



Ticiano Brunello

ESPAGNE SCÉNARIO 2025-2026

LA CROISSANCE GARDE LE PAS

Janvier 2025

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

LA CROISSANCE GARDE LE PAS

LES POINTS CLEFS DU SCÉNARIO

- ▲ Décélération des coûts salariaux
- ▲ Les ménages continuent d'épargner
- ▲ La demande étrangère arrête sa contribution positive au PIB

- ▼ L'emploi toujours dynamique, soutenu par les flux migratoires.

	2023	2024	2025	2026
PIB (a/a, %)	2,7	3,1	2,4	1,8
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	2,4	2,8	2,4	1,7
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,7	-0,2	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	0,5	0,0	0,1
Consommation des ménages (a/a, %)	1,8	2,7	2,2	1,8
Investissement (a/a, %)	2,1	2,2	3,7	2,2
Inflation (a/a, %)	3,4	2,8	2,2	1,6
Taux de chômage (%)	12,2	11,5	11,2	10,7
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-3,1	-2,9	-2,8

L'économie espagnole a réussi à maintenir un taux de croissance robuste jusqu'au T3 2024 malgré les multiples facteurs qui ont joué en sa défaveur, tels que la faiblesse des économies de la zone euro, une inflation à des niveaux toujours élevés et l'impact de la hausse passée des taux d'intérêt. Derrière cette bonne performance se cachent plusieurs éléments clés : la bonne tenue du marché du travail, des flux d'immigration toujours dynamiques et de bonnes données du tourisme international, qui ont une nouvelle fois dépassé les attentes et expliquent la forte contribution de la demande extérieure à la croissance au S1. La consommation privée prend le relais de la croissance et cumule trois trimestres d'accélération. En revanche, l'investissement continue d'afficher des performances médiocres bien qu'en expansion.

Les données du T3 nous poussent à revoir à la hausse nos **prévisions de croissance du PIB à 3,1% pour l'année 2024 et à 2,4% pour 2025**. Nous nous attendons à ce que la demande intérieure prenne le relais en tant que moteur de la croissance. La moindre contribution de la demande étrangère serait plus que compensée par une réactivation progressive à la fois de la consommation privée et de l'investissement.

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

LA CROISSANCE GARDE LE PAS

LA DEMANDE DOMESTIQUE PREND LE RELAIS EN 2024, L'INVESTISSEMENT TOUJOURS ATTENDU

L'économie espagnole démarre l'année 2025 sur une bonne dynamique de création d'emplois, mais avec une augmentation constante de l'incertitude concernant la politique économique mondiale. Cette tension, présente depuis quelques années, semble se poursuivre et la grande question est de savoir quand et avec quelle intensité elle finira par se répercuter sur le PIB. À court terme, l'évolution de l'économie reste solide, ce qui nous conduit à revoir une nouvelle fois à la hausse nos prévisions de croissance du PIB en 2024, à 3,1 %, et en 2025, à 2,4%. Cette amélioration est due à une augmentation de 0,8 % sur le trimestre au T3 2024 et au fait que la modération de la création d'emplois a été plus faible que prévu à la fin de 2024. Cette résilience s'explique par le glissement progressif vers une plus grande contribution de la demande intérieure en tant que moteur de la croissance. Il ne s'agit pas (encore) d'un symptôme d'épuisement de l'expansion du tourisme étranger, qui continue à progresser, mais plutôt de la réactivation de la consommation privée et de la vigueur de la consommation publique.

Nos hypothèses pour ce scénario se fondent sur un ralentissement de l'activité aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Chine, et un PIB de la zone euro

progressant au rythme de 0,7% en 2024 et 1% en 2025, après 0,5% en 2023. Les taux d'intérêt directs continueront de descendre : le taux de refinancement de la BCE passerait de 3,15% fin 2024 à 2,4% fin 2025. Nos prévisions pointent vers une légère hausse du prix du Brent, qui passerait de 78,25 \$ en moyenne en 2024 à 79,25 \$ en 2026.

Pour les mois à venir, la reprise devrait se poursuivre, bien que dans un environnement conditionné par deux chocs importants : les inondations qui ont provoqué des catastrophes à partir d'octobre et les changements qui devraient survenir dans la politique tarifaire des États-Unis en 2025. Plusieurs facteurs compenseraient l'impact négatif de ces chocs. La demande intérieure sera soutenue par la baisse de l'inflation, l'augmentation des salaires, la croissance de l'emploi et la baisse des taux d'intérêt. Les communautés autonomes continueront à augmenter la rémunération des salariés et la consommation publique. Enfin, l'économie a montré une capacité de croissance plus solide que prévu grâce à l'immigration, à l'augmentation du taux d'emploi et de la productivité par heure travaillée. La croissance reposera sur le dynamisme de la demande domestique, notamment grâce à la contribution de la consommation privée,

résultat d'une évolution favorable de l'emploi, des salaires et de l'inflation, ainsi que de l'augmentation de la population et de la récupération progressive de la confiance. Pour sa part, l'investissement, composante de la demande qui montre une reprise plus tardive par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, contribuera également dans une plus grande mesure à la croissance du PIB tout au long de l'horizon de projection. En effet, dans un contexte où les entreprises présentent une situation financière saine, la reprise de l'investissement sera favorisée par les fonds liés au programme NGEU, dont le déploiement devrait s'accroître en 2025, et par l'amélioration des conditions de financement.

En revanche, l'intensité de la baisse du taux de chômage sera limitée par la modération attendue du rythme de création d'emplois et par le dynamisme de la population active en raison des flux d'immigration relativement élevés. En moyenne annuelle, nos prévisions pour le taux de chômage s'affichent à 11,5% en 2024 et 11,2 % en 2025.

