



ESPAGNE SCÉNARIO 2024-2025

RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ

Avril 2024

Ticiano BRUNELLO

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ

LES POINTS CLEFS DU SCÉNARIO

- ^ L'inflation décélère grâce à la modération des prix de l'énergie et des aliments.
- ^ La situation financière des ménages s'améliore.
- ✓ La hausse des coûts salariaux et des charges d'intérêt pèsent sur les entreprises.
- ✓ La faiblesse de la demande étrangère sera compensée par la demande intérieure.

	2022	2023	2024	2025
PIB a/a,%	5,8	2,5	1,9	2,0
Demande intérieure contribution au PIB, pp	0,0	0,0	0,0	0,0
Consommation des ménages a/a,%	4,7	1,8	1,8	2,1
Investissement a/a,%	2,4	0,8	0,7	3,2
Variation des stocks contribution au PIB, pp	-0,1	-0,1	0,2	0,0
Exportations nettes contribution au PIB, pp	2,8	0,7	0,2	0,1
Inflation a/a,%	8,3	3,4	3,3	2,2
Taux de chômage %	13,0	12,1	11,7	11,3
Solde budgétaire % du PIB	-4,7	-4,1	-3,5	-3,4

Sources : Crédit Agricole SA / ECO

L'économie espagnole traverse la phase finale du cycle inflationniste amorcé en 2021 avec les perturbations des chaînes logistiques mondiales liées à la sortie de la pandémie et avec les pressions sur les prix du gaz issues de la guerre en Ukraine. Après une croissance de 2,5% l'année dernière, nous prévoyons que l'économie espagnole modérera le rythme de sa croissance en 2024, en raison de la hausse des taux et de l'essoufflement des bonnes performances du secteur touristique qui opère déjà à des niveaux plus élevés que ceux de 2019. En revanche, l'atténuation de l'impact de la hausse passée des taux d'intérêt à partir du second semestre, la baisse de l'inflation et l'accélération des dépenses liées aux fonds NGEU soutiendront l'activité tout au long de 2024. Dans l'ensemble, nous prévoyons une croissance du PIB de 1,9% cette année et une modeste accélération à 2% en 2025.

La dynamique de l'inflation sous-jacente sera modérée, en ligne avec ce qui a été observé dans la dernière partie de 2023. Même si nous prévoyons que l'inflation générale baissera de 3,5% en 2023 à 3,3% en 2024, l'inflation sous-jacente diminuera plus fortement, de 4,4% en 2023 à 2,5% en 2024.

RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ

LES MÉNAGES AU SOUTIEN DE LA CROISSANCE EN 2024

L'économie espagnole traverse la phase finale du cycle inflationniste amorcé en 2021 avec les perturbations des chaînes logistiques mondiales liées à la sortie de la pandémie et avec les pressions sur les prix du gaz issues de la guerre en Ukraine. Dans la dernière ligne droite de 2023, l'activité s'est maintenue dynamique. Malgré la hausse des taux d'intérêt, la croissance moyenne au second semestre 2023 est restée pratiquement inchangée par rapport au premier semestre (0,5% en rythme trimestriel). Cette performance est à attribuer, au rebond notable de la consommation privée au troisième trimestre, porté par la solidité du marché du travail et par la modération de l'inflation.

Nos hypothèses pour ce scénario se fondent sur un ralentissement de l'activité mondiale (notamment de la Chine et des États-Unis), et un PIB de la zone euro progressant au rythme de 0,7% en 2024, après 0,5% en 2023. Les taux d'intérêt directeurs commenceraient à descendre à partir du deuxième trimestre 2024 : le taux de refinancement de la BCE passerait de 4,5% en moyenne en 2023 à 3,4% en 2024 et 2,6% en 2025. Nos prévisions pointent une légère hausse du prix du Brent, qui passerait de 82 \$ en moyenne en 2023 à 85 \$ en 2024 et 88 \$ en 2025.

Après une croissance de 2,5% l'année dernière, nous prévoyons que l'économie espagnole modérera le rythme de sa croissance en 2024. Premièrement, en raison de la hausse des taux intervenue depuis 2022, dont nous estimons que l'impact sur l'activité jouera jusqu'au premier semestre 2024. Deuxièmement, l'Espagne ne bénéficiera plus des bonnes performances du secteur touristique qui opère déjà à des niveaux plus élevés que ceux de 2019. En revanche, l'atténuation de l'impact de la hausse passée des taux d'intérêt à partir du S2, la baisse de l'inflation et l'accélération des dépenses liées aux fonds du plan de relance européen (NGEU) soutiendront l'activité tout au long de 2024. Dans l'ensemble, nous prévoyons une croissance du PIB de 1,9% cette année et une modeste accélération à 2% en 2025.

En 2024, la demande intérieure devrait être le moteur de la croissance, tirée par la consommation privée, qui bénéficiera d'une inflation modérée, d'une croissance plus soutenue de la population active (liée à des flux d'immigration plus importants) et d'une croissance robuste des revenus, du fait de l'augmentation de l'emploi et d'une reprise du pouvoir d'achat des salaires. Nous prévoyons que la consommation privée augmentera au rythme de 1,8% en 2024, à peine supérieur au 1,7% enregistré en 2023.

En revanche, l'investissement progressera de seulement 0,3% en 2024, démarrant avec un acquis de croissance très négatif au T4 2023, mais accélèrera le pas tout au long de 2024 grâce au redressement progressif de l'investissement productif.

Nous prévoyons que la dynamique de l'inflation sous-jacente sera modérée, en ligne avec ce qui a été observé dans la dernière partie de 2023. Cependant, le retrait progressif des mesures fiscales (bonus de TVA sur l'électricité, le gaz et l'alimentation) masquera un peu cette tendance. Ainsi, même si nous prévoyons que l'inflation générale baissera de 3,5% en 2023 à 3,3% en 2024, l'inflation sous-jacente diminuera plus fortement, de 4,4% en 2023 à 2,5% en 2024. La modération marquée de l'inflation sous-jacente s'explique par l'épuisement du transfert de l'augmentation des coûts des intrants aux prix des produits et services finaux et, également, par un impact limité des effets de second tour (en provenance de l'augmentation des coûts salariaux et des marges). Les données disponibles relatives aux dernières négociations salariales, qui montrent une baisse de la variation moyenne des salaires négociés de 3,5% en décembre 2023 à 2,8% en janvier 2024, confortent cette hypothèse.

RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ

LES MÉNAGES AU SOUTIEN DE LA CROISSANCE EN 2024

Enfin, malgré la modération de la croissance, le marché du travail devrait continuer à générer des emplois. Cette hausse de l'emploi devrait permettre une poursuite de la baisse du taux de chômage, même si cette baisse sera modérée en raison de la révision à la hausse de la croissance de la population active,

fortement influencée par les flux d'immigration plus importants observés depuis l'année dernière. Ainsi, nous prévoyons que le taux de chômage passera de 12,1% en 2023 à 11,7% en 2024 et 11,3% en 2025.

Hypothèses de cadrage internationales

	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde a/a, t/t, %	3,5	2,8	2,6	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
PIB États-Unis a/a, t/t, %	1,9	2,5	1,8	0,4	-2,0	-0,6	2,7	2,6	2,2	2,1	4,9	3,2	1,5	1,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	1,4	2,0
PIB zone euro a/a, t/t, %	3,4	0,5	0,7	1,5	0,6	0,8	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
PIB Chine a/a, t/t, %	3,0	5,2	4,4	4,2	0,6	-2,1	4,0	0,6	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Taux de refinancement BCE fin de période, %	2,50	4,50	3,40	2,65	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90	2,65	2,65
Taux des fonds Réserve fédérale fin de période, %	4,50	5,50	5,00	3,50	0,50	2,50	3,25	4,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
Taux de change moyenne, EUR/USD	1,05	1,08	1,07	1,10	1,12	1,06	1,01	1,02	1,07	1,09	1,09	1,08	1,08	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Brent moyenne, USD/baril	99,1	82,3	85,0	88,0	98,0	112,1	97,7	88,6	82,2	77,9	85,9	83,0	83,0	85,0	85,0	87,0	85,0	87,0	90,0	90,0

Sources : Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

BON DÉBUT D'ANNÉE

La croissance du PIB au quatrième trimestre a surpris à la hausse et a atteint 0,6% en rythme trimestriel, bien au-dessus de celle de la zone euro (0% en rythme trimestriel). La croissance est restée très fortement dépendante de la consommation publique (+1%), mais marquée par la faiblesse de l'investissement (-1,6%). La consommation privée a augmenté de 0,2% et la croissance des exportations (2,7%) a dépassé celle des importations (2,5%).

