



FRANCE SCÉNARIO 2024-2025

LA REPRISE À L'HORIZON

Avril 2024

Marianne PICARD

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

- 1 [Aperçu général](#)
- 2 [Introduction](#)
- 3 [Dernières informations conjoncturelles](#)
- 4 [Emploi, productivité, salaires](#)
- 5 [Ménages](#)
- 6 [Entreprises](#)
- 7 [Commerce extérieur](#)
- 8 [Finances publiques](#)
- 9 [Risques](#)
- 10 [Annexes](#)

APERÇU GÉNÉRAL

Les points-clés du scénario

- ▲ Le processus de désinflation se poursuivrait et les salaires progresseraient en termes réels.
- ▲ La consommation des ménages rebondirait et tirerait la croissance.
- ▼ L'investissement resterait pénalisé en 2024 par le resserrement passé des conditions financières.
- ▼ La croissance annuelle resterait modérée en 2024 et n'augmenterait qu'en 2025.

France	2022	2023	2024	2025
PIB a/a, %	2,5	0,9	0,9	1,3
Demande intérieure hors stocks contribution au PIB, pp	2,4	0,8	0,7	1,3
Consommation des ménages a/a, %	2,1	0,6	1,3	1,4
Investissement a/a, %	2,4	1,2	-1,0	1,4
Variation des stocks contribution au PIB, pp	0,8	-0,4	-0,3	-0,1
Exportations nettes contribution au PIB, pp	-0,7	0,5	0,4	-0,1
Inflation (IPC) a/a, %	5,2	4,9	2,5	2,1
Taux de chômage %, France entière	7,3	7,3	7,9	7,8
Solde budgétaire % du PIB	-4,8	-5,5	-4,8	-4,2

Dernières observations : 2023

Sources : Insee, prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

L'activité économique a nettement ralenti en France en 2023, dans un contexte d'inflation toujours élevée et de resserrement monétaire marqué, avec une croissance de 0,9% sur l'année (cvs-cjo), après 2,5% en 2022, mais la récession a été évitée.

L'économie française connaîtrait une reprise en 2024, avec une croissance annuelle certes stable à 0,9%, mais qui cache un rythme de croissance trimestrielle plus soutenu qu'en 2023. La croissance annuelle serait en effet pénalisée par l'atonie de l'activité au deuxième semestre 2023, avec un acquis de croissance très faible pour 2024 à l'issue du quatrième trimestre 2023. La reprise serait portée par la consommation des ménages en lien avec la poursuite du processus désinflationniste, tandis que l'investissement resterait pénalisé par le resserrement passé des conditions financières en 2024.

En 2025, la croissance augmenterait à 1,3%, soutenue par une consommation toujours dynamique et le rebond de l'investissement, dans un contexte de normalisation de la politique monétaire. L'inflation en moyenne annuelle diminuerait fortement, à 2,5% en 2024 au sens de l'IPC (après 4,9% en 2023), puis 2,1% en 2025.

Achévé de rédiger le 09/04/2024.

INTRODUCTION

LA REPRISE À L'HORIZON

Dans un contexte d'inflation toujours élevée et de fort resserrement monétaire, l'économie française a connu une phase de ralentissement en 2023, avec une croissance annuelle du PIB de seulement 0,9% (après 2,5% en 2022). L'activité économique a même stagné au second semestre de l'année 2023 (0,0% t/t au troisième trimestre et +0,1% au quatrième trimestre). Le rebond de la consommation des ménages observé au troisième trimestre ne s'est pas poursuivi en fin d'année, et l'investissement des entreprises, resté jusque-là résilient face au resserrement des conditions financières, s'est replié au quatrième trimestre. Le commerce extérieur a certes rebondi au quatrième trimestre, mais cela est lié à un repli des importations et non à une progression des exportations. L'économie française a toutefois échappé à la récession, quand l'Allemagne a pour sa part connu une contraction de son PIB en moyenne annuelle. Le processus désinflationniste s'est poursuivi en fin d'année 2023 et en début d'année 2024 en France et plus globalement en zone euro, ce qui devrait rassurer la BCE quant à l'amorce d'un assouplissement de sa politique monétaire, même si celle-ci semble attendre la confirmation d'un ralentissement dans les données de salaires. Les salaires nominaux ont en effet commencé à ralentir en France, mais ceux-ci sont restés dynamiques en zone euro fin 2023. Les finances publiques françaises se sont révélées pour leur part décevantes en 2023, avec un déficit public qui augmente finalement à 5,5% du PIB d'après l'estimation provisoire (après 4,8% en 2022), dépassant nettement la dernière prévision gouvernementale de 4,9% de l'automne dernier (PLF 2024). Ce dérapage du déficit se traduit par une dette publique qui reste supérieure à 110% du PIB.

Notre scénario repose sur croissance mondiale relativement stable sur l'horizon de prévision, malgré le ralentissement attendu des économies états-unienne et chinoise. Pour autant, la demande