LA CROISSANCE GARDE LE PAS

LA DEMANDE DOMESTIQUE PREND LE RELAIS EN 2024, L'INVESTISSEMENT TOUJOURS ATTENDU

L'inflation a accéléré lors des derniers mois de 2024, mais dans notre scénario elle reprendra ensuite sa trajectoire de décélération grâce à une modération progressive de l'inflation alimentaire et de l'inflation sous-jacente. Nos prévisions s'affichent à 2,2% en 2025 et à 1,6% en 2026, après une moyenne de 2,9% en 2024.

Les risques entourant le scénario de prévision sont élevés. D'une part, la consommation privée pourrait bénéficier d'une normalisation du taux d'épargne un peu plus rapide que prévu, et l'investissement pourrait reprendre plus rapidement que prévu avec la baisse des taux d'intérêt. De même, les flux d'immigration et la croissance des dépenses touristiques internationales pourraient rester plus élevés que prévu. Ceci engendrerait une

révision à la hausse de nos prévisions. Quant aux risques baissiers, ils sont principalement de nature géopolitique. Au niveau international, une éventuelle escalade du conflit au Moyen-Orient pourrait rendre le pétrole plus cher et inverser le processus de modération de l'inflation, avec son impact conséquent sur l'activité économique. Il est difficile de mesurer l'effet de la future politique commerciale de Trump, mais son effet sur le PIB espagnol sera moins important que sur celui de la zone euro, compte tenu de l'importance relativement moins importante des échanges entre les deux pays. Des estimations préliminaires suggèrent que l'effet d'une hausse de 10% sur les droits de douane européens auraient un impact de 0,2% du PIB en 2025.

Hypothèses de cadrage internationales																				
	2023				2024				2025				2026							
	2023	2024	2025	2026	T1	T2	T3	T4												
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,3	3,0	2,8	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,9	2,7	1,9	2,2	2,8	2,5	4,4	3,2	1,6	3,0	3,1	2,2	1,9	1,4	1,2	1,8	2,5	2,5	2,4	2,4
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,4	0,7	1,0	1,2	0,5	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,2	4,8	4,2	3,9	1,8	0,7	1,5	1,3	1,5	0,5	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4,00	3,00	2,25	2,25	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	5,50	4,50	4,00	4,00	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,08	1,05	1,09	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,10	1,07	1,05	1,04	1,05	1,07	1,07	1,08	1,09	1,10
Brent (moyenne, USD/baril)	82,2	79,9	78,3	79,3	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	78,9	74,0	75,0	80,0	80,0	78,0	75,0	80,0	80,0	82,0

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

BONNES PERSPECTIVES POUR LE T4 2024

L'économie espagnole a maintenu un taux de croissance élevé au troisième trimestre 2024 : 0,8% au T3 en rythme trimestriel (après 0,8% au T2). Cette croissance est principalement due à la vigueur de la demande domestique et, en particulier, à la consommation, tant publique (2,2%) que privée (1,1%). En revanche, l'investissement a reculé de -0,9% après une progression très timide au T2 (0,4%), en raison de la baisse de la construction (-1,7%) et de l'atonie de l'investissement productif (+0,1%). De même, la demande étrangère a contribué négativement à la croissance en raison d'une progression plus importante des importations (1,2%) que des exportations (0,9%). Du côté de l'offre, tous les secteurs productifs, à l'exception de la construction, enregistrent des variations positives. L'activité industrielle a ralenti par rapport au T2, tandis que l'activité agricole a rebondi après le déclin enregistré au trimestre précédent. Les secteurs des services ont gardé leur dynamisme : les activités de commerce, transport et hôtellerie se distinguent (avec une augmentation de 1,1%), ainsi que les activités professionnelles, scientifiques et techniques (2%) et les activités artistiques et récréatives (4,5%). Sur une base annuelle, la croissance du PIB a accéléré à 3,4%, soit deux dixièmes de plus que celle observée au T2.

Les indicateurs d'activité disponibles pour le T4 suggèrent que l'activité a maintenu un rythme d'expansion robuste au cours des derniers mois. En particulier, l'analyse des informations disponibles à la date de clôture de cet exercice de projection (21 décembre), qui comprend, entre autres, les données sur l'affiliation à la Sécurité sociale, l'Enquête sur l'activité des entreprises de la Banque d'Espagne (EBAE), les indices des directeurs d'achat (PMI) et de confiance de la Commission européenne nous suggèrent que la croissance du PIB au T4 pourrait s'établir à 0,6% en rythme trimestriel. Il est important de souligner l'incertitude considérable qui entoure l'estimation de ce taux de croissance, surtout si l'on considère la difficulté d'évaluer l'impact économique au cours du T4 du DANA qui a touché plusieurs provinces espagnoles fin octobre. Sur la base des données disponibles, on estime que cet impact, déjà inclus dans la prévision mentionnée ci-dessus, serait négatif mais relativement limité à court terme (entre 0,1% et 0,2% du taux de croissance du PIB au T4). La dynamique la plus récente observée dans certains indicateurs à haute fréquence tels que l'indice de goulot d'étranglement de l'offre élaboré par la Banque d'Espagne (qui montre une diminution rapide), l'expérience des épisodes passés et la réponse de politique budgétaire approuvée par les autorités (dans la mesure où elle

s'accompagne d'un déploiement rapide et efficace) suggèrent que les effets économiques négatifs de cette catastrophe pourraient être inversés au cours du premier semestre 2025.