L'activité démarre du bon pied en début d'année. Les signaux sont particulièrement positifs dans le secteur industriel, qui traverse une période de faiblesse marquée. Ainsi, en février, l'indice PMI du secteur manufacturier a augmenté de 2,3 points à 51,5, signalant pour la première fois depuis onze mois une expansion de l'activité, grâce à l'augmentation de la production et des nouvelles commandes, en réponse à une amélioration de la demande, principalement en provenance du marché intérieur. L'évolution de l'emploi dans le secteur industriel est également positive, avec une croissance des effectifs du secteur de 1,9% sur un an en février. De son côté, l'indice PMI du secteur des services signale la consolidation

de l'expansion, s'établissant à 54,7 points (précédent 52,1), un point haut depuis mai 2023. Du côté de la consommation, les perspectives pour les ménages s'améliorent, et l'indicateur de confiance des consommateurs publié par la Commission européenne s'établit à -17,4 points en février (-18,8 le mois précédent), soit un pic depuis six mois.

Les créations d'emplois enregistrent en février la plus forte augmentation depuis avril 2023, et le taux de croissance trimestriel de l'emploi effectif (désaisonnalisé affiliés hors ERTE) s'intensifie à 0,5% (0,4% les deux trimestres précédents) au T1 2024.

L'inflation a augmenté de 0,4 point de pourcentage (pp) en mars pour atteindre 3,2%, selon l'indicateur avancé de l'IPC publié par l'INE. D'autre part, l'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et les aliments non transformés) s'est légèrement modérée pour s'établir à 3,3% (contre 3,5% en février). L'INE souligne que la hausse de l'indice général est principalement due à l'augmentation des prix de l'électricité et des carburants. En revanche, le ralentissement

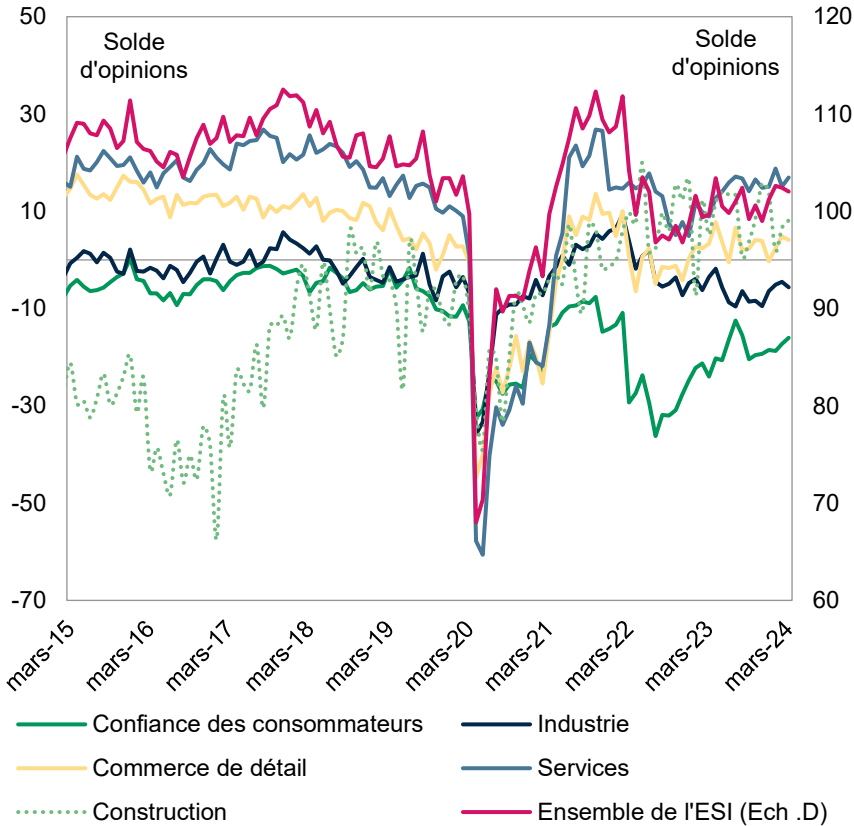
de la croissance des prix des aliments aurait contribué à limiter la progression de l'inflation. À cet égard, les prix des composantes volatiles (énergie et aliments non transformés) ont augmenté de 2,7% en glissement annuel (3,4 pp de plus qu'en février).

La demande de logements a été meilleure que prévu en 2023 avec 587 000 transactions conclues, soit le deuxième meilleur chiffre depuis 2007, bien que 9,7% en dessous du record extraordinaire de 2022 (650 265 transactions). En effet, le ralentissement de la demande a été moins marqué que prévu en début d'année, grâce à la résistance des transactions de logements neufs (-4,8% annuel, contre -10,8% pour les logements anciens) et des achats des étrangers, qui représentent déjà 15% des ventes, contre 13% dans la période pré-pandémique 2015-2019. Compte tenu de ce comportement de la demande, le rythme de croissance des prix de l'immobilier s'est à nouveau intensifié : le taux annuel de la valeur estimative des logements a accéléré au quatrième trimestre 2023 pour atteindre 5,3%, contre 4,2% auparavant.

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

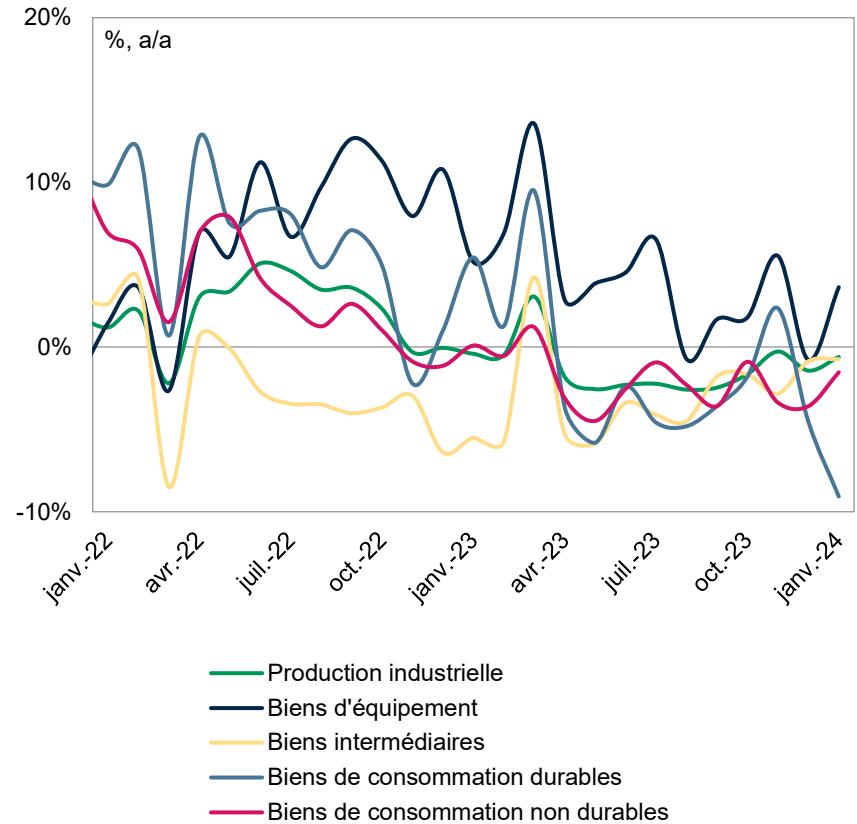
BON DÉBUT D'ANNÉE

Enquête ESI et ses composantes



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

Production industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

LES MÉNAGES AUGMENTENT LEUR ÉPARGNE

Le revenu disponible des ménages augmente bien plus rapidement que les dépenses de consommation

Le revenu brut disponible (RDB) des ménages a augmenté de façon notable en glissement annuel au T4 2023, de 9,8%, à un rythme nettement supérieur à l'inflation du trimestre (3,3%), ce qui a permis une récupération notable du pouvoir d'achat perdu avec le choc inflationniste déclenché en 2022. En 2023, le RDB a augmenté de 11% sur un an. L'un des moteurs du revenu disponible a été la bonne performance du marché du travail. Les rémunérations des salariés ont augmenté de 8,7% sur un an au T4, reflétant la hausse de l'emploi (+3,8%) et un plus grand dynamisme salarial (+5,1%). Les prestations sociales ont progressé de 10,2% sur un an, tirées par la revalorisation des retraites de 8,4% en 2023 et les revenus de la propriété, grâce à l'augmentation du versement de dividendes et autres revenus de placements, ont plus que compensé l'augmentation des paiements nets d'intérêts, qui sont en progression de 19% sur un an au T4 2023.

Cette progression du revenu disponible brut a été accompagnée par l'augmentation du

nombre des ménages avec une population ayant augmenté au troisième trimestre 2023 de 525 000 personnes par rapport au troisième trimestre 2022, sous l'effet des flux migratoires. Ainsi, l'année dernière, 285 000 logements ont été créés en termes nets.