adressée à la zone euro se redresserait quelque peu après le creux de l'année 2023, surtout en 2025. Les exportations de la zone euro progresseraient, mais plus faiblement que la demande adressée en raison de la baisse de compétitivité de la zone euro, tandis que les importations progresseraient en rythme annuel à un niveau similaire aux exportations. La croissance en zone euro resterait ainsi faible en 2024, à 0,7% en 2024 (après 0,5% en 2023), puis augmenterait à 1,5% en 2025, et l'accélération de l'activité serait essentiellement portée par la demande intérieure. Cette dernière serait en effet soutenue en premier lieu par la poursuite du processus désinflationniste, qui générerait des gains de pouvoir d'achat des salaires et permettrait un rebond de la consommation dès 2024 en zone euro, qui resterait ensuite dynamique en 2025. L'investissement resterait en revanche pénalisé en 2024 par le resserrement passé des conditions financières, mais rebondirait en 2025. Nos prévisions tablent en effet sur un assouplissement monétaire progressif de la part de la BCE, qui débiterait en juin 2024, avec au total une baisse de 75 points de base pour le taux de dépôt en 2024, et une nouvelle baisse de 75 points de base au total en 2025. Le taux de dépôt s'établirait ainsi à 2,5% fin 2025. Cette normalisation monétaire apporterait un peu d'air aux entreprises de la zone euro, dont l'investissement repartirait à la hausse en 2025. Par ailleurs, le prix du pétrole serait relativement stable, avec une hypothèse de 87 \$ fin 2024 et 90 \$ fin 2025 par baril de Brent (contre 88 \$ début avril 2024). L'euro se déprécierait face au dollar d'ici la fin de l'année 2024 (taux de change de 1,05 EUR/USD en décembre contre 1,08 en avril), et se réapprécierait nettement dans le courant de l'année 2025 (il terminerait l'année à 1,12 EUR/USD). Les perturbations du fret maritime (canal de Suez) pourraient allonger les délais de transport, mais n'auraient qu'un effet marginal sur les prix finaux en zone euro.

INTRODUCTION

LA REPRISE À L'HORIZON

En 2024, l'économie française amorcerait une phase de reprise, avec une hausse de l'activité dès le premier trimestre (+0,2%), et une accélération de l'activité en rythme trimestriel jusqu'au second semestre (+0,4% par trimestre). La croissance serait portée par le rebond de la consommation des ménages, en lien avec la poursuite du processus désinflationniste qui permettrait une croissance des salaires en termes réels. La croissance annuelle serait toutefois stable par rapport à 2023, à 0,9%, principalement en raison d'un acquis de croissance faible à l'issue du quatrième trimestre 2023. L'investissement serait par ailleurs toujours pénalisé en 2024 par le resserrement passé des conditions financières, et ne commencerait à se redresser qu'au dernier trimestre de l'année, avant une reprise plus franche en 2025 en lien avec les effets de la normalisation monétaire attendue. En 2025, l'activité progresserait ainsi à un rythme moyen de 0,3% par trimestre, avec un léger ralentissement aux deuxième et troisième trimestres du fait de la récession prévue aux États-Unis deux trimestres plus tôt, qui affecterait un peu la croissance en zone euro et en France. La croissance annuelle augmenterait à 1,3% en 2025, soutenue par une consommation toujours dynamique, et le rebond de l'investissement. Le commerce extérieur contribuerait quelque peu à la croissance de l'année 2024, mais cela est surtout lié à un effet d'acquis à fin 2023, alors que les importations progresseraient à un rythme similaire à celui des exportations sur l'horizon de prévision. La contribution du commerce extérieur à la croissance deviendrait ainsi négligeable en 2025. L'inflation diminuerait nettement en 2024, à 2,5% en moyenne annuelle au sens de l'IPC, après 4,9% en 2022. Elle connaîtrait toutefois une évolution plus heurtée en glissement annuel à partir du mois de mai et pourrait alors remonter quelque peu, en lien avec des effets de base sur les prix de l'énergie. En 2025, l'inflation

diminuerait de nouveau, à 2,1% en moyenne annuelle au sens de l'IPC, soit un niveau proche de la cible de la Banque centrale. L'inflation des services resterait relativement élevée en 2024, sous l'effet en particulier des hausses de salaires dans ce secteur intensif en main d'œuvre. Cette dernière serait proche de 3% en glissement annuel sur l'ensemble de l'année 2024 et diminuerait légèrement en 2025, à 2,5% en fin d'année.

Les risques sur la croissance sont orientés à la baisse. En effet, les tensions géopolitiques pourraient s'aggraver, avec le risque notamment d'une nouvelle hausse des prix de l'énergie. Sa probabilité d'occurrence semble toutefois faible désormais, alors que la situation semble s'être enlisée au Moyen-Orient. Le ralentissement économique en zone euro et en particulier en Allemagne pourrait par ailleurs davantage peser sur les exportations françaises ; notre prévision est toutefois prudente sur l'évolution des exportations, et la croissance serait comme traditionnellement en France portée par la demande intérieure. L'évolution de la demande intérieure reste exposée aux comportements des ménages et des entreprises dans un climat de relative incertitude, avec notamment le risque d'une épargne des ménages plus élevée qu'anticipé, ou d'un effet du resserrement monétaire passé plus fort que prévu sur l'investissement. Les derniers indicateurs conjoncturels semblent toutefois écarter ces risques. Les risques sur l'inflation sont en revanche orientés à la baisse. L'inflation a en effet surpris à la baisse sur les derniers points (notamment l'inflation alimentaire) et pourrait de nouveau surprendre. En particulier, les salaires nominaux ont davantage ralenti qu'anticipé en France, ce qui devrait nettement limiter les effets de second tour sur l'inflation sous-jacente.

