



01

CONJONCTURE INTERNATIONALE



L'activité mondiale devrait demeurer en 2024 et 2025 sur un sentier d'expansion proche de 3% par an. En zone euro, le PIB a eu tendance à stagner tout au long de 2023, avec de fortes divergences toutefois entre les différents États membres et plutôt à l'avantage de ceux du Sud. Les données du 1^{er} trimestre 2024 et celles qui sont partiellement disponibles pour le 2^e trimestre témoignent d'une amélioration conjoncturelle dans la zone euro qui, en cas de poursuite, devrait aboutir à une accélération de la croissance relativement légère cette année, mais bien plus franche en 2025.

L'amélioration des perspectives pour la zone euro découle aussi de meilleures conditions financières et du repli tant espéré de l'inflation. Cette dernière pourrait toutefois encore réserver des surprises et demeurer, avec les réactions des politiques monétaires, au centre des préoccupations dans les prévisions.

	PIB à prix constants			Prix à la consommation			Nombre de chômeurs			Solde budgétaire		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
	Variation en %			Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB		
Belgique	1.4	1.3	1.4	2.3	4.0	2.3	5.5	5.6	5.4	-4.4	-4.4	-4.7
Allemagne	-0.3	0.1	1.0	6.0	2.4	2.0	3.1	3.1	3.1	-2.5	-1.6	-1.2
Irlande	-3.2	1.2	3.6	5.2	1.9	1.8	4.3	4.4	4.4	1.7	1.3	1.2
Grèce	2.0	2.2	2.3	4.2	2.8	2.1	11.1	10.3	9.7	-1.6	-1.2	-0.8
Espagne	2.5	2.1	1.9	3.4	3.1	2.3	12.2	11.6	11.1	-3.6	-3.0	-2.8
France	0.7	0.7	1.3	5.7	2.5	2.0	7.3	7.7	7.8	-5.5	-5.3	-5.0
Italie	0.9	0.9	1.1	5.9	1.6	1.9	7.7	7.5	7.3	-7.4	-4.4	-4.7
Luxembourg ¹	-1.1	1.4	2.3	2.9	2.3	2.0	5.2	5.8	5.7	-1.3	-1.7	-1.9
Pays-Bas	0.1	0.8	1.5	4.1	2.5	2.0	3.6	3.9	4.0	-0.3	-2.0	-2.1
Autriche	-0.8	0.3	1.6	7.7	3.6	2.8	5.1	5.3	5.1	-2.7	-3.1	-2.9
Portugal	2.3	1.7	1.9	5.3	2.3	1.9	6.5	6.5	6.4	1.2	0.4	0.5
Finlande	-1.0	0.0	1.4	4.3	1.4	2.1	7.2	7.4	7.2	-2.7	-3.4	-2.8
Danemark	1.9	2.6	1.4	3.4	2.0	1.9	5.1	5.6	6.0	3.1	2.4	1.4
Suède	-0.2	0.2	2.1	5.9	2.0	1.8	7.7	8.4	8.2	-0.6	-1.4	-0.9
UE	0.4	1.0	1.6	6.4	2.7	2.2	6.1	6.1	6.0	-3.5	-3.0	-2.9
Zone euro	0.4	0.8	1.4	5.4	2.5	2.1	6.6	6.6	6.5	-3.6	-3.0	-2.8
Royaume-Uni	0.1	0.5	1.4	6.8	2.4	2.0	4.0	4.4	4.4	-5.9	-4.8	-4.1
États-Unis	2.5	2.4	2.1	4.1	2.9	2.4	3.6	3.9	4.0	-8.4	-7.5	-7.8
Japon	1.9	0.8	0.8	3.3	2.8	2.2	2.6	2.5	2.5	-5.4	-6.0	-5.4

¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC. Source: Commission européenne (15.05.2024)

¹ En lien notamment avec les mesures de l'Inflation Reduction Act.