En revanche, les dépenses de consommation des ménages ont augmenté à un rythme plus lent que le revenu disponible et le taux d'épargne a augmenté à 13,1% au dernier trimestre (9,1% au T3), se situant à un niveau nettement supérieur à sa moyenne enregistrée entre 2015 et 2019 (6,8%).

La situation financière des ménages s'améliore

La totalité de l'épargne n'a pas été investie et a généré une hausse de la capacité de financement des ménages qui a été orientée, d'une part, vers l'acquisition d'actifs financiers, pour un montant de 10,6 Mds€ au cours des neuf premiers mois de 2023 (dernières données disponibles) et, d'autre part, vers le désendettement (de 14 Mds€ par rapport à fin 2022).

Lorsque l'on analyse la répartition des acquisitions nettes d'actifs, depuis fin 2022, on observe une recomposition des actifs financiers des dépôts vers des instruments plus rentables, comme les bons du Trésor et les fonds d'investissement. Concrètement, les ménages ont investi en titres de dette publique pour 19,8 Mds€ et en actions et en fonds d'investissement pour 18,4 Mds€. Ils ont réduit leurs liquidités et leurs dépôts pour une valeur de 28,2 Mds€. Du côté du passif, les familles ont continué de se désendetter au cours des trois premiers trimestres 2023, réduisant leur dette de 14,4 Mds€ par rapport à fin 2022 (-2,1%) jusqu'à 689 Mds€, soit 48% du PIB, 4,3 pp moins qu'à la fin de 2022 et le meilleur bilan depuis 2002.

La richesse financière nette des ménages a augmenté au T4 2023 et se situe à 142,9% du PIB, contre 140,5% fin 2022. En résumé, le renforcement de la situation financière des familles permet de nourrir un certain optimisme quant au potentiel de consommation et d'investissement des ménages.

MÉNAGES

LES MÉNAGES AUGMENTENT LEUR ÉPARGNE

Les créations d'emplois maintiennent un fort dynamisme, soutenues par l'activité des étrangers

En février, le nombre d'affiliés à la Sécurité sociale a augmenté de 0,3% sur le mois. Le dynamisme de l'emploi dans l'économie de marché s'est distingué, notamment dans l'agriculture et l'hôtellerie. Sur l'ensemble de l'année 2023, les travailleurs de nationalité étrangère ont fortement soutenu l'emploi, avec une croissance moyenne de 9,5%, contre 1,7% pour les affiliés espagnols.

Cette tendance s'est poursuivie au début de cette année, avec des augmentations sur un an de respectivement 8,3% et 1,9% pour les affiliations étrangère et nationale en février.

Au cours des derniers trimestres, ce dynamisme de l'emploi étranger a contribué à apaiser les tensions dans certains secteurs où les entreprises signalent une plus grande pénurie de main-d'œuvre, comme l'hôtellerie et la construction. C'est en effet dans ces deux branches, où les problèmes de pénurie de main-d'œuvre sont les plus pressants – selon l'EBAE – que les plus fortes augmentations relatives du nombre d'étrangers employés ont eu lieu en 2023.

Vers une consommation sur notre horizon

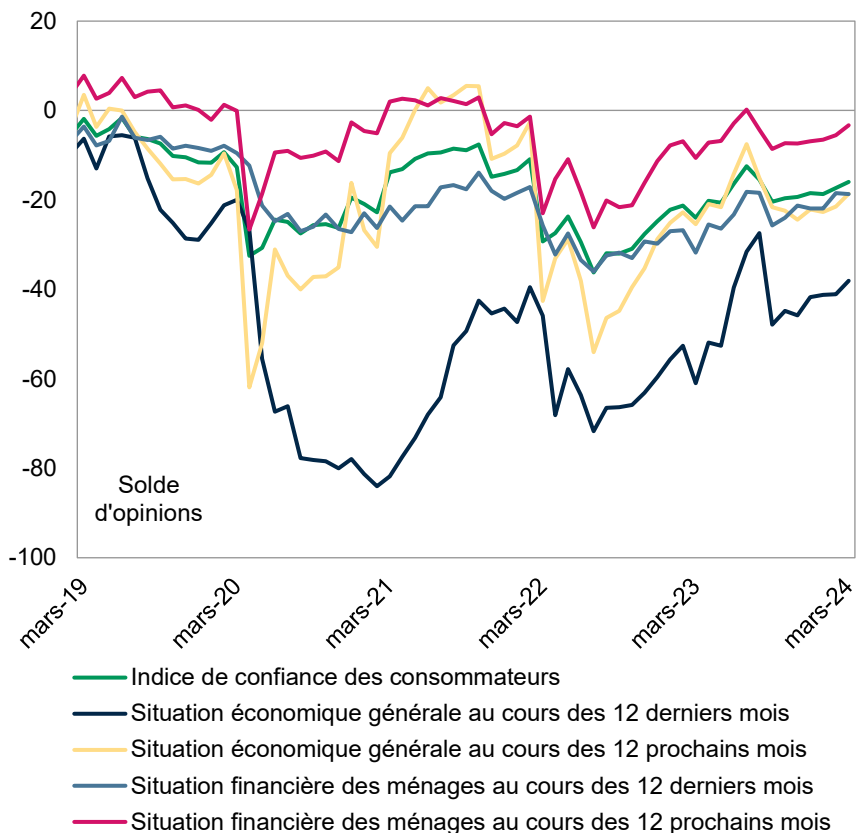
Le rythme ralenti des derniers mois de 2023 s'est poursuivi début 2024 pour la consommation privée. L'évolution récente

du crédit à la consommation et des ventes d'automobiles suggère que le soutien à la consommation apporté par les dépenses des ménages en biens durables serait en train de s'essouffler. Au cours des prochains trimestres, dans un contexte de modération progressive des pressions inflationnistes, de relative robustesse du marché du travail et de conditions financières un peu plus favorables, les dépenses des ménages devraient poursuivre leur expansion au rythme de 1,8% en 2024 et en 2025.

MÉNAGES

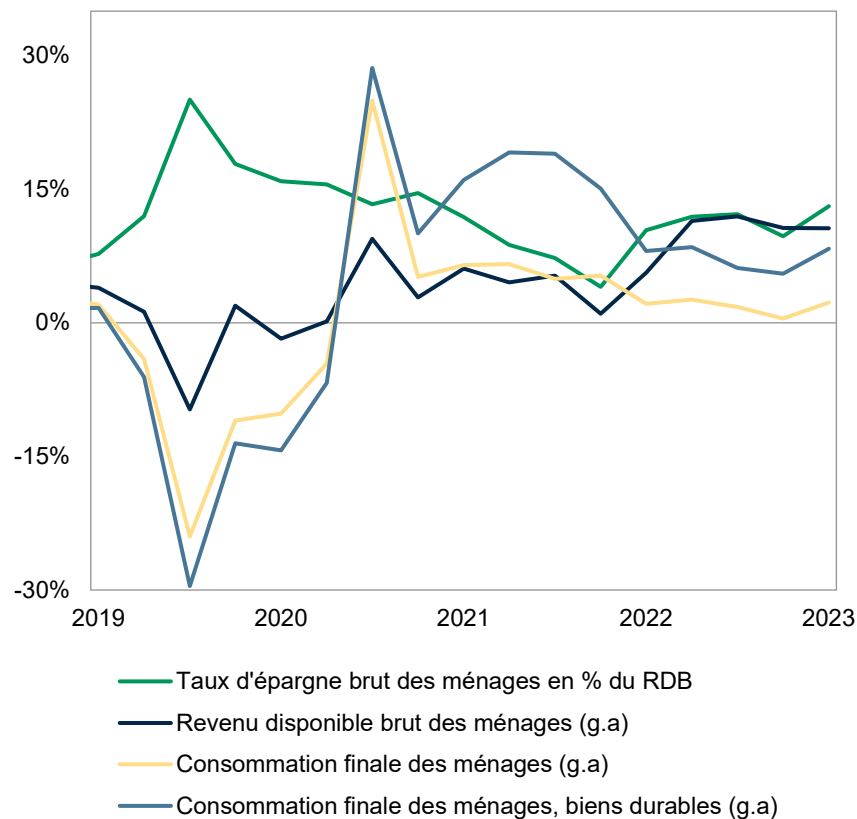
LES MÉNAGES AUGMENTENT LEUR ÉPARGNE

Enquête auprès des ménages



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

Évolution du revenu disponible brut des ménages et de ses utilisations



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

ENTREPRISES

LA HAUSSE DES COÛTS SALARIAUX ET DES CHARGES D'INTÉRÊT PÈSENT SUR LES ENTREPRISES

Au quatrième trimestre 2023, la formation brute de capital fixe (FBCF) a reculé de 1,6% sur le trimestre. Ce repli, plus important que celui observé au troisième trimestre (-0,7%), a été généralisé, bien que la chute de l'investissement dans les machines et équipements (de -4,5%) ait été particulièrement marquée. L'accumulation de retournements plus importants qu'initialement prévu pourrait refléter une faiblesse structurelle plus importante de l'investissement des entreprises que celle envisagée il y a quelques mois. L'évolution négative de la confiance des entreprises et des nouvelles commandes de biens d'équipement pointe vers une fragilité de l'investissement en ce début d'année.