INTRODUCTION

LA REPRISE À L'HORIZON

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	3,5	2,8	2,6	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
croissance a/a, t/t, %																				
PIB États-Unis	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
croissance a/a, t/t, %																				
PIB zone euro	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
croissance a/a, t/t, %																				
PIB Chine	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
croissance a/a, t/t, %																				
Taux de refinancement BCE	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
fin de période, %																				
Taux des fonds Réserve fédérale	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
fin de période, %																				
Taux de change	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
moyenne, EUR/USD																				
Brent	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
moyenne, USD/baril																				

Dernières observations : T4 2023

Sources : BAE, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

DERNIÈRES INFORMATIONS CONJONCTURELLES

LA REPRISE À L'HORIZON

Les informations conjoncturelles restaient mitigées début 2024, mais une amélioration semble être à l'horizon. Les dernières données tirées des enquêtes de conjoncture indiquent en effet une progression du climat des affaires du côté des entreprises, ainsi que de la confiance des ménages. Le climat des affaires a ainsi atteint sa moyenne de long terme (+2 points à 100) en mars pour la première fois depuis septembre 2023, avec une amélioration de la conjoncture dans l'ensemble des secteurs d'activité, à l'exception du bâtiment. Le climat de l'emploi est resté stable, au-dessus de sa moyenne de long terme. La confiance des ménages a, pour sa part, rebondi en mars (+1 point) : elle se trouve toujours à un niveau dégradé par rapport à sa moyenne de longue période (91 contre 100), mais a bien progressé depuis le point bas (80) atteint à l'été 2022. En particulier, les ménages sont moins pessimistes en mars quant à leur situation financière personnelle (passée comme future) ainsi que l'évolution du niveau de vie en France (passé comme futur). Le solde d'opinion sur l'opportunité d'effectuer des achats importants, qui se situe à un niveau bas, a rebondi (+6 points, après +5 points en février), tandis que celui relatif à l'opportunité d'épargner, qui se situe à un niveau élevé, a de nouveau diminué (-5 points, après -5 points). Les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage ont par ailleurs fortement diminué en mars (-4 points pour le solde d'opinion correspondant), nettement en-deçà de leur moyenne de longue période.

L'inflation a par ailleurs poursuivi son reflux en mars, s'établissant à 2,3% en glissement annuel au sens de l'IPC d'après les résultats provisoires, après 3% en février. Cette forte baisse de l'inflation est liée au ralentissement des prix de toutes les composantes sur un an

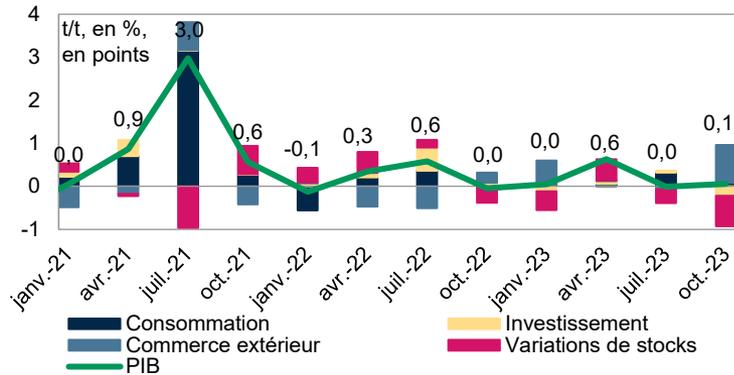
(y compris les services), mais elle s'explique pour près de moitié par la baisse de l'inflation alimentaire (+1,7% en mars après +3,6% en février). Si l'inflation se rapproche fortement de la cible de 2% de la banque centrale en mars, elle devrait légèrement remonter dans les mois à venir (notamment en mai), en lien avec des effets de base sur les prix de l'énergie (qui avaient nettement diminué un an plus tôt). La composante des services est devenue la première contributrice à l'inflation en glissement annuel depuis l'automne dernier.

Concernant la croissance, les dernières données disponibles sont celles relatives au quatrième trimestre 2023. L'activité a ainsi très légèrement augmenté (+0,1% t/t) en fin d'année après une stabilité au troisième trimestre (0,0%). La consommation des ménages, qui avait rebondi au troisième trimestre, a stagné (0,0% après +0,5%) du fait d'une baisse de la consommation en biens (en particulier alimentation et énergie) qui compense la hausse de la consommation de services. Par ailleurs, l'investissement des entreprises non financières, resté jusque-là relativement résilient face au resserrement passé des conditions financières, s'est contracté au quatrième trimestre (-0,9%, après +0,3%). L'investissement des ménages a poursuivi sa baisse (-1,4%, après -1,1%). La contribution du commerce extérieur à la croissance trimestrielle a, pour sa part, rebondi au dernier trimestre (+0,9 point après -0,1 point), mais cela est liée à une baisse des importations (-2,3%), tandis que les exportations ont stagné (0,0%). Les variations de stocks ont fortement pesé sur l'activité au quatrième trimestre (-0,7 point, après 0,3 point). L'acquis de croissance pour 2024 à l'issue du quatrième trimestre 2023 est faible et s'élève à 0,2%.

DERNIÈRES INFORMATIONS CONJONCTURELLES

LA REPRISE À L'HORIZON

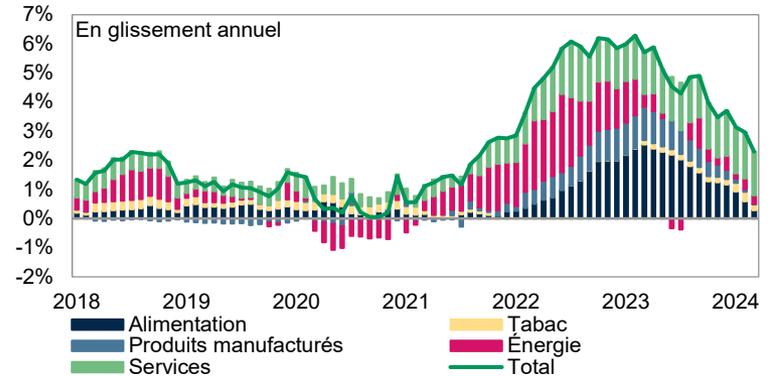
L'activité est restée atone en fin d'année 2023