Une croissance mondiale relativement faible, mais régulière, jusqu'en 2025

Les perspectives de développement de l'économie mondiale pour l'année en cours n'ont pas fondamentalement changé par rapport à celles exposées dans la précédente Note de conjoncture (publiée en décembre 2023). La croissance devrait dépasser légèrement les 3% en 2024, soit un rythme équivalent à celui de 2023 (marquée par un net ralentissement, en particulier dans les économies européennes), et conserver une cadence quasi similaire en 2025 avec une accélération marginale.

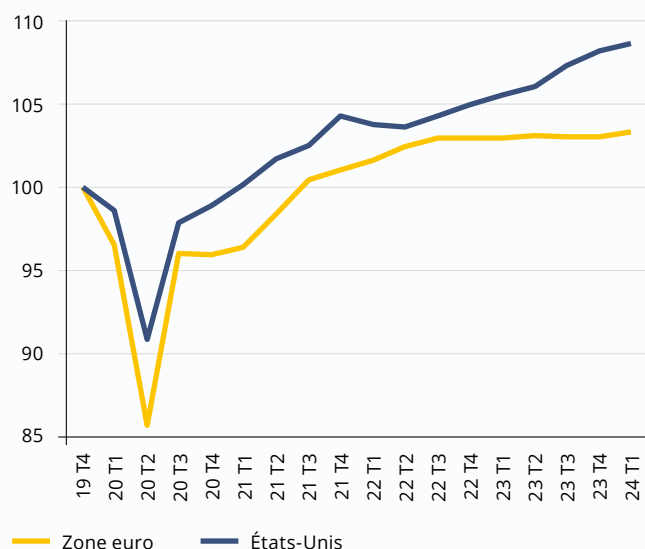
Pour 2024, les prévisions émanant des institutions internationales (Commission européenne, OCDE, FMI) ont, de manière générale, été revues à la hausse pour les États-Unis et la Chine et à la baisse pour la zone euro. La performance de l'économie américaine est certainement celle qui a le plus surpris l'année passée. Elle a montré une résilience remarquable face à la hausse des taux d'intérêt (d'une ampleur pourtant comparable à celle observée en Europe), une bonne tenue de la consommation avec des ménages qui ont largement puisé dans leur épargne et un marché du travail bien plus dynamique qu'attendu. La politique budgétaire expansive¹ (avec un déficit dépassant les 8% du PIB en 2023) y a sans doute aussi contribué via la hausse des dépenses publiques et les baisses d'impôts. Si la croissance américaine devrait bien résister en 2024, un ralentissement est attendu pour 2025.

En Chine, l'activité a nettement rebondi en 2023 (+5.2%) avec l'arrêt des confinements liés au Covid, mais la reprise a donné des signes de faiblesse sur la deuxième partie de l'année. Le PIB du 1^{er} trimestre 2024 a par contre surpris à la hausse. La progression des dépenses publiques semble y avoir joué un rôle important, bénéficiant notamment à l'industrie et à la construction. La Chine demeure cependant confrontée à certains défis d'ampleur, comme les difficultés de son secteur immobilier et la faiblesse de la consommation privée. L'inflation y continue par conséquent à montrer des signaux d'atonie et ne devrait pas dépasser les 1% sur l'ensemble de 2024. La plupart des prévisions tablent pour la Chine sur une croissance inférieure à 5% en 2024 et 2025. La progression de l'activité ralentirait aussi dans les autres économies asiatiques émergentes ainsi qu'au Japon sur cet horizon. À l'échelle mondiale, les économies européennes viendraient progressivement prendre le relais de la croissance.

Graphique 1.1

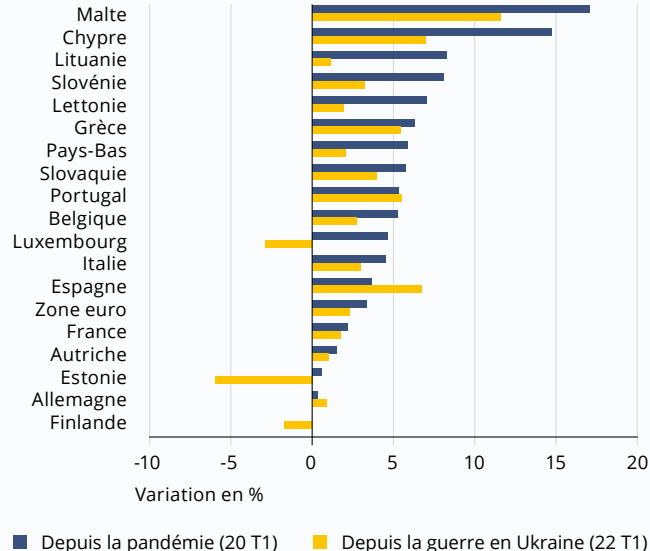
Un net décrochage entre États-Unis et zone euro en 2023