Les marges des entreprises se stabilisent en 2023

Le taux de marge des sociétés non financières s'est établi à 39%, légèrement en dessous de son niveau pré-pandémique. Mais les dynamiques entre les secteurs sont hétérogènes, entre le taux de marge du secteur manufacturier, qui dépasse son niveau de 2019, et celui de la construction qui reste plus faible. En 2023, l'excédent brut d'exploitation a progressé de 3,6% sous l'effet d'une progression plus rapide des rémunérations (+10%) que de la valeur ajoutée (+7,5%). L'épargne brute des

entreprises est en recul de 4,3%, en raison de la forte hausse des charges d'intérêt en 2023. On observe donc une réduction de la capacité d'investissement des entreprises, en ligne avec la faible performance de la formation brute de capital fixe en 2023 (0,6%). Sous les hypothèses d'une inflation stabilisée autour de 3% cette année et d'une politique monétaire moins contraignante, nos prévisions pour l'investissement productif s'affichent à -0,2% en 2024 (après -1,8% en 2023), sous l'effet d'un acquis de croissance très négatif du quatrième trimestre 2023, pour rebondir fortement en 2025 à 6,5%.

La construction résiste, dans un contexte adverse

L'investissement dans le logement, qui a progressé de 0,9% fin 2023, conserverait une croissance positive au premier trimestre de cette année à la lumière de la récente évolution de l'indicateur des mises en chantier. La croissance est soutenue par l'augmentation des prix de l'immobilier (4,2% en glissement annuel fin 2023), principalement expliquée par une offre insuffisante pour répondre aux besoins de la demande. En effet, le nombre de nouveaux permis de construire stagne (-0,2% sur un an, pour atteindre 109 000 permis au cours des douze derniers mois). Ces données

doivent être soulignées positivement, car le contexte n'a pas été favorable à la production de nouveaux logements : les coûts de construction restent élevés, les coûts de financement ont augmenté et l'incertitude quant à la résilience de la demande face à la hausse des taux persiste. Ainsi, l'offre reste bien inférieure à la demande structurelle en raison de l'évolution démographique. Nous nous attendons à une progression de l'investissement dans la construction de 0,7% en 2024 et 1,2% en 2025.

L'impulsion des fonds NGEU

Au total, les fonds NGEU disponibles pour l'Espagne s'élèvent à 163 Mds€. L'Espagne a inclus dans le budget pour 2023 35,9 Mds€ du Mécanisme de Relance et de Résilience, principal instrument du NGEU.

En se concentrant sur les versements de l'État aux bénéficiaires finaux, on constate que l'État a déboursé environ 16 Mds€, contre 24 Mds€ pour l'ensemble de la période 2021-2022. Ainsi, le niveau d'exécution lors de cette première phase du plan a été de plus de 40 Mds€, soit 59% des fonds budgétés (ce chiffre était de 34,5% fin 2022). On observe donc que l'exécution prend progressivement de la vitesse après un départ initial quelque peu hésitant.

ENTREPRISES

LA HAUSSE DES COÛTS SALARIAUX ET DES CHARGES D'INTÉRÊT PÈSENT SUR LES ENTREPRISES

En ce qui concerne les PERTE, instrument où les entreprises jouent un rôle fondamental et pour lesquels elles perçoivent des fonds publics, les appels à projets conclus ont accumulé près de 12 Mds€ (dont 7 Mds€ correspondant à 2023), sur un total à mobiliser de plus de 41 Mds€. On observe une forte hétérogénéité d'exécution entre les PERTE bénéficiant d'une dotation plus élevée. Ainsi, le projet du véhicule électrique connecté arrive à 3,6 Mds€ exécutés et celui des énergies renouvelables à 3,3 Mds€, tandis que ceux du domaine des

semi-conducteurs et du cycle de l'eau en sont encore à leurs stades initiaux. Dans tous les cas, la complexité de ces projets ambitieux se révèle dans l'état d'exécution des fonds, qui devra accélérer pour épuiser les ressources en 2026. Si les fonds non exécutés en 2023 se réalisent en 2024, le montant total pourrait se situer autour de 20 Mds€, de sorte que la contribution du NGEU à la croissance du PIB cette année serait non négligeable et pourrait atteindre 0,4 pp. En fin de compte, ces fonds continueront d'être l'un des piliers de

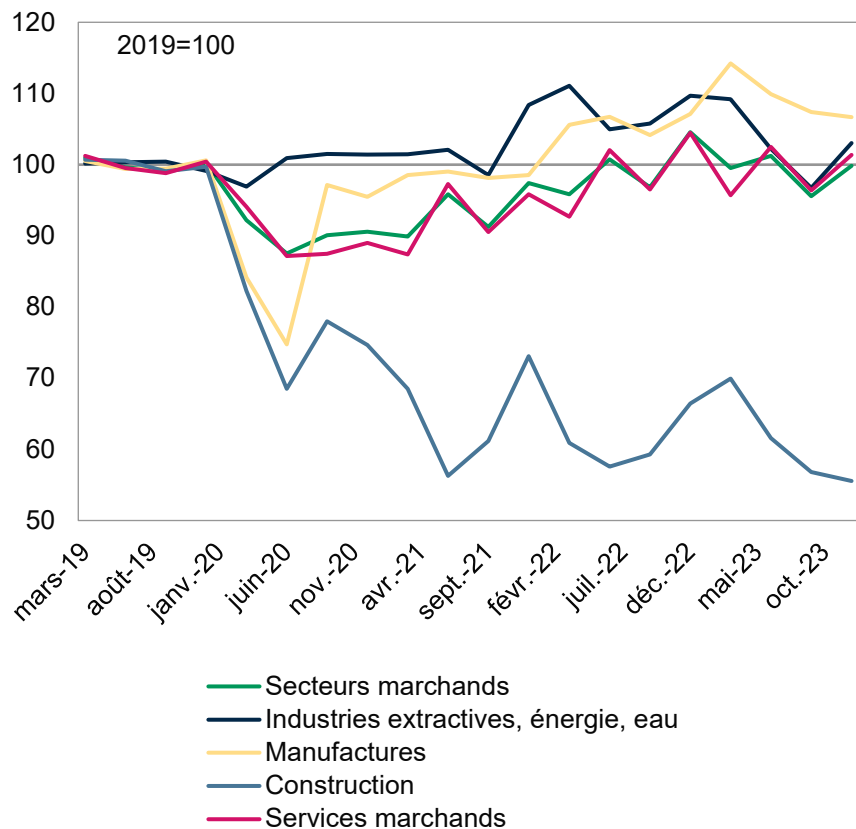
l'investissement dans un contexte moins favorable aux entreprises.

Ainsi, nos prévisions de FBCF sont encore prudentes au premier semestre de cette année (0,5% en moyenne par trimestre) pour accélérer à partir du deuxième semestre. L'investissement devrait croître de 0,3% cette année, après 0,6% en 2022, du fait d'un acquis négatif très fort au quatrième trimestre 2023, pour rebondir fortement en 2025 à 6,5%.