Derniers points : T4 2023

Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

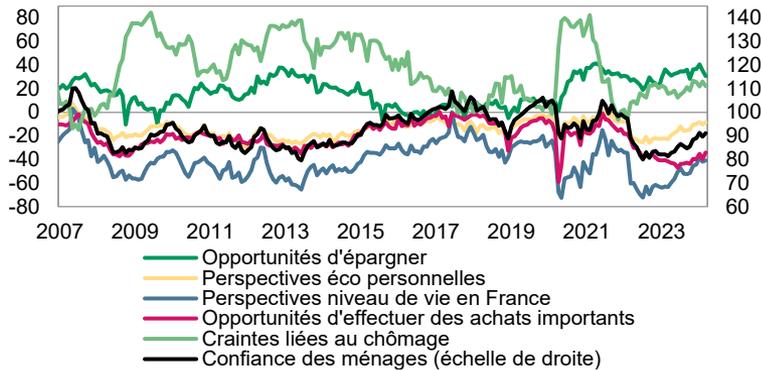
L'inflation (IPC) a bien reflué



Derniers points : mars 2024 (provisoire)

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

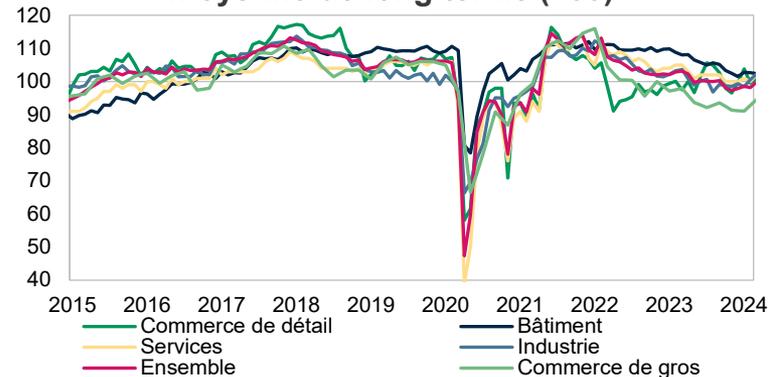
La confiance des ménages se situe toujours à un niveau bas, mais elle rebondit



Derniers points : mars 2024

Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

Le climat des affaires évolue proche de sa moyenne de long terme (100)



Derniers points : mars 2024

Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

EMPLOI, PRODUCTIVITÉ, SALAIRES

LA REPRISE À L'HORIZON

Un léger rebond du taux de chômage à attendre en 2024

L'emploi est resté résilient face au ralentissement de l'activité en 2023, mais il a ralenti, et a terminé l'année en quasi-stagnation (+0,1% t/t après +0,2% au troisième trimestre). Ce ralentissement se poursuivrait sur l'ensemble de l'année 2024 avant un léger rebond en 2025. Alors que le taux de chômage au sens du BIT a déjà graduellement augmenté dans le courant de l'année 2023 (d'un point bas historique à 6,9% pour la France métropolitaine au premier trimestre à 7,3% au quatrième trimestre), cette trajectoire d'emploi se traduirait par une nouvelle hausse en 2024. En moyenne annuelle, le taux de chômage rebondirait ainsi à 7,6% en 2024 (après 7,1% les deux années précédentes), avant de se stabiliser globalement en 2025 (7,5% en moyenne).

Une productivité en berne : un diagnostic à relativiser

La productivité du travail (PIB par emploi ou PIB par heure travaillée) a beaucoup diminué en France par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire (2019), du fait de créations d'emplois plus dynamiques que l'activité. Cette baisse n'est pas spécifique à la France, mais elle y est particulièrement marquée. Elle est le fruit de facteurs communs à d'autres pays européens et temporaires, comme les phénomènes de rétention de main d'œuvre dans un contexte de marché du travail relativement tendu, mais aussi plus spécifiques et durables, comme la hausse du recours à l'apprentissage en France. En outre, elle s'accompagne d'une hausse du taux d'emploi et reflète avant tout une meilleure utilisation des ressources disponibles en main d'œuvre, avec l'entrée dans l'emploi de personnes auparavant écartées du marché

du travail (notamment les moins qualifiés), et est donc à relativiser. Dans un contexte de rebond économique et de ralentissement de l'emploi, la productivité apparente du travail se redresserait légèrement sur l'horizon de prévision, mais resterait inférieure à son niveau pré-Covid, en lien avec des facteurs relativement durables.

Des salaires qui ralentissent, mais progressent nettement et rattrapent enfin les prix

Les salaires nominaux ont commencé à accélérer en 2022, avec délai sur les prix. En termes réels, ils ont ainsi eu tendance à diminuer ces deux dernières années malgré des hausses nominales élevées, en raison de la forte inflation. Seul le SMIC a vu son pouvoir d'achat se maintenir (et même légèrement progresser) sur la période récente, en lien avec son indexation automatique sur l'inflation. Le salaire mensuel de base (SMB) a ainsi progressé de 4,3% en moyenne annuelle en 2023 (après +3,3% en 2022), mais il a diminué de 0,3% en 2023 (après -2,1% en 2022) une fois déflaté par l'IPC. Malgré le ralentissement des salaires nominaux en cours d'année 2023, leur hausse est toutefois passée au-dessus de l'inflation en fin d'année, de sorte que l'évolution des salaires réels est redevenue positive en glissement annuel : +0,1% pour le SMB (après -0,6% le trimestre précédent) et +0,6% pour les salaires négociés (après 0,0%) au quatrième trimestre 2023. Seul le salaire moyen par tête dans les branches marchandes non agricoles (SMPT BMNA) est toujours en baisse sur un an en termes réels (-0,6% au quatrième trimestre 2023 après -0,7%). Les salaires nominaux devraient rester relativement vigoureux en 2024 et 2025 (un peu plus de 3% par an), de sorte qu'avec la poursuite de la désinflation, les salaires devraient progresser en termes réels.