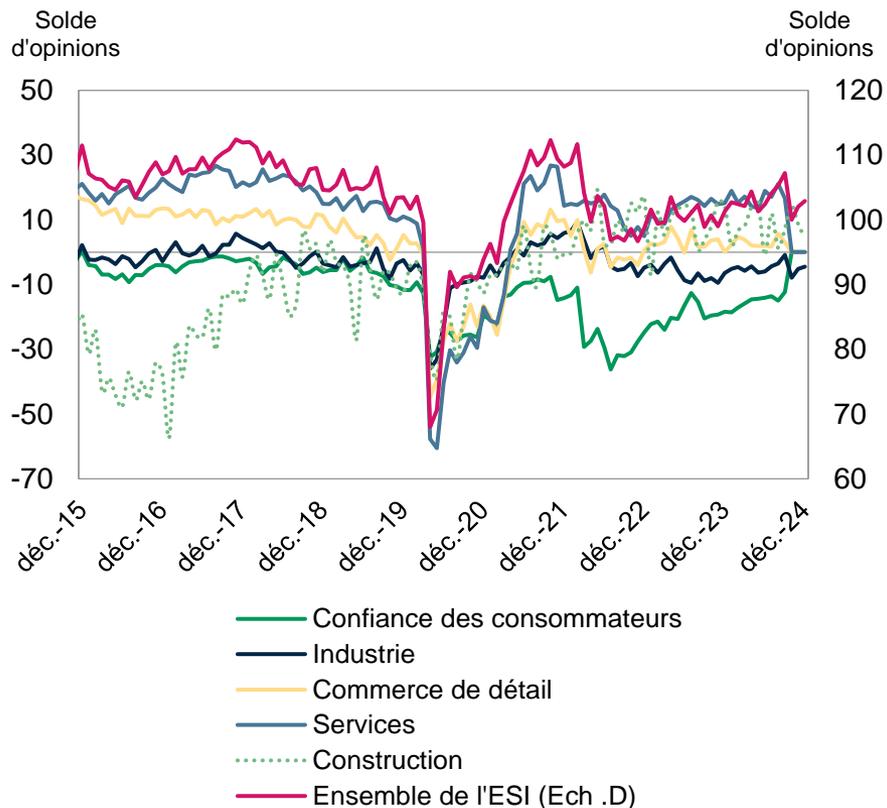
Le marché de l'emploi clôture l'année avec une progression forte de 2,4% en décembre en glissement annuel (stable par rapport à novembre, après 2,5% en octobre). L'évolution la plus favorable a été observée dans la construction. En revanche, les évolutions les plus défavorables ont été observées dans les secteurs de l'hôtellerie et de l'agriculture. Il convient également de souligner la dynamique négative des services aux ménages, qui cumule une baisse sur un an de -4,7%.

L'inflation générale a accéléré de 2,4% en novembre en g.a. à 2,8% en décembre et clôture l'année 2024 sur une moyenne de 2,4%. Cette hausse récente de l'inflation est principalement due à la hausse des prix des carburants (par rapport à la baisse de décembre 2023), et, dans une moindre mesure, aux prix des loisirs et de la culture. À court terme, les hausses de TVA sur l'électricité et les produits alimentaires de première nécessité en janvier pourraient apporter une certaine continuité à la hausse de l'inflation générale survenue ce mois-ci.

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

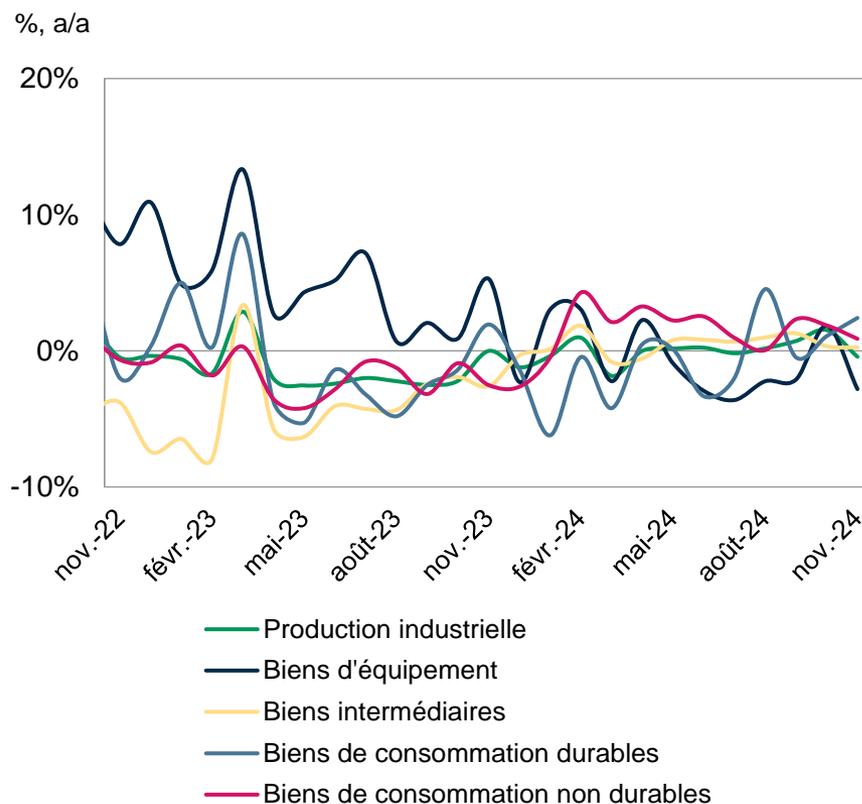
BONNES PERSPECTIVES POUR LE T4 2024

Enquête ESI et ses composantes



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

Production industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

LES MÉNAGES ESPAGNOLS CONTINUENT D'ÉPARGNER

L'écart entre la progression du revenu disponible brut et de la consommation se maintient

Le revenu disponible brut (RDB) des ménages a augmenté de 2,5% en rythme trimestriel au T3, en accélération par rapport au T2 (0,4%). Cette progression s'explique par le dynamisme des revenus fonciers nets (10,3%) et des rémunérations salariales (+1,9% après 1,6% au T2). La consommation des ménages a augmenté de 1,4% en rythme trimestriel, entraînant une hausse modérée du taux d'épargne, qui s'est établi à 14,2%, toujours au-dessus des niveaux de 2019 et de la moyenne historique (7,3% sur 2015-2019).

