre stabilité des prix et croissance économique, reste délicat.

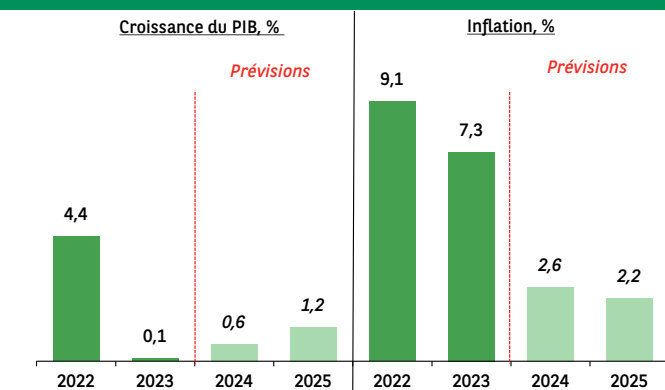
Les faibles gains de productivité et la croissance soutenue des rémunérations pèsent par ailleurs sur la rentabilité des entreprises. Au dernier trimestre 2023, les coûts unitaires du travail progressaient de 6,9% en glissement annuel contre une inflation CPI de 4,2%. Si une partie des entreprises semble avoir été capable, dans un premier temps, d'absorber ce renchérissement des coûts salariaux, via une hausse des prix de vente et/ou une baisse des marges,

<sup>1</sup> Ces chiffres proviennent de sources administratives et ne sont pas concernés par les problèmes de l'enquête mensuelle auprès des ménages (LFS), en cours de refondation.

<sup>2</sup> Ces données sont issues du Financial Conduct Authority (FCA) et peuvent varier en niveau avec les statistiques de UK Finance en raison de méthodologies différentes et notamment sur le seuil utilisé (à partir de 1,5% d'arriérés sur le montant empruntés pour le FCA et 2,5% pour UK Finance). Le chiffre d'arriérés annoncé par UK Finance s'élevait à 1,1% au T1 2024.

<sup>3</sup> Le programme *Help to Buy*, instauré entre 2013 et 2023, permettait aux ménages achetant un logement neuf de financer une partie de cet achat grâce à un emprunt souscrit auprès de l'État, sans intérêt durant les cinq premières années et avec un remboursement du principal après 25 ans ou à la vente du logement. Le *Quadruple Lock* imposerait au seuil minimal d'imposition, actuellement gelé à £12 570, de s'ajuster chaque année sur la hausse la plus importante entre le taux d'inflation (IPC), la progression du salaire moyen et une croissance de 2,5%.

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

#### Les mesures pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages

Les manifestes des partis conservateur et travailliste ont été dévoilés le 13 juin. Les grandes mesures de soutien aux ménages mises en avant par les conservateurs incluent des nouvelles baisses du taux de cotisation sociale employés, son abolition pour les travailleurs indépendants, ainsi que la suppression des droits d'enregistrement (*stamp duty*) pour les primo-accédants. S'y ajoute la réintroduction du programme d'aide à l'achat immobilier neuf (*help-to-buy scheme*) et le renforcement des mécanismes de protection des pensions de retraite (*Quadruple Lock* ou *Triple Lock Plus*)<sup>3</sup>. Ces mesures seraient financées principalement par un durcissement des prestations sociales, une chasse à l'évasion fiscale et une accélération de la transition des systèmes d'indemnisation « décentralisée » vers le système unifié du Crédit universel.

Pour le parti travailliste, les mesures de soutien direct au pouvoir d'achat sont moins explicites dans le manifeste, l'accent étant mis sur celles destinées à améliorer les services publics (éducation, santé). Le *Labour* a déjà annoncé son intention d'étendre l'éligibilité du salaire de subsistance nationale (*National Living Wage*) aux 18-20 ans, de réformer le système des « contrats zéro heure » et des congés parentaux. Le parti se donne jusqu'à cent jours après son élection pour introduire de nouvelles législations pour améliorer les conditions des travailleurs britanniques. Ces mesures seraient financées par une suppression des avantages fiscaux accordés aux non-domiciliés, une augmentation de 1% du *stamp duty* pour les résidents non-britanniques, l'introduction d'une TVA et d'un taux d'imposition pour les écoles privées, et le renforcement de la lutte contre l'évasion fiscale.