PIB en volume, indices 2019 T4 = 100



Source: Eurostat

Graphique 1.2

Des divergences marquées entre États membres suite aux crises des années récentesÉvolution du PIB en volume jusqu'au 1^{er} trimestre 2024

Source: Eurostat

Zone euro: un PIB à plat en 2023...

Le PIB de la zone euro a progressé de seulement 0.5% en 2023, soit – si l'on excepte l'année 2020 marquée par le Covid – la plus mauvaise performance depuis la crise des dettes souveraines en 2012-2013. C'est surtout la consommation des ménages qui a enregistré le ralentissement le plus net, sous l'effet notable de salaires réels malmenés par l'inflation élevée. Les autres composantes de la demande intérieure, la consommation publique et l'investissement, ont également freiné (avec une progression inférieure de moitié environ par rapport à 2022). Cette évolution contraste nettement avec celle relevée aux États-Unis où la demande intérieure est demeurée dynamique, soutenue notamment par la désépargne des ménages (alors que l'épargne est demeurée élevée en zone euro) et la dépense publique.

La situation au sein de la zone euro n'a cependant pas évolué de manière uniforme. L'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande, le Luxembourg et les Pays baltes (en particulier l'Estonie) se trouvent en 2023 dans le bas du tableau. En Allemagne, première économie de la zone euro, l'année a été marquée par un recul important de la valeur ajoutée de l'industrie (en particulier pour la production et distribution d'énergie, l'industrie manufacturière affichant une légère hausse), de la construction et de certaines activités de services². À l'inverse, et malgré un ralentissement par rapport à 2022, la progression de l'activité est demeurée relativement soutenue dans plusieurs pays du Sud de la zone euro, tels que l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Grèce ou encore Malte et Chypre. Fortement impactés durant la pandémie par la chute du tourisme, ils ont profité ensuite de sa reprise. Par ailleurs, ils ont bénéficié d'aides relativement importantes via les plans de relance européens (voir ci-après).

... mais qui rebondit au 1^{er} trimestre 2024

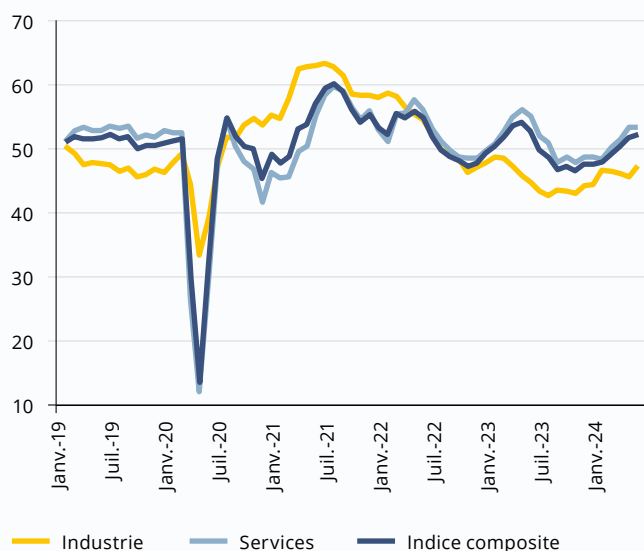
Le PIB de la zone euro a rebondi de +0.3% sur un trimestre au 1^{er} trimestre 2024, soit la progression la plus forte observée depuis 6 trimestres. Peu de détails sont encore disponibles sur la composition de cette reprise, mais elle apparaît comme un mouvement quasi généralisé entre États membres (et profite notamment aux quatre pays leaders de la zone euro). Ce rebond fait écho à la confiance des entreprises, qui s'est nettement améliorée depuis le début de l'année et qui poursuit cette tendance jusqu'en mai. Leur moral s'est particulièrement renforcé dans le domaine des services, l'industrie restant en situation de contraction même si celle-ci tend à se résorber (cf. graphique 1.3).