Le modèle de croissance espagnole est en train d'évoluer vers une plus grande contribution de la demande intérieure et, face à l'atonie de l'investissement, c'est pour l'instant la consommation privée qui est devenue le protagoniste principal. Cette amélioration des performances s'est concentrée sur les dépenses des ménages en services et en biens durables, tandis que la faiblesse de la consommation de biens périssables et semi-durables persiste. La stagnation de ces deux dernières composantes précède la pandémie et coïncide avec des tendances également observées dans le reste des pays européens. La reprise des services est une

conséquence de la priorisation que les familles accordent à ce type de dépenses au moment de décider de l'utilisation de l'augmentation observée du revenu disponible brut réel. La diminution observée des mensualités hypothécaires et des coûts de financement a également contribué à libérer des ressources pour la consommation et à encourager l'accès au crédit. L'augmentation des prix de l'immobilier pourrait également stimuler les dépenses des propriétaires.

Vers une consommation dynamique sur notre horizon

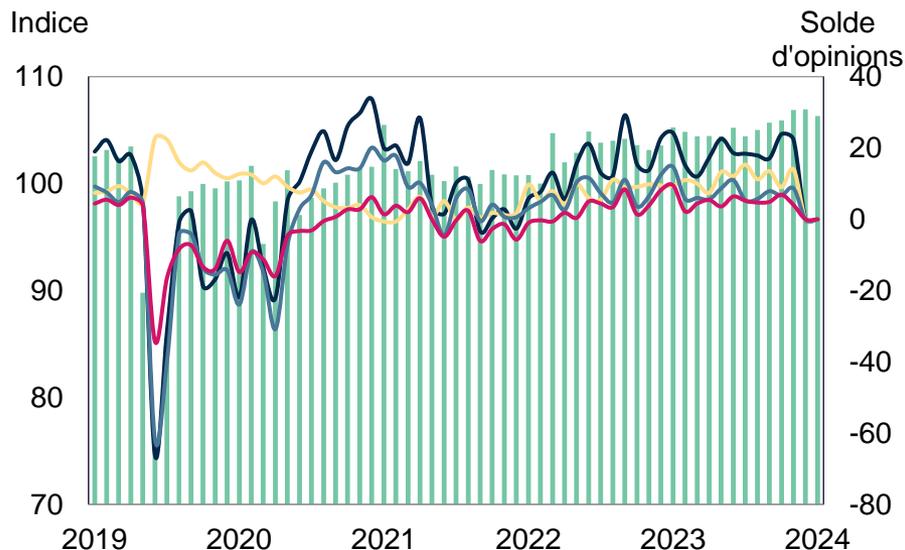
Selon les indicateurs avancés disponibles, la consommation des ménages pourrait poursuivre son redressement progressif au quatrième trimestre. On peut citer le ton positif de la confiance des consommateurs et le dynamisme entretenu par le crédit à la consommation, ainsi que le rebond de l'indice du commerce de détail et des immatriculations de voitures. 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 2,2% en 2025 et 1,8% en 2026.

En ce qui concerne le marché du travail, la création d'emplois devrait se poursuivre tout au long de l'horizon de projection, bien qu'à un rythme plus lent qu'au cours des derniers trimestres. En particulier, par rapport à la hausse de 3% enregistrée en 2023, l'emploi devrait augmenter de 2,1% en 2024 et ralentir progressivement jusqu'à un rythme proche de 1% en 2027. Ces dynamiques, inférieures à celles projetées pour le PIB, seraient compatibles avec un dynamisme relatif de la productivité dans les années à venir. Le taux de chômage, quant à lui, continuera à baisser plus progressivement au cours des prochaines années. L'intensité de ce déclin sera déterminée par le ralentissement attendu du rythme des créations d'emplois et par l'évolution de la population active, dans un scénario où les flux d'immigration resteront relativement élevés.

MÉNAGES

LES MÉNAGES ESPAGNOLS CONTINUENT D'ÉPARGNER

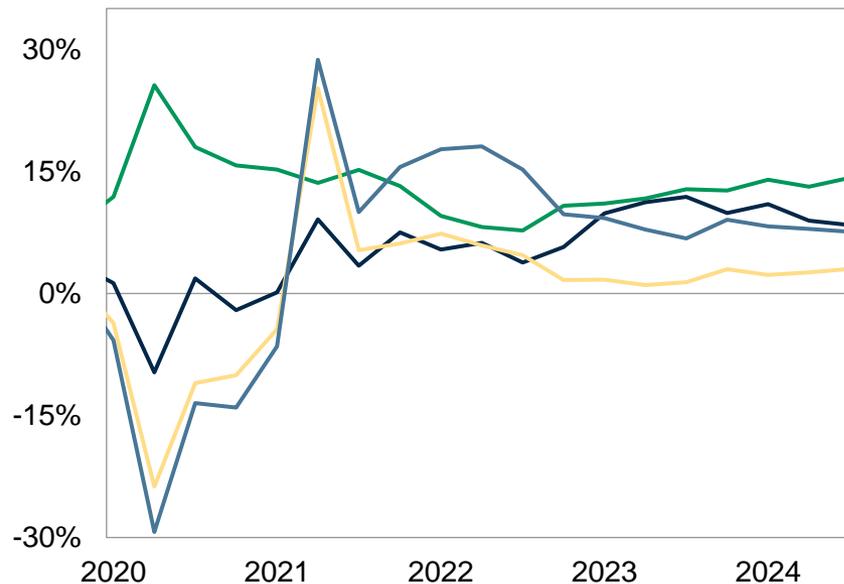
Ventes au détail



- Ventes au détail hors stations-service - déflatées (chiffre d'affaires)
- Prévisions d'activité pour les six prochains mois (Ech. D)
- Niveau des stocks (Ech. D)
- Commandes futures aux fournisseurs (Ech. D)
- Prévisions de l'emploi dans le secteur des ventes au détail (Ech. D)

Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

Évolution du revenu disponible brut des ménages et de ses utilisations



- Taux d'épargne brut des ménages en % du RDB
- Revenu disponible brut des ménages (g.a)
- Consommation finale des ménages (g.a)
- Consommation finale des ménages, biens durables (g.a)

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF NE REDÉMARRE PAS TOUT DE SUITE

La bonne tenue de la plupart des composantes de la demande contraste avec la faiblesse persistante de la formation brute de capital fixe. Au cours des deux derniers trimestres, on note une tendance négative dans l'acquisition de matériel de transport et un manque d'attraction dans la construction non résidentielle. Au T3, l'investissement a reculé de 0,9% (après avoir progressé de +0,4 au T2 et +1,2 au T1), tiré par la baisse de la construction (-1,7%) tandis que l'investissement en machines et équipements (+1,6%) a compensé le recul dans du matériel de transport (-4,2%). L'investissement productif en Espagne reste inférieur de 4,2% à son niveau d'avant la pandémie.

Ralentissement des coûts unitaires de main-d'œuvre

Sur la base des données disponibles jusqu'à novembre 2024, l'augmentation salariale moyenne des accords collectifs pour 2024 a atteint 3,1% (3,7% en 2023). Près de 80% des salariés ayant conclu des accords pour 2024 ont des accords signés au cours des années précédentes, qui prévoient une augmentation salariale moyenne de 2,9%. Dans les nouveaux accords signés en 2024, l'augmentation salariale convenue s'élève à 3,7%. Malgré cette relative modération salariale dans les négociations collectives par rapport à l'année précédente, la rémunération par salarié dans l'économie

marchande a enregistré une hausse moyenne interannuelle de 5,5% au cours des trois premiers trimestres de l'année 2024, ce qui reflète une dérive salariale (écart entre salaire effectif et négocié) positive proche de 2 pp. Et pourtant, au cours des derniers trimestres, tant en Espagne que dans la zone euro, on observe un ralentissement du taux de croissance des coûts unitaires de la main-d'œuvre, qui est un peu plus intense en Espagne (de 7,8% en g.a. au T4 2023 à 3% au T3 2024). Ce ralentissement a pour conséquence une augmentation récente de la productivité, à la suite des baisses enregistrées en 2023. Toutefois, le ratio entre l'excédent brut d'exploitation (EBE) et la valeur ajoutée (VAB) de l'économie de marché reste encore inférieur aux niveaux d'avant la pandémie, avec une hétérogénéité importante entre les secteurs, notamment entre l'industrie manufacturière et la construction.

L'investissement fixe a été à la traîne par rapport à la reprise globale au cours des deux dernières années, démontrant l'impact du resserrement des conditions de crédit, en particulier sur les secteurs sensibles aux taux d'intérêt tels que l'investissement résidentiel. Mais la faiblesse du secteur des machines et des équipements est plus préoccupante et suggère que les entreprises restent incertaines quant aux perspectives malgré la forte reprise. Plus positivement, la

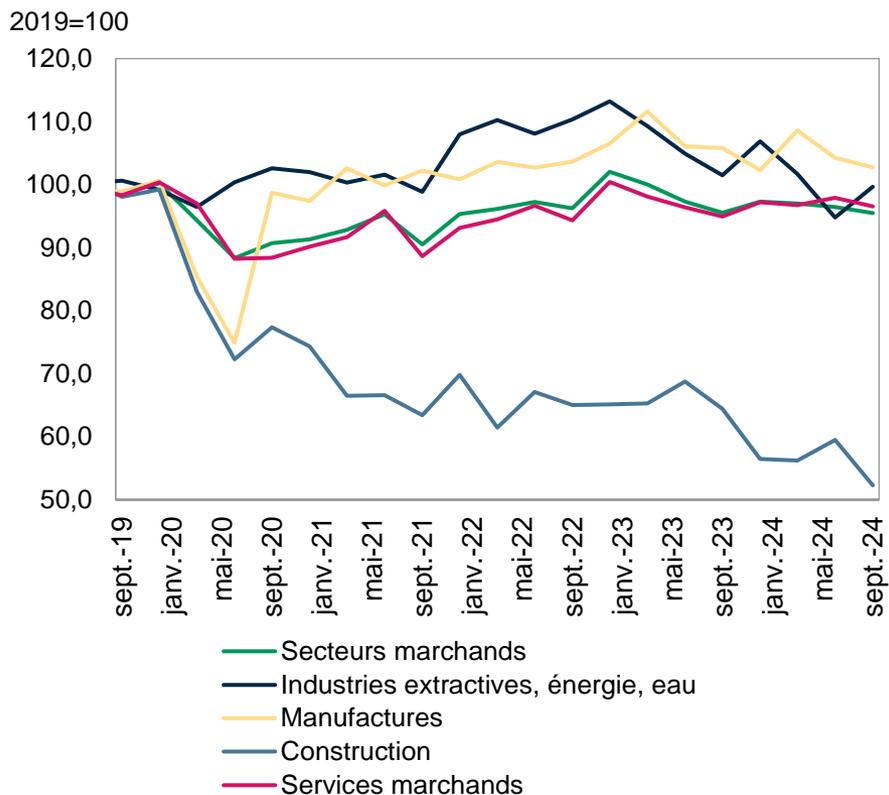
croissance du crédit se redresse. En outre, le déploiement des fonds européens dans le cadre du programme NGEU continuera de soutenir l'investissement public. Concernant l'investissement dans le logement, l'évolution récente de l'indicateur d'exécution des chantiers serait cohérente avec une certaine apathie de cette composante au troisième trimestre, même si les ventes de logements continuent de faire preuve d'un grand dynamisme. En revanche, la relative rigidité de l'offre à court terme, par rapport à la vigueur de la demande, tirée en partie par les acquisitions des citoyens étrangers, continue de mettre une pression à la hausse sur les prix de l'immobilier, qui ont augmenté de 8,1% sur un an au T3.