La question est de savoir jusqu'à quand cela peut durer. En tout état de cause, l'économie britannique devrait continuer de sous-performer la plupart des autres économies du G7 au cours des prochains trimestres.

**Guillaume Derrien (avec le concours d'Elisa Petit, stagiaire)**  
[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)



# DANEMARK

18

## PILULES ANTI-RÉCESSION

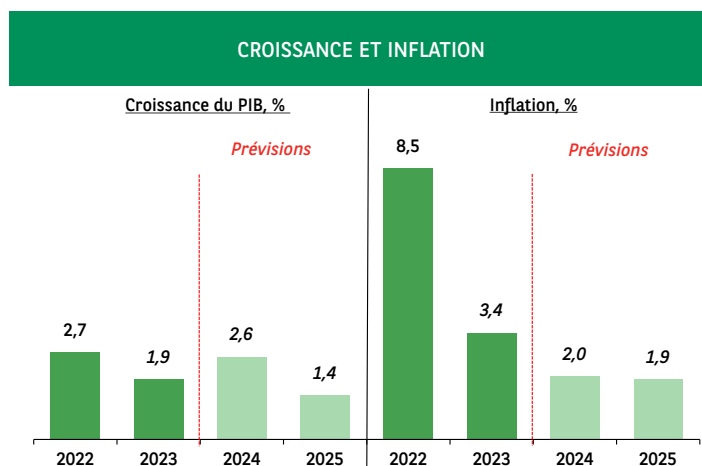
**Le Danemark a connu en 2023 une croissance économique dynamique et supérieure aux attentes, en forme de trompe-l'œil au regard de la prépondérance du secteur pharmaceutique. Celui-ci s'est mué en atout principal du royaume, jusqu'à nourrir des craintes liées à une dépendance croissante. Par ailleurs, l'inflation a reculé significativement depuis le pic de l'année 2023, tandis que la banque centrale danoise devrait continuer à assouplir sa politique en ligne avec la BCE.**

La croissance de l'économie danoise a subi un coup d'arrêt brutal au premier trimestre 2024. La contraction du PIB, à hauteur de -1,8% t/t, constitue un résultat négatif sans précédent depuis 2009, exception faite du choc lié à la pandémie de Covid-19. Le début de l'année a pourtant fait apparaître un dynamisme notable de l'investissement, visible aussi bien sur la composante résidentielle – laquelle enregistre une seconde avancée (+2,5% t/t) – que sur la partie productive. Cette dernière marque un rebond important (+12,7% t/t) bien qu'incomplet sur les machines et équipements après la chute de la fin d'année 2023. Toutefois, ces bons chiffres ont été plus que contrebalancés par les contributions négatives de la consommation des ménages (-0,9 pp) et, surtout, du commerce extérieur (-3,8 pp). Ceci intervient alors que le dynamisme des exportations s'est érigé en moteur principal de la croissance danoise en 2023, permettant au pays d'afficher la meilleure performance annuelle (+1,8%) de ses homologues scandinaves. Cela devrait demeurer le cas en 2024 selon les prévisions de la Commission européenne, même si la faiblesse du T1 pointe vers un résultat final moins élevé qu'initialement escompté (+2,6%).

## UNE ÉCONOMIE PHARMACO-DÉPENDANTE

Il est néanmoins primordial de souligner que les résultats positifs de l'année 2023 relèvent essentiellement de la performance remarquable de Novo Nordisk, fleuron danois du secteur pharmaceutique, producteur de médicaments visant à lutter contre le diabète et l'obésité. Celle-ci permet de masquer, au niveau agrégé, le manque d'allant de la demande intérieure, illustré par un faible rebond de la consommation des ménages (+1,0% en moyenne annuelle) et le niveau déprimé de l'investissement (-3,6%). De fait, selon Statistics Denmark, en le corrigeant du secteur pharmaceutique, au lieu de progresser de 1,8%, le PIB a reculé de 0,1% en 2023. Ce résultat doit être apprécié avec du recul dans la mesure où il n'incorpore pas de potentiels effets d'éviction ou spillovers positifs liés à la prépondérance médicamenteuse. De plus, le Conseil économique danois a rapporté que la moitié de la croissance de l'emploi salarié non-agricole entre janvier 2023 et mars 2024 résultait, de façon directe ou indirecte, de l'activité de Novo Nordisk. Enfin, le bond du commerce extérieur précédemment mentionné est à mettre en relation directe avec l'attractivité internationale de l'entreprise.