² Notamment dans les branches du commerce, de l'horeca et des transports ainsi que dans les activités financières.

Graphique 1.3

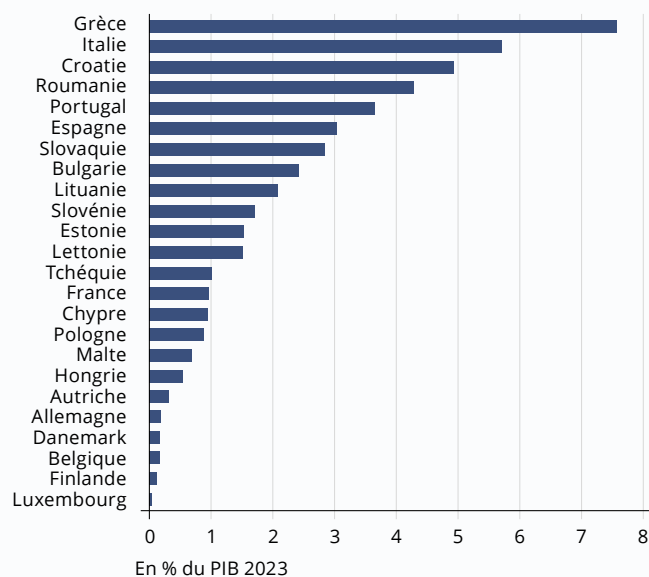
La confiance des entreprises se redresse à l'entrée de 2024

Indices PMI pour la zone euro, en points



Sources: HCOB, S&P Global

Graphique 1.4

Montants décaissés de la facilité pour la reprise et la résilience dans l'UE (NextGenerationEU)

Sources: Commission européenne, Eurostat, STATEC

3 Données détaillées sur: https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/disbursements.html?lang=en

4 Cet outil de coordination des politiques budgétaires limite pour chaque État membre de l'UE le déficit public à 3% du PIB et la dette à 60% du PIB. Une clause dérogatoire générale peut être appliquée lorsque l'UE est confrontée à un grave ralentissement économique.

5 Les nouvelles règles reposent sur une réduction de la dette à hauteur d'au moins 1% du PIB en moyenne par an (contre une réduction de 5% du surplus de dette par an dans la version précédente). Les États membres auront aussi plus de temps (quatre à sept années) pour réduire leurs déficits et endettement. La période la plus longue sera accordée aux pays investissant dans les domaines prioritaires de l'UE.

Des plans de relance plus importants dans les pays du Sud de l'Europe

Le plan de relance européen NextGenerationEU a été créé en 2020 pour faire face à la pandémie de Covid-19 et financer la reprise économique dans l'UE. Les dépenses prennent la forme de subventions et de prêts aux États membres par le biais de la Facilité pour la reprise et la résilience et de six autres programmes pour la période 2021-2027. Au début de 2024, un tiers de l'enveloppe de la Facilité pour la reprise et la résilience (de 650 Mia EUR) a été déboursé pour investir dans des réformes et des projets (148 Mia EUR en subventions et 84 Mia EUR en prêts). Les principaux pays bénéficiaires sont les pays du Sud, notamment la Grèce, l'Italie, la Croatie, le Portugal et l'Espagne (cf. graphique 1.4)³.

Les pays du Sud ont aussi pu bénéficier de la suspension des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC)⁴ entre 2020 et 2023 pour investir et pour soutenir leur économie. En 2023, l'investissement et les dépenses publiques ont fortement augmenté dans l'UE (de resp. +15% et +6% sur un an), en particulier dans les pays du Sud et de l'Est de l'Europe. La Grèce, l'Italie, l'Espagne et le Portugal, qui ont les dettes les plus élevées de l'UE à côté de la France et de la Belgique, ont néanmoins réussi à diminuer leur ratio de dettes par rapport au PIB (entre -3 à -13 points de PIB en 2023). Pour éviter un arrêt des investissements et un ralentissement économique en 2024 avec la fin de la suspension des règles du PSC, ce dernier a été modifié et accorde désormais plus de souplesse dans la réduction des dettes et déficits⁵.