Dans notre scénario, la croissance des investissements continuera de se renforcer à mesure que la croissance du crédit s'améliorera et que l'impact de l'assouplissement des conditions financières commencera à se répercuter sur les entreprises. Selon nos prévisions, l'investissement augmentera de 3,7% cette année et de 2,2% en 2026

ENTREPRISES

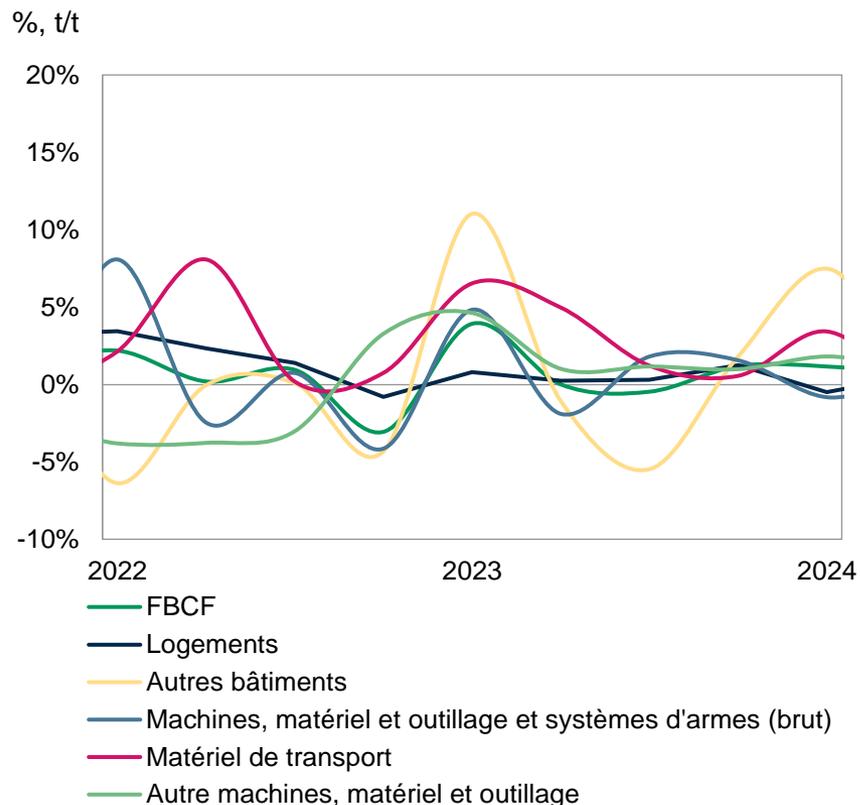
L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF NE REDÉMARRE PAS TOUT DE SUITE

Évolution du taux de marge (EBE/VAB)



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

Composantes de l'investissement



Sources : INE, Crédit Agricole SA / ECO.

COMMERCE EXTÉRIEUR

LA DEMANDE ÉTRANGÈRE ARRÊTE SA CONTRIBUTION POSITIVE AU T2 2024

Les exportations ont progressé à un rythme soutenu de 5,1% sur un an au troisième trimestre, tirées par les exportations de services (+13,4%), tant touristiques que non touristiques. Les importations ont également accéléré, atteignant une croissance annuelle de 3,6%, nettement supérieure à celle enregistrée au cours des deux trimestres précédents (inférieure à 1%).

Les données disponibles sur l'évolution des ventes de biens à l'étranger indiquent une augmentation de 2,1% depuis le début de l'année jusqu'en septembre. C'est le résultat de deux forces opposées : d'une part, l'ajustement que subit le secteur automobile, qui freine la croissance. D'autre part, il y a les gains de compétitivité des entreprises qui ont profité des changements structurels de demande observés depuis le début de la pandémie ou qui récupèrent leur capacité de production grâce à la modération des coûts de production. Parmi les biens qui apportent la plus grande contribution positive, on trouve les denrées alimentaires, les médicaments, les produits chimiques et les articles en papier et en carton.

Vers une contribution nulle de la croissance étrangère en 2025

Depuis 2022, la contribution à la croissance du PIB du commerce extérieur a été

remarquable. Une partie significative de cette contribution positive a été associée au grand dynamisme manifesté par les flux touristiques internationaux vers l'Espagne, qui ont surpris à la hausse et ont présenté une diversification géographique et saisonnière croissante. Tout au long de l'horizon de projection, ces flux devraient continuer à faire preuve d'une vigueur considérable. Cependant, en termes de taux de croissance, leur contribution au PIB diminuera progressivement. En effet, il est possible que dans la situation actuelle, des changements structurels se soient produits qui permettent de maintenir des niveaux d'activité élevés : les flux migratoires ont permis l'accueil d'un plus grand nombre de touristes et le secteur a été l'un des rares où les investissements ont augmenté, permettant une augmentation de la capacité et une amélioration de la qualité des installations existantes. Mais les problèmes de congestion qui commencent à être observés, la perception négative de l'impact du tourisme sur le coût de la vie, la possibilité de flux migratoires plus faibles dans les années à venir et un environnement réglementaire moins favorable modéreront les perspectives de croissance.