ENTREPRISES

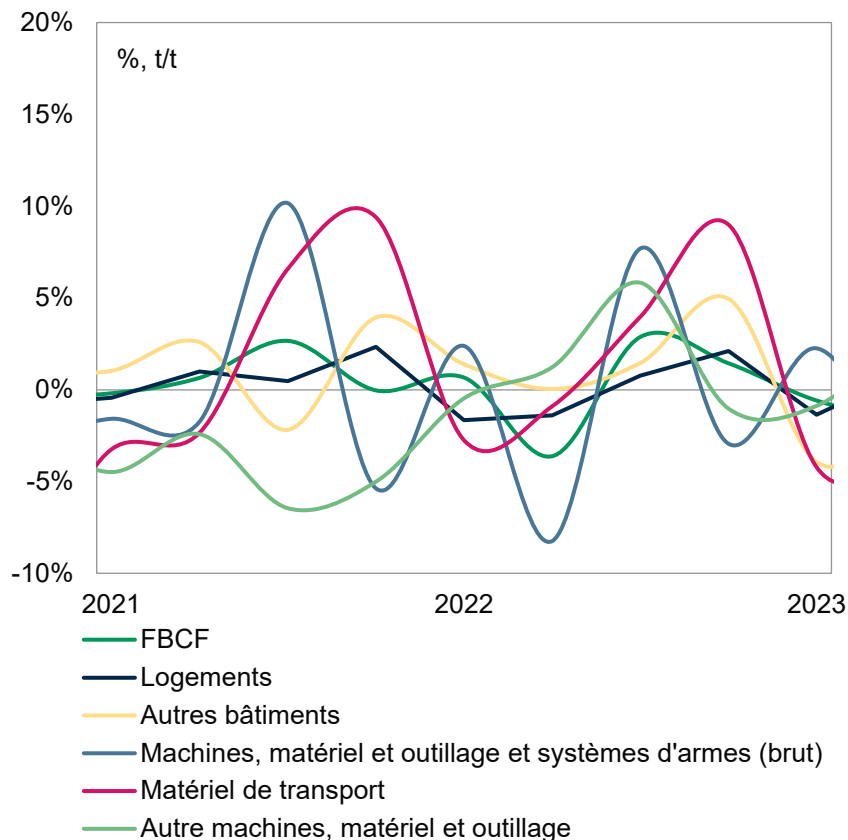
LA HAUSSE DES COÛTS SALARIAUX ET DES CHARGES D'INTÉRÊT PÈSENT SUR LES ENTREPRISES

Évolution du taux de marge (EBE/VAB)



Sources : INE, Crédit Agricole S.A.

Composantes de l'investissement



Sources : INE, Crédit Agricole SA / ECO.

COMMERCE EXTÉRIEUR

FORTE AUGMENTATION DE L'EXCÉDENT DU COMPTE COURANT EN 2023

Le solde courant a clôturé l'année 2023 avec un excédent de 2,5% du PIB, soit 1,9 point de plus que l'année précédente et le meilleur résultat depuis 2017. À l'exception des revenus de la propriété, affectés par la hausse des taux d'intérêt, toutes les composantes ont contribué à l'amélioration de la situation de l'équilibre extérieur. D'une part, le déficit commercial des biens s'est fortement réduit, à -2,4% du PIB (-4,4% en 2022), grâce à la correction du déficit énergétique (-2,3% contre -3,9%), dans un contexte de forte baisse des prix, et, dans une moindre mesure, du déficit des biens non énergétiques (-0,1% contre -0,5% en 2022), imputable à la baisse des importations. Le solde des services a enregistré un excédent historique, tant pour les services non touristiques (2,4% du PIB, contre 2% auparavant) que touristiques

(4,1%, contre 3,6% en 2022). Dans le cas du tourisme, après le record de 2023, avec près de 85,2 millions de touristes internationaux ayant dépensé plus de 108 milliards d'euros, les données les plus récentes confirment que l'activité touristique reste dynamique, même en basse saison : en janvier, le nombre de touristes étrangers arrivés a atteint 4,77 millions, ce qui représente une croissance de 15,3% sur un an et de 13,6% par rapport à janvier 2019.

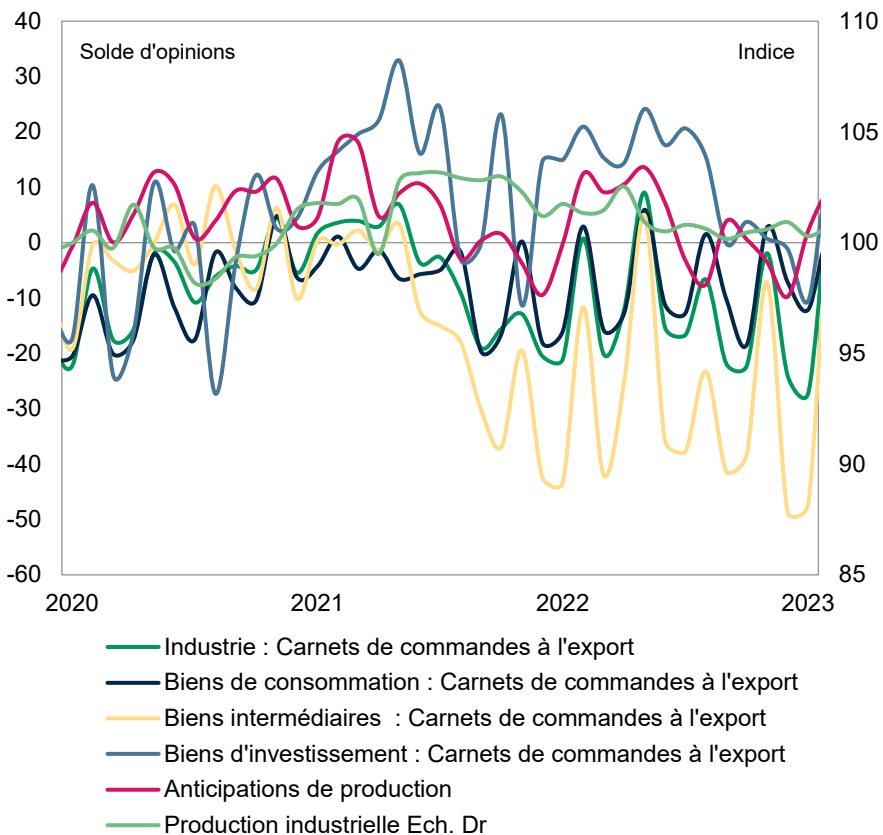
La contribution de la demande extérieure nette à la croissance du PIB au dernier trimestre 2023 (-0,1 pp) reposait sur une amélioration plus marquée des exportations (2,7% par rapport au T3 2023, notamment des exportations de biens, +3,7%) que des importations (2,5%). Sur la base de l'évolution récente du carnet de commandes

étrangères et de l'indicateur PMI des nouvelles commandes à l'exportation, cette tendance positive des exportations de biens se poursuivrait également au premier trimestre de l'année. Concernant les importations de biens, celles-ci continueraient d'être freinées par le manque de dynamisme attendu de l'investissement des entreprises. L'évolution des exportations nettes de marchandises dans les prochains mois pourrait être fortement conditionnée par l'évolution des tensions géopolitiques en mer Rouge et par une éventuelle escalade des protestations dans le secteur agricole européen. Ainsi, la demande étrangère nette contribuerait marginalement à la croissance du PIB en 2024 et 2025, à hauteur de 0,2 pp et 0,1 pp respectivement.

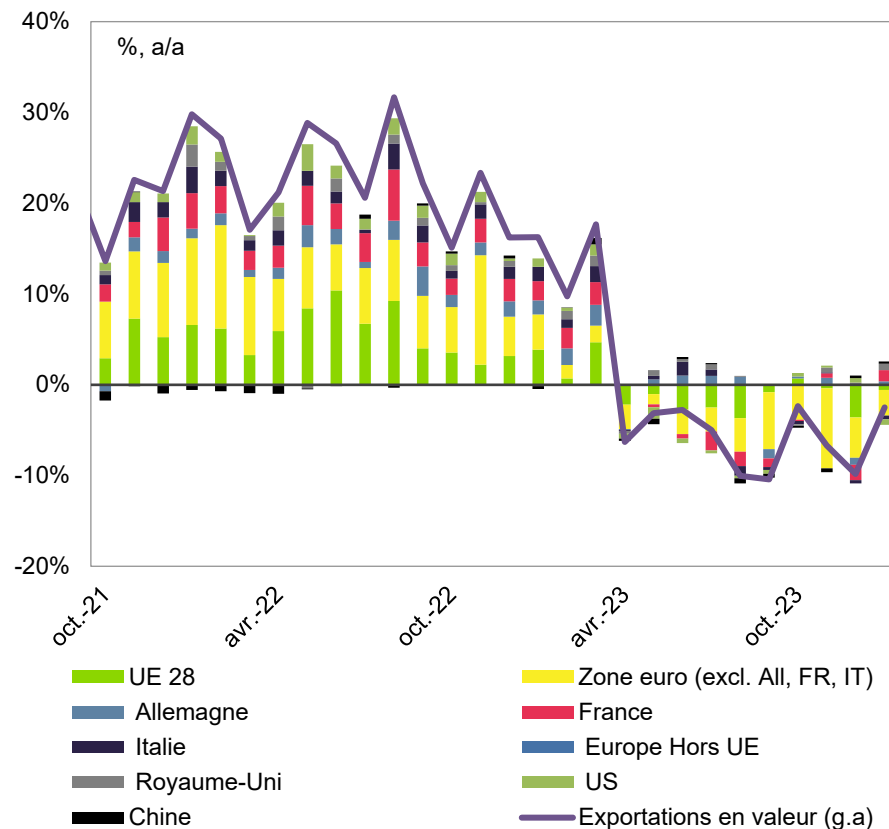
COMMERCE EXTÉRIEUR

FORTE AUGMENTATION DE L'EXCÉDENT DU COMPTE COURANT EN 2023

Carnets de commandes à l'exportation



Exportations par destinations



CORRECTION DU DÉFICIT PUBLIC EN 2023

Le déficit public en 2023 s'est arrêté à 3,7% du PIB (après 4,7% en 2022), soit 0,6 pp supérieur à son niveau prépandémique. En particulier, les recettes publiques ont augmenté de 28,1% par rapport à 2019, tandis que les dépenses ont dépassé le niveau de 2019 de 29,0%.