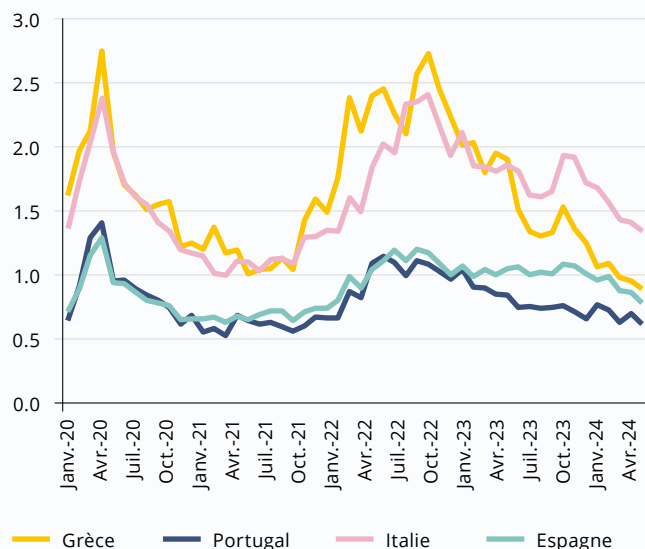
Les conditions financières s'améliorent en zone euro

La réduction des dettes publiques, la bonne tenue de la croissance dans les pays du Sud et les anticipations d'assouplissement de la politique monétaire contribuent à la réduction des taux souverains et des écarts sur ces taux en zone euro depuis l'automne 2023 (cf. graphique 1.5). La volatilité a fortement diminué sur tous les marchés financiers depuis la mi-2023 (cf. graphique 1.6). Les valorisations des actions poursuivent une croissance soutenue (+11% pour l'Euro Stoxx 50 sur les 5 premiers mois de 2024), avec des gains importants pour les valeurs bancaires, technologiques, industrielles et médiatiques.

Graphique 1.5

Réduction des écarts sur les taux d'emprunt des États du Sud de l'UE

Écart avec le taux allemand, en points de %

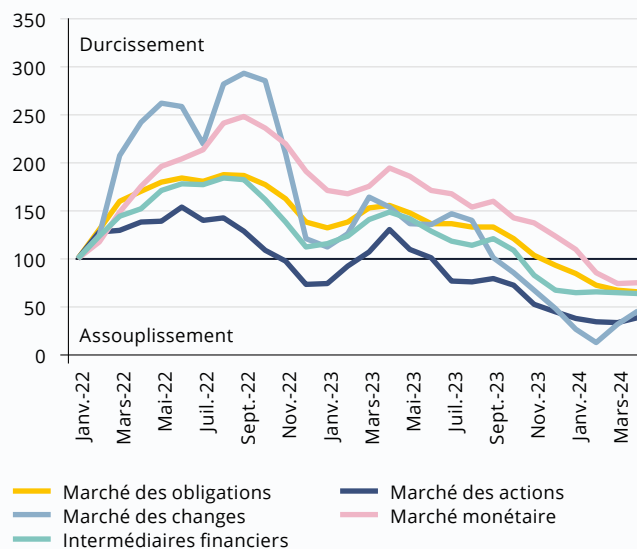


Source: Macrobond (données en fin de mois)

Graphique 1.6

Détente des conditions financières en zone euro

Indices janv. 2022 = 100



Source: BCE (Indicators of Systemic Stress)

Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire en zone euro, les banques ont pour la première fois depuis trois ans assoupli leurs conditions d'octroi pour les prêts immobiliers au 1^{er} trimestre 2024, alors qu'elles poursuivent le resserrement des critères d'octroi des prêts à la consommation et aux entreprises. Les conditions devraient davantage être assouplies avec les réductions des taux directeurs. Les banques constatent une légère reprise de la demande de crédits provenant des ménages mais pas des entreprises. Cette reprise timide de la demande des ménages pourrait être liée aux conditions plus favorables, avec notamment la détente des taux d'intérêt de long terme, mais au ralentissement de l'inflation, la baisse des prix immobiliers et à des besoins de financement pour des achats qui ne peuvent plus être reportés. Néanmoins, dans les faits, le montant de nouveaux contrats (hors renégociations) en zone euro a diminué de 2% sur un trimestre au 1^{er} trimestre 2024 pour les prêts immobiliers (-9% sur un an) et de 1% pour les prêts aux entreprises (-5% sur un an). Les nouveaux prêts à la consommation ont en revanche légèrement augmenté (+2% sur un trimestre, +5% sur un an).

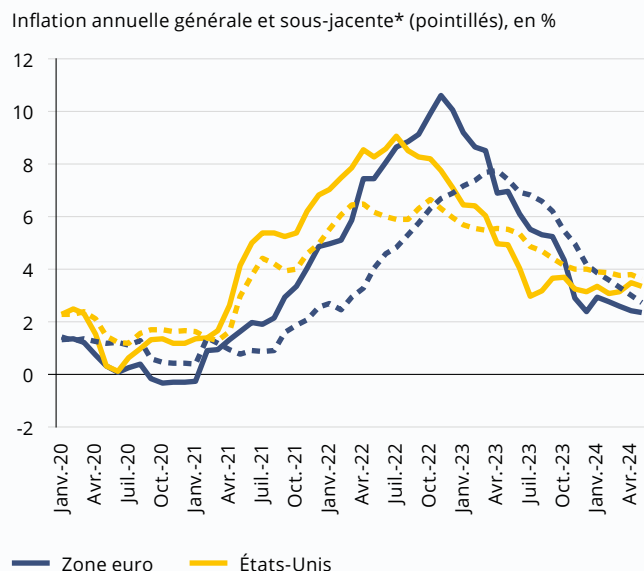
Baisse des pressions inflationnistes

Après un repli marqué, l'inflation en zone euro tend à se stabiliser sur les derniers mois, avec une contribution à nouveau positive des prix de l'énergie. La tendance de fond, indiquée par l'inflation sous-jacente, montre cependant que les pressions continuent à refluer, et ce de manière bien plus nette en zone euro qu'aux États-Unis (cf. graphique 1.7). C'est notamment ce qui explique la première baisse des taux d'intérêt attendue en zone euro dès juin et celle escomptée plus tardivement outre-Atlantique (qui semble aujourd'hui peu susceptible de se produire avant la fin de l'été).

La trajectoire de l'inflation demeure au cœur des risques sur les prévisions macro-économiques (voir ci-après). Si, d'un côté, tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales demeurent faibles⁶ (elles étaient un peu remontées sur la deuxième moitié de 2023, mais se résorbent de nouveau sur les premiers mois de 2024), d'un autre côté, les prix des matières premières repartent à la hausse depuis le début de l'année (cf. chapitre 3).

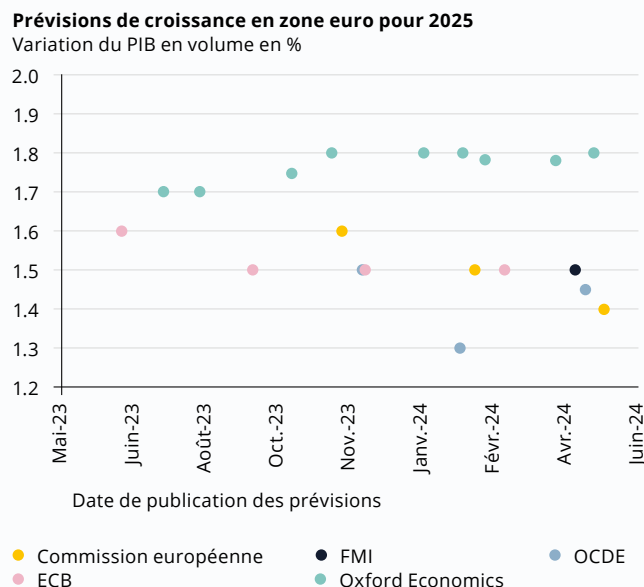
⁶ Sur base de l'indice GSCPI (Federal Reserve Bank of New York).