Pour sa part, la reprise projetée des échanges internationaux favorisera l'augmentation progressive des exportations

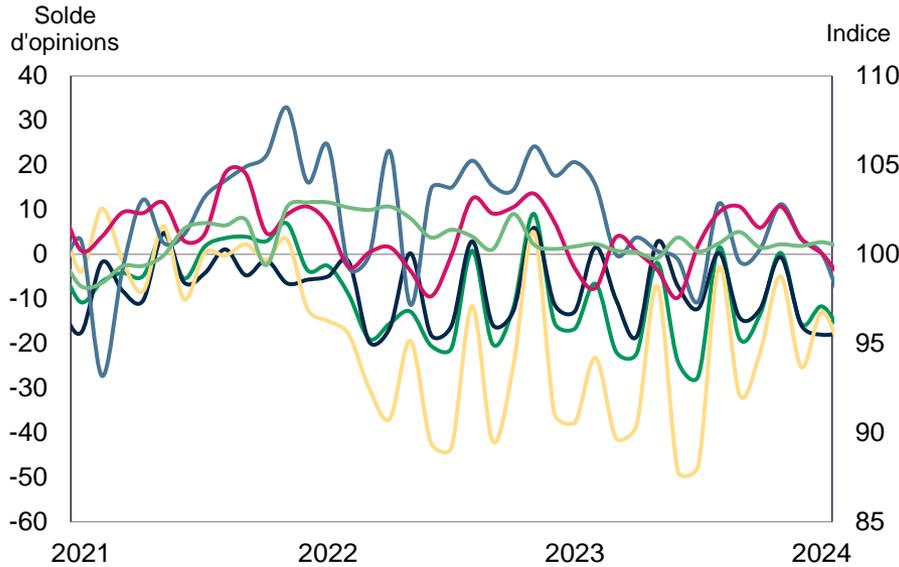
de biens tout au long de l'horizon de projection. En ce qui concerne les importations, une accélération plus intense est attendue que celle anticipée pour les exportations, en ligne avec le plus grand dynamisme de la formation brute de capital fixe et des exportations de biens, qui sont les composantes de la demande finale avec un contenu en importations plus élevé.

En conséquence, selon nos prévisions, la demande extérieure nette apportera une contribution nulle à la croissance du PIB en 2025.

COMMERCE EXTÉRIEUR

LA DEMANDE ÉTRANGÈRE ARRÊTE SA CONTRIBUTION POSITIVE AU T2 2024

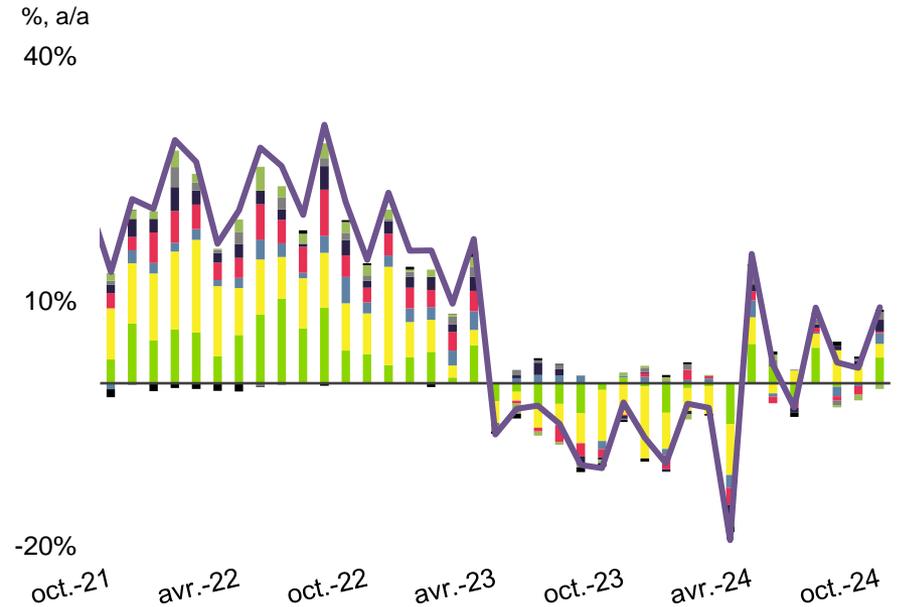
Carnets de commandes à l'exportation



- Industrie : Carnets de commandes à l'export
- Biens de consommation : Carnets de commandes à l'export
- Biens intermédiaires : Carnets de commandes à l'export
- Biens d'investissement : Carnets de commandes à l'export
- Anticipations de production
- Production industrielle Ech. Dr

Sources : ICI enquête Minis. de l'Industrie & du Commerce , Crédit Agricole SA / ECO