Plus en détail, les dépenses ont augmenté de 41 Mds€ en 2023 tirées par la hausse des transferts sociaux (+10,1% sur un an due, en grande partie, à la revalorisation de +8,5% des retraites) et des rémunérations des salariés (+5,5% sur un an). La réduction en 2023 du montant des mesures visant à atténuer l'impact sur les familles et les entreprises d'une inflation élevée n'a pas suffi à baisser les dépenses. Ces mesures représentaient environ 1% du PIB (1,6% en 2022), s'ajoutant aux mesures de réduction des taxes sur l'électricité et le gaz. Les charges d'intérêts ont rebondi à 2,5% du

PIB en 2023, après 2,4% en 2022, une hausse contenue malgré le resserrement des conditions de financement.

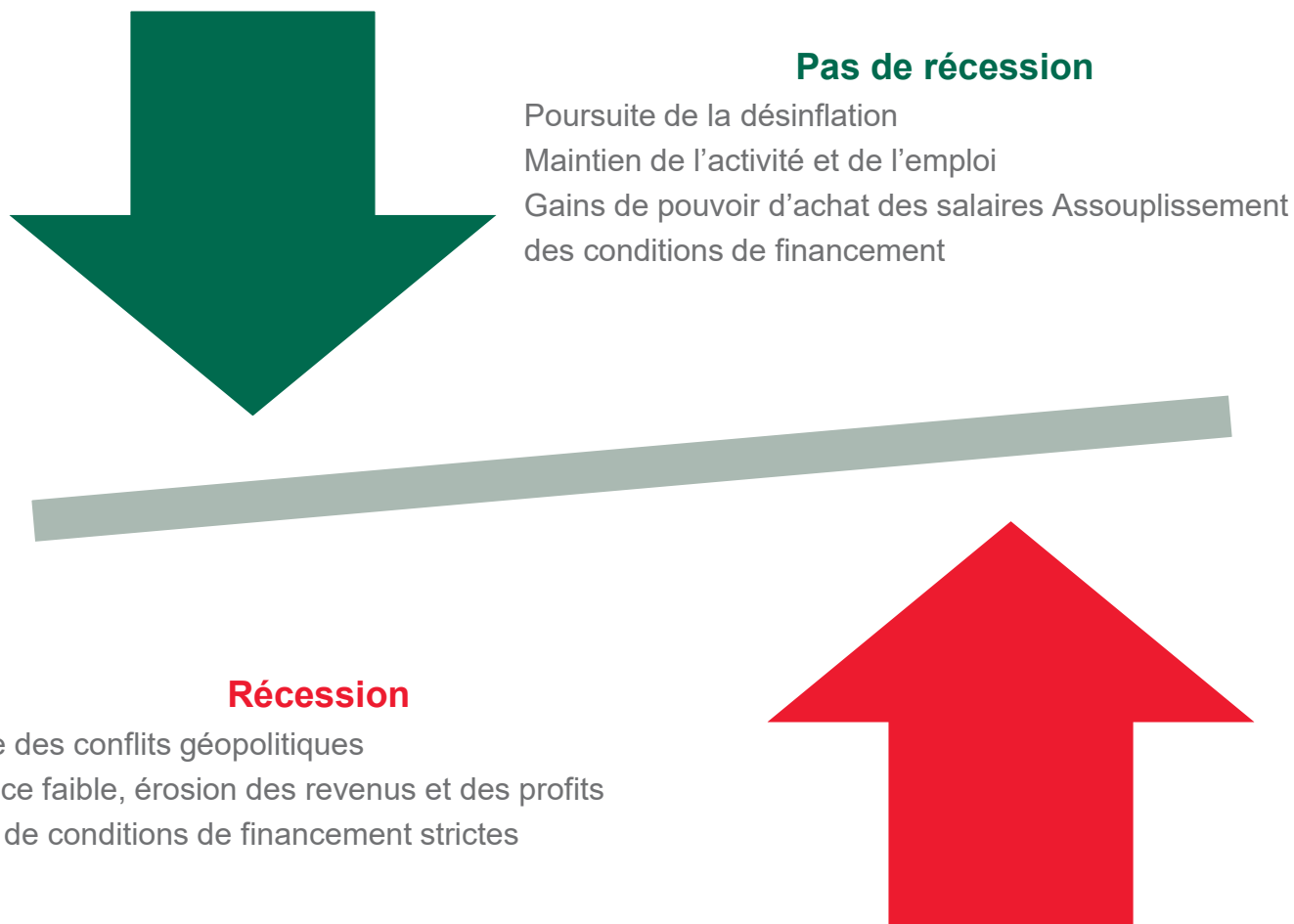
Les recettes publiques ont augmenté de 51 Mds€ par rapport à 2022, principalement en raison d'une collecte fiscale plus importante due au dynamisme de l'activité économique et d'une inflation toujours relativement élevée. Plus précisément, les impôts ont augmenté de 7,0%, ce qui est légèrement inférieur au taux de croissance du PIB nominal (8,6%). Les impôts directs ont augmenté de 11,0% sur un an, portés par la bonne tenue du marché du travail et l'augmentation des salaires et des retraites, tandis que les impôts indirects n'ont augmenté que de 3,3% sur un an (dans le cas de la TVA, 1,2%), ralenti par les réductions d'impôts sur la TVA sur l'électricité, le gaz et certains produits alimentaires. À noter également que les

cotisations sociales ont augmenté de 9,3% sur un an, reflétant le dynamisme du marché du travail en 2023.

En 2024, on prévoit que les recettes publiques augmenteront à un rythme légèrement supérieur à la croissance du PIB nominal (supérieur à 5%). Les dépenses devraient croître modérément mais moins que les revenus, grâce à l'atténuation des pressions inflationnistes (la revalorisation des retraites en 2024 est de 3,8%), à une maîtrise des dépenses due à la prolongation des budgets 2023 et au retrait partiel et progressif des mesures pour faire face à la hausse des prix de l'énergie (elles passeront d'un coût budgétaire de 1% du PIB en 2023 à environ 0,4% en 2024). Ainsi, nous nous attendons à ce que le déficit public continue de se réduire en 2024, jusqu'à -3,2% du PIB.