De façon corollaire, le reflux sensible de la composante pharmaceutique de l'indice de production manufacturière au T1 2024 (-17,1% t/t) constitue un facteur explicatif majeur de la contraction du PIB au cours de ce trimestre. Toutefois, la forte variabilité mensuelle ou trimestrielle de l'indice, qui a ensuite bondi de +21% m/m en avril, permettant à l'indice agrégé d'enregistrer sa plus forte progression mensuelle depuis 2016 (+11,3%), ne modifie pas les perspectives du secteur que les analystes jugent très positives. Les interrogations principales restent liées à la capacité de l'entreprise à répondre à une demande grandissante. En outre, la puissance de Novo Nordisk est illustrée, de façon saisissante, par le fait que sa capitalisation boursière, de plus de USD 630 mds au 12 juin 2024 (+75,5% a/a), excède le PIB nominal annuel du Danemark (environ USD 400 mds en 2023). Ceci en fait l'entreprise européenne



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

la mieux valorisée sur les marchés financiers, très nettement devant la seconde capitalisation (LVMH, environ USD 400 mds). En définitive, si l'entreprise constitue pour l'heure un facteur d'expansion économique, voué à se poursuivre à moyen terme selon les prévisions, une trop importante dépendance pourrait se muer en vulnérabilité pour le pays en cas de fort retournement du cycle d'affaires du géant des pharmaceutiques.

## UN ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE DANS LA ROUE DE LA BCE

La politique monétaire danoise se caractérise par un objectif de stabilité des prix, dont le moyen principal est le maintien de la parité entre l'euro (autrefois le deutsche mark) et la couronne danoise autour de 1 EUR = 7,46038 DKK. Pour ce faire, la Nationalbank, en plus d'intervenir sur le marché des changes, modifie ses taux d'intérêt en lien avec les décisions de la BCE. Ce faisant, l'abaissement de 25 pb des taux directeurs de la dernière, le 6 juin, s'est traduit, le même jour, par une décision équivalente de son homologue danoise, portant ainsi le taux de compte courant à +3,35% et maintenant le spread de 40 pb avec le taux de dépôt de la BCE. À ce titre, nos prévisions relatives au taux directeur de la BCE (cf. texte zone euro) impliquent que le taux directeur danois s'élèvera à +2,85% à la fin 2024 et +2,1% à la fin 2025.

Cet assouplissement graduel des conditions financières devrait contribuer à soutenir la demande. À cela doit s'ajouter l'effet conjoint du repli significatif de l'inflation – qui, mesurée par le HICP, est inférieure à +1,0% a/a depuis septembre 2023 – et de la croissance des revenus réels (qui a repris au T2 2023). Si le niveau de la croissance nominale des salaires pourrait exercer quelque pression haussière sur l'inflation lors des trimestres à venir, cela ne devrait pas menacer substantiellement la stabilité des prix.

Anis Bensaidani

[anis.bensaidani@bnpparibas.com](mailto:anis.bensaidani@bnpparibas.com)
**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# PRÉVISIONS

19

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

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

\* 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	5,50	5,25	4,75	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	5,25	4,75	4,50	4,00	3,50
	Gilt 10a	4,00	3,80	3,70	3,55	3,65
Japon	Taux BoJ	0,10	0,25	0,25	0,50	1,00
	JGB 10a	-	1,05	1,25	1,45	1,60

Taux de change						
Fin de période		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
USD	EUR / USD	1,05	1,05	1,06	1,08	1,10
	USD / JPY	155	154	153	150	148
	GBP / USD	1,25	1,27	1,28	1,30	1,33
EUR	EUR / GBP	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
	EUR / JPY	163	162	162	162	163

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

# 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 - 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](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](http://group.bnpparibas) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)  
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder  
Copyright: Monticello