EMPLOI, PRODUCTIVITÉ, SALAIRES

LA REPRISE À L'HORIZON

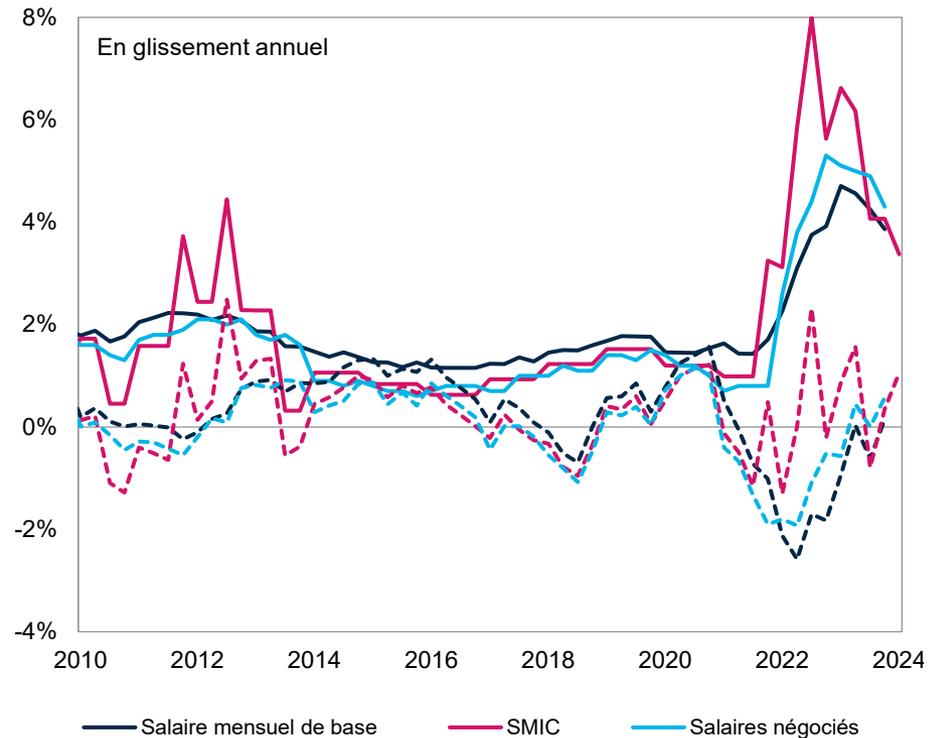
Le rebond du taux de chômage se poursuivrait en 2024 (France métropolitaine)



Dernières observations : T4 2023

Sources : Insee, prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

Sur un an, les salaires ralentissent en termes nominaux, mais ils rattrapent les prix en termes réels



NB : les pointillés représentent les évolutions réelles (salaires déflatés par l'IPC total). Données de fin de trimestre.

Derniers points : T1 2024 (SMIC et IPC), T4 2023 (SMB et salaires négociés)

Sources : Dares, Insee, Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

MÉNAGES

LA REPRISE À L'HORIZON

Un rebond à venir de la consommation, permis avant tout par la désinflation

La consommation des ménages en biens reste dégradée par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire (-4% en février 2024), avec donc des marges de rattrapage. En particulier, la consommation en énergie a nettement diminué par rapport à janvier 2020 (-6%), surtout celle de produits pétroliers (-9,5%), mais cela est plutôt positif : cela réduit notre dépendance aux importations énergétiques et va dans le sens de la transition écologique à amorcer. La consommation alimentaire est en nette diminution (-7,2%), malgré un léger rebond en février 2024 : cela est évidemment lié à la forte inflation alimentaire connue récemment. La consommation en textile est également en retrait (-6,6%). En revanche, certains postes de dépenses s'en tirent mieux, comme les biens durables (+1,8%).

Le processus de désinflation, déjà bien amorcé, devrait se poursuivre d'ici fin 2025. En particulier, l'inflation alimentaire (au sens de l'IPC), qui avait connu un pic en glissement annuel à 15,9% en mars 2023, s'établit à 1,7% en mars 2024 d'après les résultats provisoires. Les indicateurs avancés (prix de production et d'importation) indiquent que ce reflux devrait se poursuivre. L'inflation des produits manufacturés s'est pour sa part déjà totalement consumée : elle flirte avec 0% sur un an en mars 2024 (à 0,1%), après un pic atteint également en mars 2023, à 4,8%. Par ailleurs, les salaires nominaux devraient continuer de progresser nettement, et l'emploi resterait relativement résilient, comme vu plus haut. La combinaison de ces différents éléments soutiendrait le pouvoir d'achat des ménages, et donc leur consommation, qui serait le moteur de la reprise et de la croissance en 2024 et 2025. Le revenu disponible brut des ménages augmenterait en moyenne d'environ 3% par an en termes nominaux, et de 0,7% par an en termes réels sur l'horizon de prévision. La consommation des

ménages progresserait pour sa part de 1,3% en 2024 et 1,4% en 2025, contribuant pour 70% à la croissance annuelle en 2024, et 50% en 2025.