Exportations par destinations

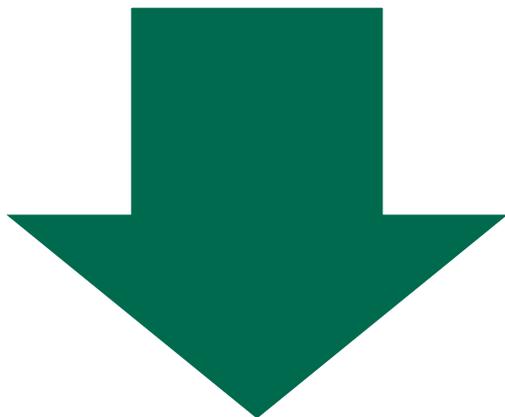


- UE 28
- Allemagne
- Italie
- Royaume-Uni
- Chine
- Zone euro (excl. All, FR, IT)
- France
- Europe Hors UE
- US
- Exportations en valeur (g.a)

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

RISQUES

LA CROISSANCE GARDE LE PAS



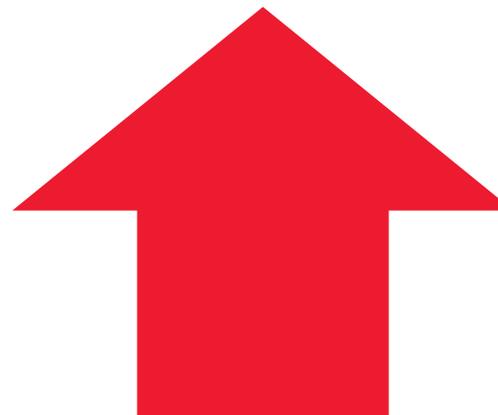
Pas de récession

Poursuite de la désinflation
Maintien de l'activité et de l'emploi
Gains de pouvoir d'achat des salaires
Assouplissement des conditions de financement



Récession

Escalade des conflits géopolitiques
Croissance faible, érosion des revenus et des profits
Nouvelle politique commerciale aux États-Unis



LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

TABLEAUX RÉCAPITULATIFS

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026				
					T1	T2	T3	T4													
PIB (a/a, t/t, %)	2,7	3,1	2,4	1,8	0,7	0,2	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	2,4	2,8	2,4	-70,8	1,6	0,8	0,7	0,4	0,8	0,8	0,9	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	1,8	2,7	2,2	1,8	1,2	0,8	0,8	0,2	0,5	1,0	1,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4
Consommation publique (a/a, t/t, %)	5,2	4,5	2,3	1,2	1,1	1,8	1,5	0,6	1,1	0,6	2,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Investissement (a/a, t/t, %)	2,1	2,2	3,7	2,2	3,9	0,0	-0,5	1,2	1,2	0,4	-0,9	2,1	1,1	1,1	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,7	-0,2	0,0	0,0	-0,6	-0,3	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	0,5	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	2,8	3,3	2,5	3,0	1,0	-0,4	-1,5	1,6	1,8	0,7	0,9	0,7	0,6	0,4	0,4	0,7	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Importations (a/a, t/t, %)	0,3	2,2	2,9	3,2	2,3	0,4	-1,4	1,1	0,7	0,6	1,2	0,9	0,6	0,5	0,5	0,8	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8
Inflation (a/a, %)	3,4	2,8	2,2	1,6	5,0	2,8	2,6	3,3	3,2	3,6	2,3	2,0	2,5	2,0	2,5	2,0	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Inflation sous-jacente (a/a, %)	4,1	2,8	2,2	#N/A	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage (%)	12,2	11,5	11,2	10,7	12,9	12,0	12,0	11,9	11,8	11,6	11,3	11,3	11,4	11,2	11,1	11,0	11,1	10,7	10,5	10,4	10,4
Solde courant (% du PIB)	2,7	2,5	0,9	1,5	2,8	2,4	3,1	2,3	3,1	3,3	1,8	1,9	-0,2	0,9	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-3,1	-2,9	-2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	105,1	103,0	102,9	104,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
16/01/2025	Trump et la peur, ou la nouvelle alliance du mercantilisme et de la géopolitique	Géopolitique
16/01/2025	L'Arabie Saoudite face à sa démographie : défi ou aubaine?	Arabie saoudite
15/01/2025	Argentine – Des progrès mais il semble raisonnable d'attendre	Amérique latine
14/01/2025	France – Nouvel effritement de la confiance des ménages	France
14/01/2025	Fintech Outlook Bilan 2024 – La bonne année ?	Fintech
10/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/01/2025	Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?	Amérique latine
02/01/2025	Royaume-Uni – L'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers	Royaume-Uni
22/12/2024	France – Que doit-on retenir des dernières prévisions de la Banque de France et de l'Insee ?	France
20/12/2024	Monde – Scénario 2025-2026 : un scénario conditionnel, plus que jamais	Monde
20/12/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/12/2024	Indonésie – Prabowo Subianto débute son mandat dans un contexte économique favorable	Asie
17/12/2024	Roumanie – L'annulation de l'élection présidentielle laisse poindre la crise politique	PECO
17/12/2024	France – Quand l'incertitude politique pèse sur la croissance	France
13/12/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/12/2024	Thaïlande – Un rebond timide de la croissance	Asie
12/12/2024	Immobilier résidentiel – Des signes de stabilisation du marché au troisième trimestre 2024	Immobilier
12/12/2024	En Corée du Sud, après l'échec de son coup de force, le président Yoon échappe à la destitution	Asie
12/12/2024	Royaume-Uni : Le secteur privé fait grise mine après les annonces du budget du 30 octobre	Royaume-Uni
11/12/2024	Italie – la croissance stagne mais le marché du travail confirme sa dynamique expansionniste	Italie
11/12/2024	Grèce – Entre croissance et réformes	Zone euro
10/12/2024	Amérique latine – Marchés du travail : embellie conjoncturelle, fragilités persistantes	Amérique latine
10/12/2024	Zone euro : au T3 une reprise presque en trompe-l'œil	Zone euro

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 : Véronique Champion

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.