Graphique 1.7

Repli significatif de l'inflation

* Inflation sous-jacente: hors énergie et alimentation.
Sources: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics

Graphique 1.8

Vers une croissance supérieure à 1.5% en 2025?

Sources: comme indiquées dans le graphique

7 Depuis la finalisation de la prévision du STATEC, Oxford Economics a toutefois revu la croissance en zone euro à +0.8% pour 2024.

Une croissance encore très faible pour la zone euro en 2024, puis une nette accélération en 2025

Les données d'Oxford Economics (qui fournit au STATEC des jeux d'hypothèses et de prévisions très détaillés concernant l'environnement international et assortis de scénarios alternatifs) tablent sur une progression du PIB de la zone euro de 0.6% en 2024, puis de 1.8% en 2025 (cf. tableau 1.2). Par rapport aux prévisions de la Note de conjoncture de l'automne 2023, la croissance en zone euro pour 2024 a ainsi été diminuée de 0.2 point de %⁷. D'autres variables qui font partie du corpus d'hypothèses relatives à l'environnement international ont été revues de manière plus substantielle. À commencer par la dynamique des marchés financiers, formalisée par l'indice Euro Stoxx 50, pour lequel une hausse supérieure à 15% en 2024 est maintenant anticipée (contre une baisse de 2% auparavant). Cette révision découle largement du comportement de l'indice observé entre-temps, avec une nette hausse entre le début novembre 2023 et la fin mars 2024 (+25% environ, il est plus ou moins resté stable depuis). Le prix du baril de pétrole a été revu à la baisse d'environ 5 dollars, mais sans pour autant impliquer moins d'inflation: celle-ci est légèrement révisée à la hausse sous l'effet de l'inflation sous-jacente qui, malgré une tendance nettement baissière, a un peu moins reculé que prévu. Enfin, des révisions significatives ont été opérées sur la demande mondiale de biens (-2 points de %) et les taux d'intérêt à long terme (-0.3 point de %).

Pour l'année 2025, qui n'était pas encore intégrée dans l'horizon des prévisions de l'automne dernier, le PIB de la zone euro est attendu en hausse de 1.8% (soit au-delà de la croissance annuelle moyenne enregistrée au cours des 20 dernières années, qui s'élève à 1.3%). Cette franche accélération – même si d'autres sources l'attendent un peu moins forte (cf. graphique 1.8) – découlerait en partie de la reprise escomptée dans le courant de 2024 et qui devrait fournir une impulsion significative au résultat de 2025. La demande mondiale adressée à la zone euro enregistrerait un net rebond du côté des biens, mais limité pour les services.

Les taux d'intérêt à court terme, malgré une baisse dans le courant de 2024, conserveraient sur l'ensemble de l'année en cours un niveau équivalent à celui de 2023. Pour 2025, ils devraient afficher un repli de quelque 1.5 point de %, améliorant les conditions de financement et stimulant la demande.

Tableau 1.2

Principales hypothèses internationales

	Scénario central					Taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps ¹		Les banques centrales clament victoire sur l'inflation ²	
	1995-2023	2022	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
	Évolution en % sauf si spécifié différemment								
PIB en vol. zone euro	1.4	3.5	0.5	0.6	1.8	0.0	0.0	0.9	2.2
Demande mondiale (biens, vol.)	4.1	4.6	-5.0	0.1	4.8	-0.5	2.4	0.5	5.6
Demande mondiale (services, vol.)	4.1	15.7	8.0	2.7	3.1	2.4	2.1	2.8	3.5
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	4.1	-6.6	13.7	16.1	2.9	10.7	-6.5	18.2	3.8
Prix PIB zone euro	1.9	4.6	6.0	2.4	1.5	2.2	1.6	2.5	1.0
Prix pétroliers (USD/baril)	57.7	100.8	82.5	82.9	77.4	87.9	74.9	80.7	80.4
Taux de change (EUR/USD)	1.19	1.05	1.08	1.09	1.10	1.08	1.09	1.10	1.12
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. act.)	8.4	5.8	5.8	5.8	5.5	5.8	5.7	5.8	5.4
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.1	0.3	3.4	3.4	1.9	4.0	4.2	3.1	1.7
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.5	1.9	3.3	2.9	2.7	3.6	3.7	2.7	2.5