Un taux d'épargne qui resterait élevé, mais diminuerait légèrement

Le taux d'épargne des ménages est actuellement très élevé : proche de 18% fin 2023, il s'établit nettement au-dessus de son niveau d'avant la crise sanitaire (14% entre 2015 et 2018, et 15% en 2019). Ce taux d'épargne élevé est à mettre en regard de la forte inflation et de la forte incertitude géopolitique et économique récente. Il pourrait refluer légèrement d'ici fin 2025, ce qui contribuerait aussi au rebond de la consommation des ménages, mais resterait supérieur à son niveau pré-crise sanitaire (16,5% en moyenne en 2025). La récente baisse du solde d'opinion sur les opportunités d'épargner (qui reste à un niveau élevé) et la hausse de celui sur les opportunités d'effectuer des achats importants (qui reste à un niveau bas) dans les enquêtes de conjoncture soutiennent ce scénario.

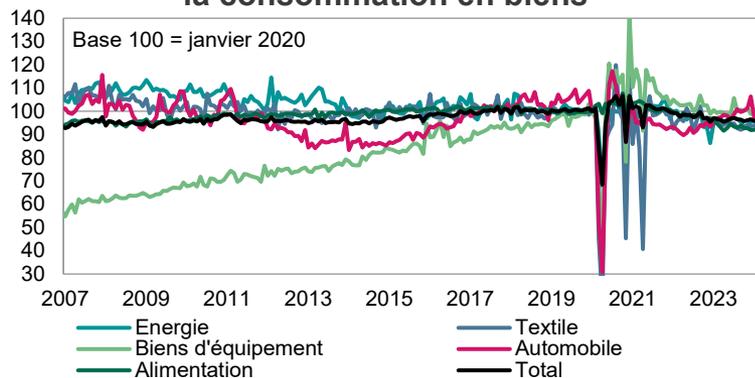
L'investissement des ménages resterait durablement en berne

L'investissement des ménages est en retrait depuis six trimestres consécutifs à fin 2023, et s'est contracté de 5,1% en moyenne annuelle en 2023 (après -1,3% en 2022). Il resterait fortement pénalisé par le resserrement passé des conditions financières en 2024, avec une nouvelle baisse de 3,7% en moyenne annuelle. La normalisation monétaire prévue devrait ensuite contribuer à une relative stabilisation en 2025 (+0,3% sur l'année), mais l'investissement des ménages ne connaîtrait pas de réelle reprise sur l'horizon de prévision.

MÉNAGES

LA REPRISE À L'HORIZON

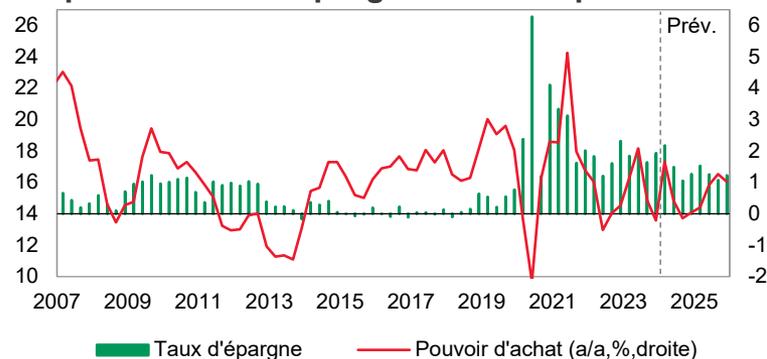
Des marges de rattrapage sur la consommation en biens



Derniers points : février 2024

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

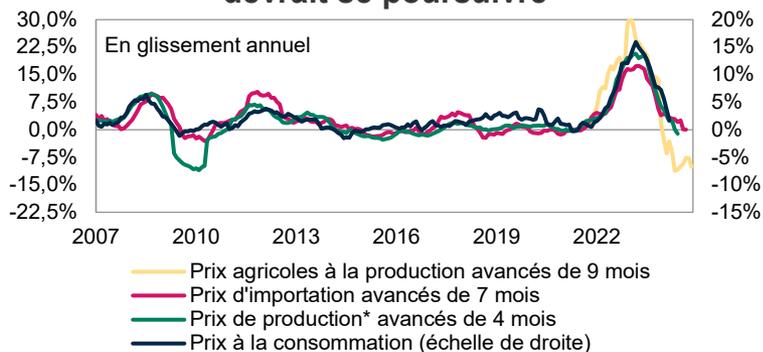
Le taux d'épargne refluerait légèrement et le pouvoir d'achat progresserait en prévision



Dernières observations : T4 2023

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

Le reflux de l'inflation alimentaire devrait se poursuivre

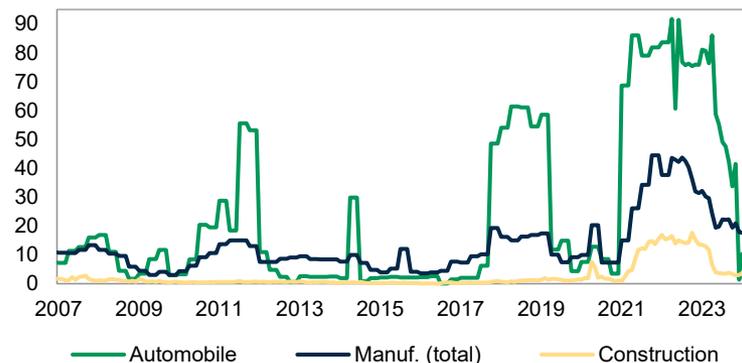


*Prix de production pour le marché domestique

Derniers points : mars 2024 (IPC, provisoire),
février 2024 (IPPAP et IPPPI)