RISQUES

RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ



LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

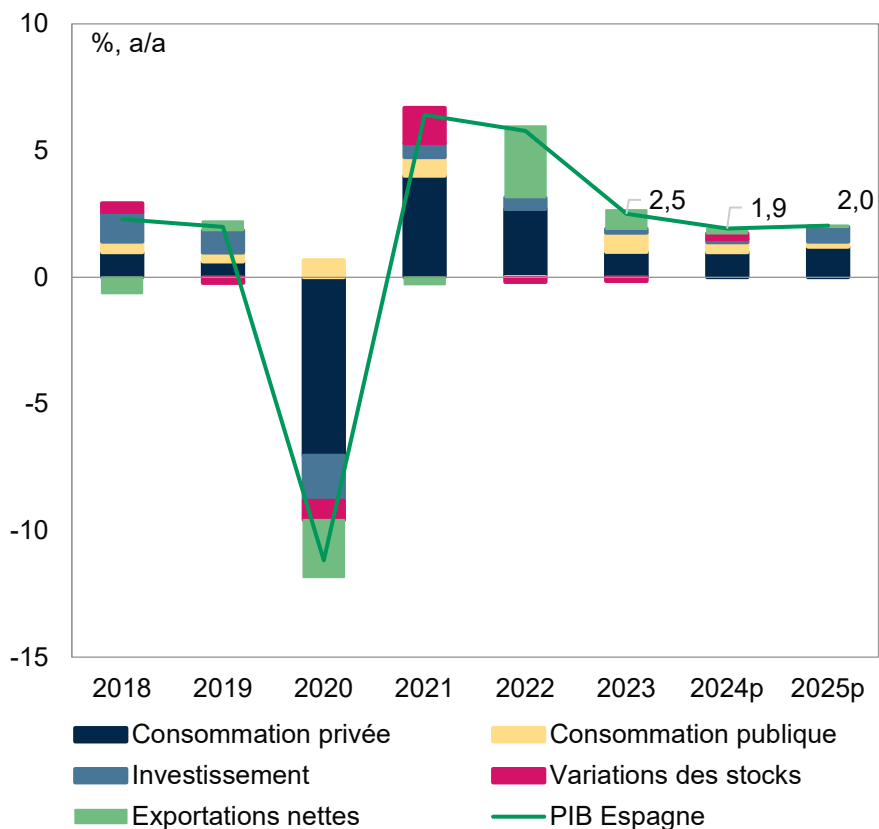
TABLEAU RÉCAPITULATIF

	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB a/a, t/t, %	5,8	2,5	1,9	2,0	0,3	2,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,2
Demande intérieure contribution au PIB, pp	3,1	1,9	1,5	2,0	0,4	0,5	1,8	-1,3	0,7	0,9	0,9	0,0	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4
Consommation des ménages a/a, t/t, %	4,7	1,8	1,8	2,1	-0,1	1,4	2,5	-1,5	0,3	0,6	1,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,5	0,4
Consommation publique a/a, t/t, %	-0,2	3,8	1,9	1,0	-0,2	-1,3	1,4	1,6	0,1	1,3	1,6	1,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	0,2	0,3	0,3
Investissement a/a, t/t, %	2,4	0,8	0,7	3,2	2,7	0,0	0,7	-3,6	2,9	1,4	-0,6	-1,6	0,4	0,7	1,3	1,1	0,7	0,6	0,4	0,4
Variation des stocks contribution au PIB, pp	-0,1	-0,1	0,2	0,0	-0,7	-0,4	-0,5	1,0	-0,5	-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes contribution au PIB, pp	2,8	0,7	0,2	0,1	0,6	2,4	-0,7	0,7	0,3	-0,2	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Exportations a/a, t/t, %	15,2	2,3	2,6	3,6	3,7	6,9	-2,6	0,6	4,7	-2,5	-3,6	2,7	1,3	1,1	1,3	1,2	0,8	0,7	0,7	0,4
Importations a/a, t/t, %	7,0	0,3	2,4	3,9	2,2	0,2	-0,7	-1,6	4,5	-2,3	-2,8	2,5	0,9	1,0	1,0	1,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Inflation a/a, t/t, %	8,3	3,4	3,3	2,2	1,9	3,7	1,0	-0,2	0,4	1,6	0,8	0,5	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	0,5
Inflation sous-jacente a/a, t/t, %	3,8	4,1	2,8	2,2	-0,5	3,5	-0,1	1,3	0,2	2,4	0,2	0,6	-0,1	2,1	0,0	0,7	-0,6	2,0	0,0	0,8
Taux de chômage %	13,0	12,1	11,7	11,3	13,2	12,8	12,8	13,0	12,8	12,0	11,9	11,8	12,2	12,0	11,2	11,2	11,8	11,6	11,0	10,9
Solde courant % du PIB	0,6	2,5	1,1	0,9	-1,1	0,7	1,0	1,8	2,8	2,3	2,9	1,9	-0,5	1,3	1,8	1,9	-0,2	0,9	1,3	1,5
Solde budgétaire % du PIB	-4,7	-4,1	-3,5	-3,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique % du PIB	111,6	108,7	106,9	105,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

LE SCÉNARIO EN IMAGES

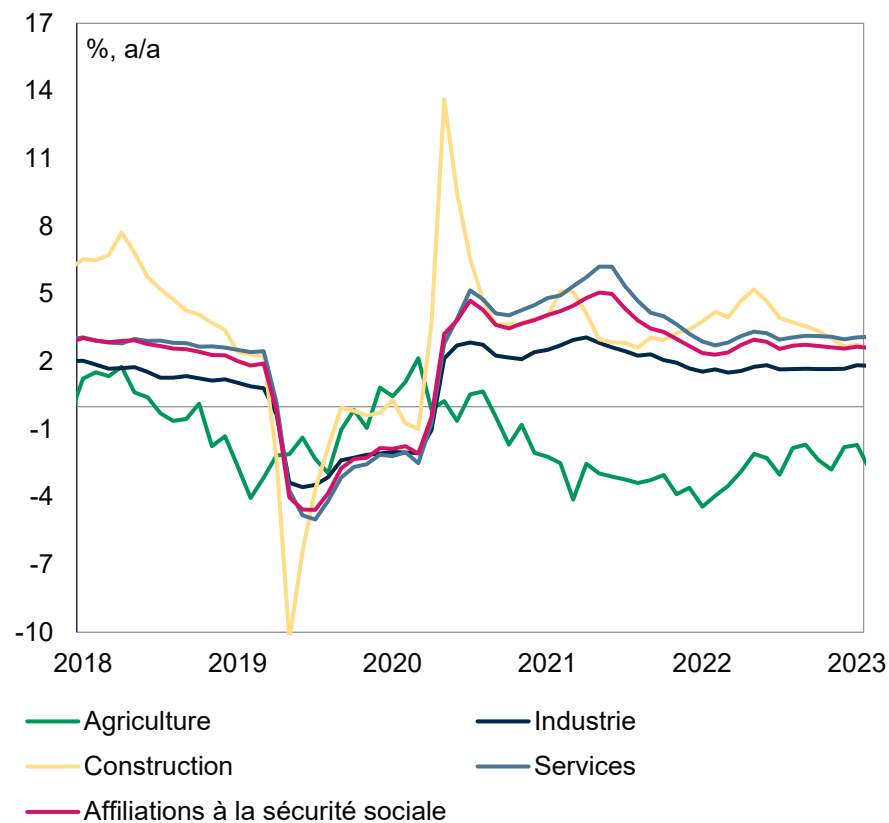
L'ACTIVITÉ S'EST MONTRÉE RÉSILIENTE EN 2023

Les demandes extérieure et domestique soutiennent la croissance...



Sources : Crédit Agricole SA / ECO

... encouragées par un marché de l'emploi dynamique

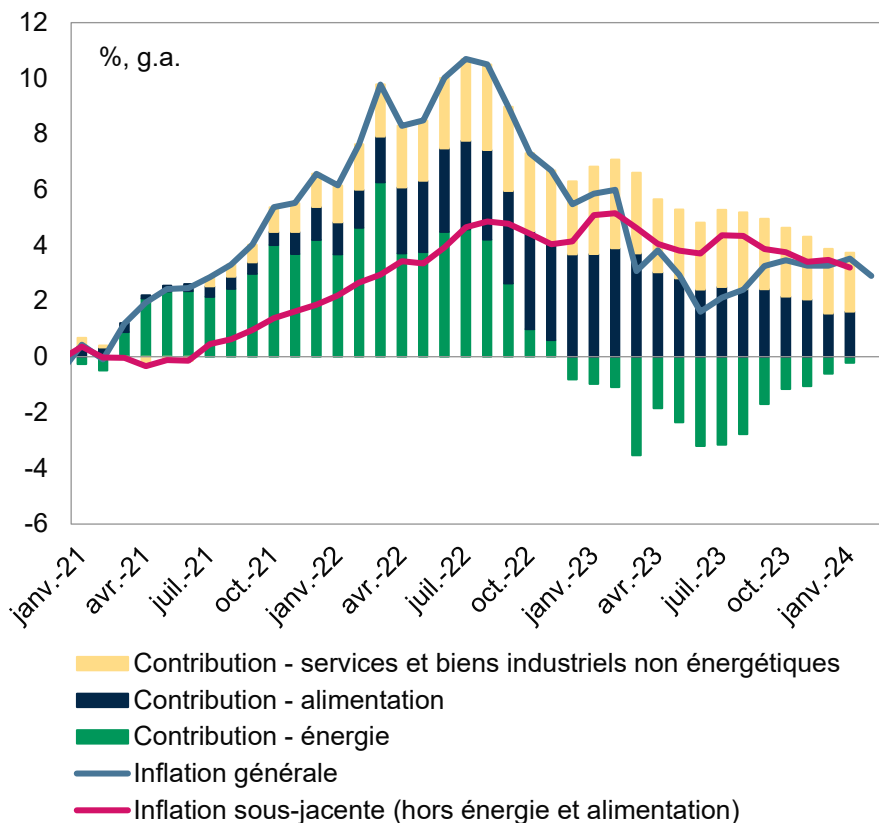


Sources : Ministère du Travail, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