¹ Dans ce scénario défavorable, l'inflation s'avère plus tenace que prévu en raison des perturbations du transport maritime et de la hausse des prix de l'énergie liée aux inquiétudes sur la situation au Proche-Orient. Les politiques monétaires se resserrent de nouveau, avec une remontée des taux à court et long terme qui vient peser sur les marchés financiers et immobiliers, tandis que les conditions de crédit se durcissent.

² Dans ce scénario favorable, l'inflation se résorbe plus largement qu'escompté et converge rapidement vers la cible des 2%, incitant les banques centrales à considérablement abaisser leurs taux d'intérêt directeurs. Cet assouplissement plus net vient stimuler davantage les investissements et la consommation et, à moindre échelle, soutenir les marchés financiers.

Source: Oxford Economics (2024-2025: prévisions)

Le niveau de l'inflation reste au cœur des risques sur l'activité

Comme à l'accoutumée, le scénario central de prévisions est assorti de scénarios alternatifs, l'un étant plus défavorable que le scénario central et l'autre plus favorable. Le descriptif de ces deux scénarios alternatifs est détaillé au bas du [tableau 1.2](#). À l'instar des scénarios alternatifs retenus dans les prévisions d'automne dernier, ils accordent une place cruciale à la trajectoire de l'inflation et aux décisions subséquentes des politiques monétaires. Dans le scénario défavorable – "Taux d'intérêt élevés pour plus longtemps" – un nouveau resserrement monétaire provoquerait une stagnation de l'activité en zone euro non seulement en 2024, mais aussi en 2025. Le taux de chômage en Grande Région resterait inchangé pour 2024 par rapport au scénario central, mais sa décline en 2025 serait bien moins prononcée. Le niveau des taux d'intérêt serait proche de 4% à la fois en 2024 et 2025 (légèrement au-dessus pour les taux courts, légèrement en dessous pour les taux longs).

Dans le scénario favorable "Les banques centrales clament victoire sur l'inflation", où la trajectoire des prix à la consommation convergerait rapidement vers la cible des autorités monétaires, la baisse de taux directeurs serait plus rapide et prononcée. La croissance prévue en zone euro serait dès lors de 0.3 à 0.4 point de % plus élevée que dans le scénario central. Le choc sur l'activité (ainsi que sur les autres variables) est donc d'une ampleur bien moindre que dans le scénario défavorable.

Dans leurs dernières prévisions, les institutions internationales (Commission européenne, FMI, OCDE) évoquent une balance des risques plus équilibrée – en l'occurrence plus favorable – qu'à l'automne dernier. Elles mettent aussi en avant le risque d'une inflation plus résiliente et donc de taux d'intérêt plus élevés que prévu, avec des retombées négatives sur la performance des marchés financiers et la sphère de l'immobilier. Les tensions géopolitiques et leur impact potentiellement haussier sur les prix des matières premières restent également d'actualité du côté des risques négatifs⁸. L'évolution de la conjoncture en Chine demeure par ailleurs très incertaine. Du côté des risques haussiers, on peut relever que le niveau encore très élevé de l'épargne constitue un potentiel de soutien pour une consommation plus forte que prévu⁹. Le contexte pré-électoral dans de nombreux pays pourrait en outre aboutir à un stimulus fiscal plus important. Le développement de l'intelligence artificielle, enfin, est susceptible d'entraîner des gains de productivité inattendus.

- 8** Les attaques de navires en mer Rouge ne semblent cependant jusqu'à présent pas avoir entraîné de conséquences trop dommageables ni sur l'activité ni sur l'inflation à l'échelle mondiale.
- 9** Avec en contrepartie une inflation également plus élevée.