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

Le reflux des contraintes d'approvisionnement participe au processus de désinflation



Derniers points : mars 2024

Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

ENTREPRISES

LA REPRISE À L'HORIZON

L'investissement resterait pénalisé en 2024 par le resserrement monétaire passé

L'investissement des entreprises est resté globalement résilient face au resserrement monétaire le plus rapide de l'histoire de la BCE. Il s'est contracté au dernier trimestre de l'année 2023 (-0,9%, après +0,3% le trimestre précédent), mais s'est ainsi inscrit en nouvelle progression en moyenne annuelle en 2023, malgré une décélération notable (+2,7%, après +3,9% en 2022). Le resserrement passé des conditions financières affecterait toutefois encore l'investissement des entreprises en 2024, qui se contracterait de 1% sur l'année. L'accumulation de capital des sociétés non financières entamerait une stabilisation en rythme trimestriel au deuxième semestre de l'année 2024.

La normalisation monétaire et les besoins structurels permettraient un rebond de l'investissement en 2025

L'investissement des entreprises ne connaîtrait de reprise qu'en 2025, permise par le relatif desserrement des conditions monétaires, avec une progression annuelle de 1,7%. Celle-ci serait tirée par les besoins structurels liés à la double transition (numérique et écologique) et par le rebond de l'activité. L'investissement des entreprises en construction resterait en revanche relativement déprimé, en lien avec des changements structurels et notamment le développement du télétravail.

Un taux de marge élevé en moyenne

Le taux de marge des entreprises se situe en moyenne fin 2023 à un niveau élevé en perspective historique. Le taux de marge des sociétés non financières est ainsi proche de 33% fin 2023, contre moins de 32% en moyenne sur l'année 2018 (année de référence pré-crise pour le taux de marge). Des divergences sectorielles persistent toutefois : le taux de marge est particulièrement élevé en perspective historique dans le secteur de l'énergie, mais aussi l'agroalimentaire. Dans l'agro-alimentaire, ce niveau élevé fait toutefois suite à une période où le taux de marge s'était contracté (lorsque le prix des matières premières avait bondi), et une forme de normalisation semble s'être amorcée sur les derniers trimestres disponibles. En revanche, le taux de marge est particulièrement dégradé dans les services, et surtout dans l'hébergement-restauration. En prévision, le taux de marge diminuerait légèrement en moyenne en lien avec la hausse des salaires nominaux, mais il resterait à un niveau confortable en perspective historique. En termes sectoriels, il pourrait toutefois diminuer dans les secteurs où il est très élevé (typiquement l'agroalimentaire) et augmenter dans les secteurs où il est actuellement particulièrement faible (l'hébergement-restauration où de fortes marges de rattrapage persistent). La hausse du taux de marge dans ces derniers secteurs pourrait résulter de l'élimination des entreprises les moins productives (forme de destruction créatrice).

ENTREPRISES

LA REPRISE À L'HORIZON

Un rattrapage du nombre de défaillances conjugué à d'importantes créations

La hausse du nombre de défaillances d'entreprises qu'on observe depuis 2022 est particulièrement marquée. Celle-ci résulte toutefois en premier lieu d'une forme de normalisation et de rattrapage, après une période où les défaillances d'entreprises avaient été particulièrement peu nombreuses (2020-2021). En effet, les soutiens publics massifs mis en place pendant la crise sanitaire ont protégé relativement uniformément l'ensemble des entreprises, indépendamment de leur viabilité économique. En outre, des modifications de procédures ont pu retarder les déclarations de cessation de paiement. La hausse des défaillances d'entreprises s'explique aussi par le ralentissement économique récent, mais même de ce point de vue, n'est pas forcément mauvais signe : le renouvellement du tissu économique est une bonne chose, les entreprises les plus productives et innovatrices subsistant aux autres. En outre, cette hausse du nombre de défaillances d'entreprises est concomitante avec des créations d'entreprises très dynamiques depuis la crise sanitaire. Celles-ci peuvent donc aussi expliquer la hausse du nombre de défaillances d'entreprises, du fait d'un bassin plus large d'entreprises existantes. Elles sont aussi le signe d'un renouvellement du tissu productif. La hausse du nombre de défaillances d'entreprises, particulièrement marquée pour les entreprises de taille intermédiaire, peut toutefois marquer fortement les esprits, notamment en raison d'un poids économique et en termes d'emploi important liée à la taille de ces entreprises.

ENTREPRISES

LA REPRISE À L'HORIZON

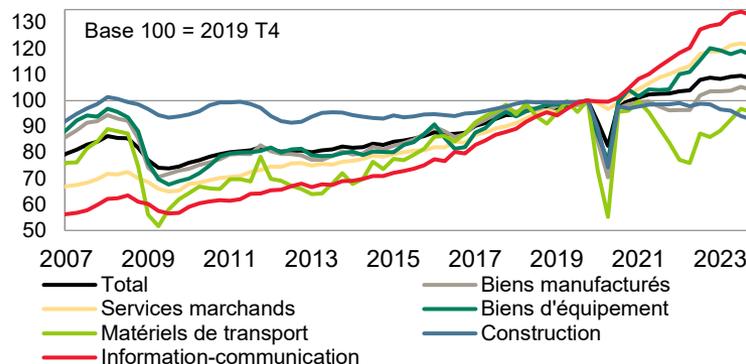
Les sociétés non financières ont vu leur coût de financement s'envoler (flux nouveaux)...