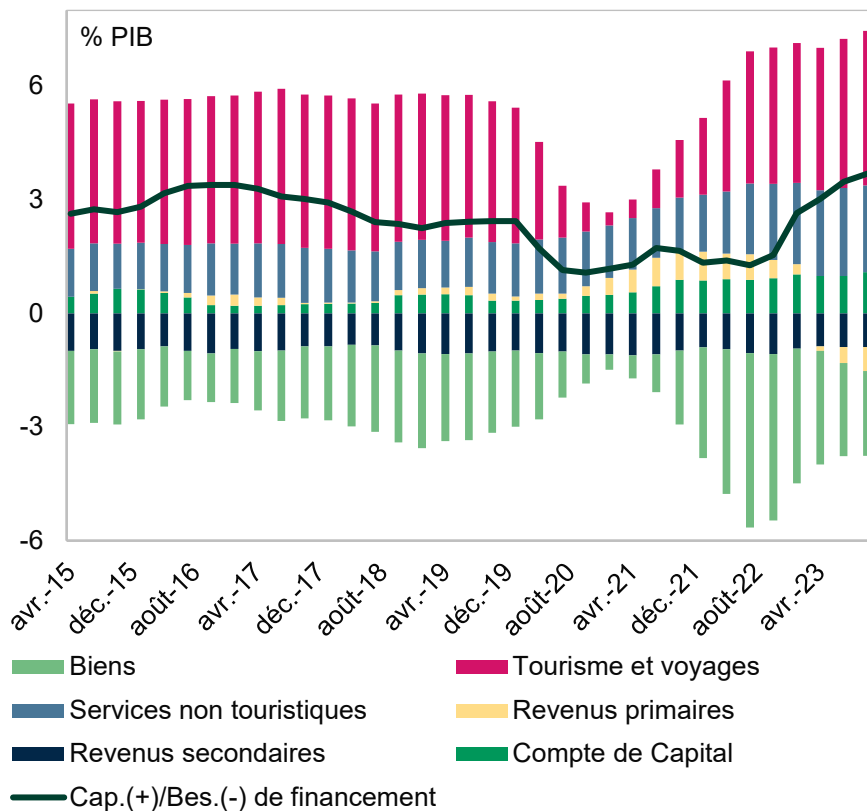
L'ACTIVITÉ S'EST MONTRÉE RÉSILIENTE EN 2023

Une inflation en baisse...



Sources : INE, Crédit Agricole S.A

... et des services touristiques toujours robustes

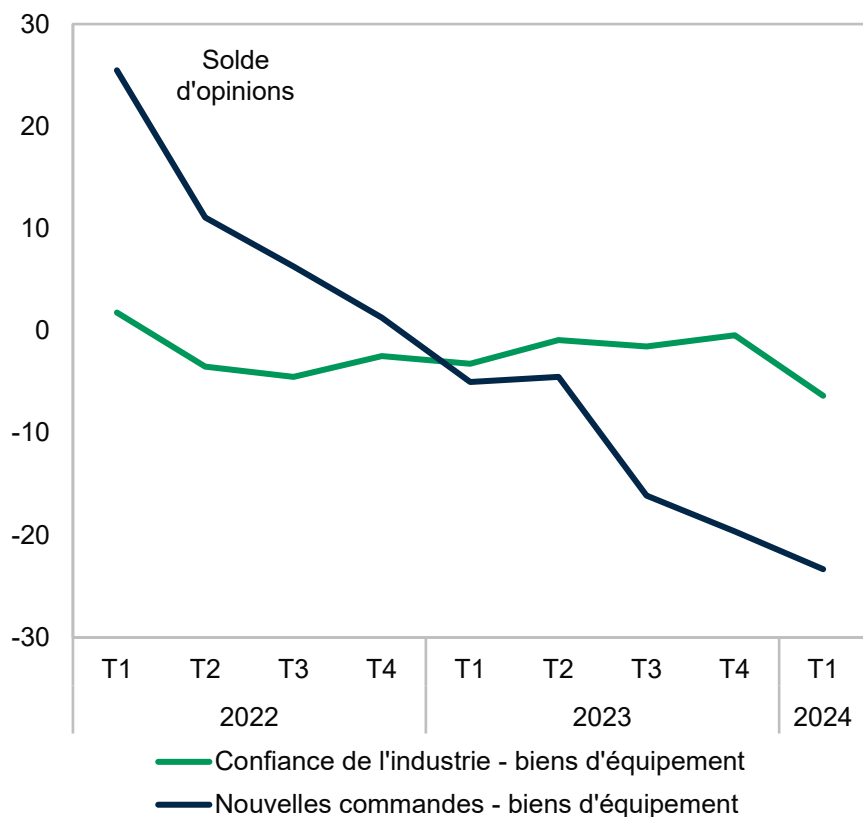


Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

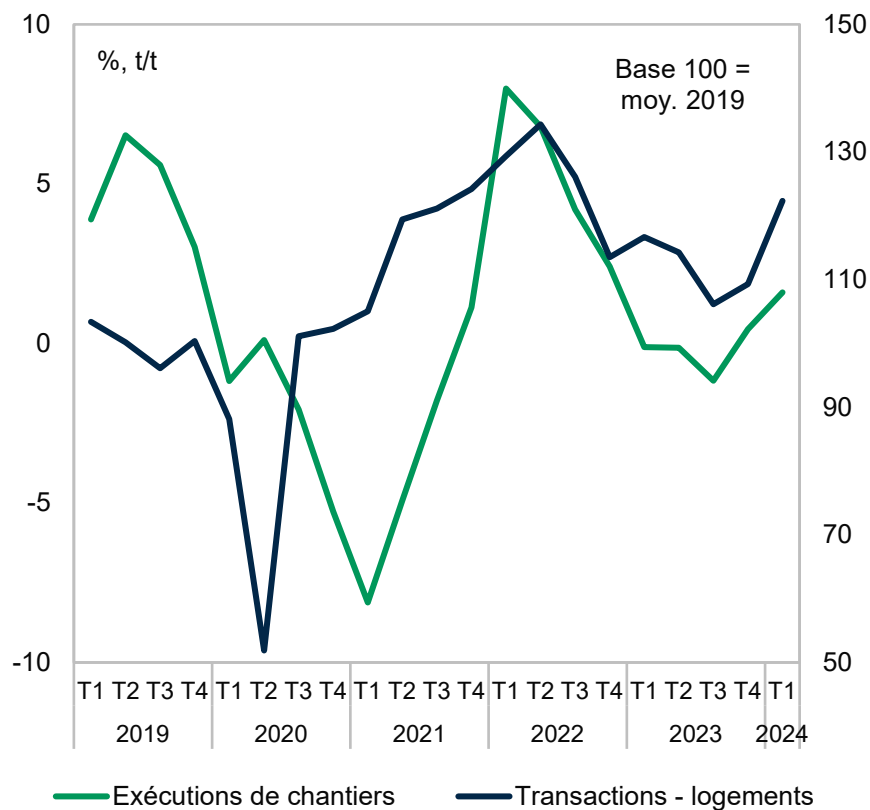
PERSPECTIVES FAIBLES POUR L'INVESTISSEMENT EN DÉBUT D'ANNÉE

La faiblesse de l'investissement des entreprises pourrait se prolonger au S1 2024...



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO


... tandis que la construction se révèle plus optimiste



Sources : INE, Crédit Agricole S.A

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
10/04/2024	Géo-économie – Tensions et recompositions	Géo-économie
09/04/2024	Zone euro : l'inflation clôt le trimestre sur une baisse	Zone euro
05/04/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
05/04/2024	Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : normalisation(s) ?	Monde, scénario
05/04/2024	Dérapage des finances publiques en France, une incidence à long terme	France
04/04/2024	Sénégal – Bassirou Diomaye Faye élu, le choix de la rupture	Afrique sub-saharienne
03/04/2024	Espagne – Les carburants et l'électricité soutiennent l'inflation de mars	Zone euro
29/03/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
28/03/2024	Chine : confiance, guerre des prix et crédibilité, les maîtres-mots de ce début d'année	Asie
28/03/2024	Espagne – Le plan de relance espagnol accélère le pas	Zone euro
28/03/2024	Afrique sub-saharienne – Trente ans après la dernière dévaluation du franc CFA, quelle stabilité pour la zone monétaire ?	Afrique sub-saharienne
27/03/2024	La Chine n'est pas le Japon des années 1980 et c'est à la fois une bonne nouvelle et un grand problème	Asie
26/03/2024	Royaume-Uni – La cible d'inflation à portée de main, la BoE plus accommodante	Royaume-Uni
25/03/2024	Italie – Baisse de la production industrielle en janvier	Italie
22/03/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/03/2024	Grèce – L'activité toujours résiliente en 2023	Zone euro
22/03/2024	Émirats arabes unis – Après une année 2023 bien orientée, 2024 s'annonce favorablement	Moyen-Orient - Afrique du Nord
22/03/2024	La France manque ses objectifs d'énergies renouvelables PPE malgré une bonne dynamique en 2023	Energies renouvelables
21/03/2024	Afrique sub-saharienne : l'année d'impulsion de la ZLECAf ?	Afrique sub-saharienne
20/03/2024	L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Lait	Agroalimentaire
19/03/2024	France – Reprise rapide ou pas, divergence de vues entre l'Insee et la Banque de France	France
18/03/2024	Géo-économie – Tensions et recompositions	Géo-économie
15/03/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

Ticiano Brunello
+33 1 43 23 07 69 
ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau - **Statistiques :** Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.