Derniers points : janvier 2024

Sources : Banque de France, Crédit Agricole S.A./ECO

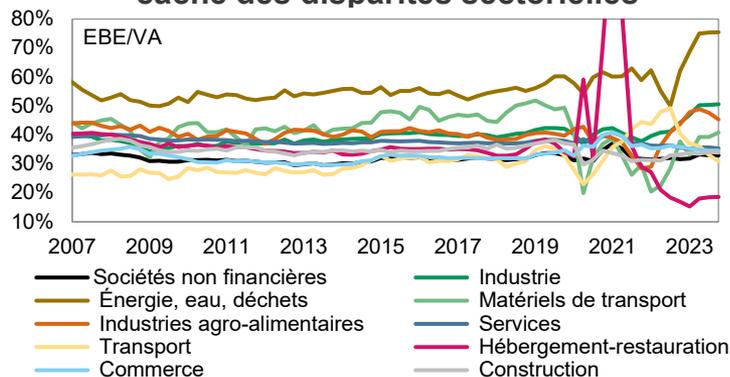
...ce qui affecte leur investissement, qui à long terme est stimulé par la double transition



Derniers points : T4 2023

Sources : Insee, Calculs Crédit Agricole S.A./ECO

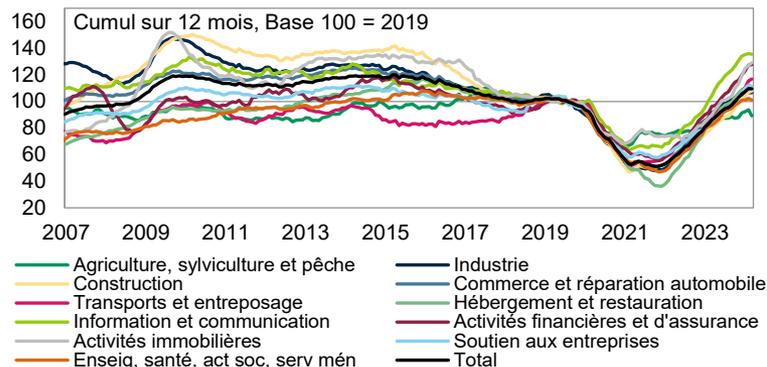
Le taux de marge est élevé en moyenne, ce qui cache des disparités sectorielles



Derniers points : T4 2023

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

Le rebond des défaillances d'entreprises concerne l'ensemble des secteurs d'activité



Derniers points : mars 2024

Sources : Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

COMMERCE EXTÉRIEUR

LA REPRISE À L'HORIZON

Hors effet d'acquis, les exportations évolueraient globalement en ligne avec les importations

La contribution du commerce extérieur à la croissance trimestrielle a rebondi fin 2023, en lien avec une baisse des importations, tandis que les exportations se sont maintenues. En prévision, les exportations progresseraient, du fait notamment du rebond de la demande adressée et des marges de rattrapage importantes existant dans le secteur aéronautique. Les importations seraient toutefois également en hausse, en lien avec le rebond de la consommation des ménages en biens. Ainsi, en prévision, exportations et importations évolueraient globalement en ligne. Le commerce extérieur contribuerait toutefois à la croissance annuelle en 2024 (à hauteur de 0,4 point) en raison d'un fort effet d'acquis à fin 2023. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait ensuite négligeable en 2025 (-0,1 point).

Les finances publiques ont dérapé en 2023

Les premiers résultats des comptes nationaux des administrations publiques de l'année 2023 ont récemment été publiés. Le déficit public a augmenté à 5,5% du PIB (après 4,8% en 2022), alors que la prévision du gouvernement était de 4,9% à l'automne dernier. Si des rumeurs couraient déjà sur une non-réalisation de cette cible inscrite dans le PLF pour 2024, ce chiffre est un revers pour le gouvernement, dont la trajectoire de finances publiques à horizon 2027 avait déjà été jugée « peu ambitieuse » par le Haut conseil des finances publiques en septembre dernier et par la Commission européenne en novembre. La dette publique diminue ainsi seulement à 110,6% du PIB fin 2023 (après 111,9% fin 2022), contre une prévision du gouvernement à l'automne sous la barre des 110% (à 109,7%). La surprise est surtout venue des recettes publiques, avec un ralentissement plus marqué que celui des dépenses en 2023, et une progression cette fois bien inférieure à celle du PIB en valeur, contrairement à l'année précédente. En particulier, les recettes de TVA décélèrent fortement, l'impôt sur les sociétés recule nettement, et l'impôt sur le revenu des personnes physiques n'augmente que légèrement en lien notamment avec l'indexation de son barème sur l'inflation. Le taux de prélèvements obligatoires s'établit à un niveau similaire à la période pré-Covid, à 43,5% du PIB (en baisse par rapport à 2022). Du côté des dépenses, leur hausse est inférieure à celle des prix en 2023, de sorte qu'elles diminuent en termes réels et en proportion du PIB (à 57,3%), bien que le ratio demeure supérieur à celui de la période pré-Covid (55,2% du PIB en 2019). Dans le détail, les dépenses de fonctionnement ont fortement progressé en lien avec une forte hausse des consommations intermédiaires et notamment des prix de l'énergie, alors que les rémunérations versées ne progressent que faiblement. Les prestations sociales accélèrent, en particulier les prestations sociales indexées sur l'inflation, au premier rang desquelles les retraites, alors que les prestations de santé sont pour leur part stables (certaines hausses étant compensées par la baisse des dépenses liées au Covid). Les subventions ralentissent, avec notamment la fin des aides aux entreprises liées au Covid. Les dépenses de soutien aux entreprises et

aux ménages face à la hausse des prix de l'énergie (boucliers tarifaires) se stabilisent. Malgré les recommandations de la Commission européenne de retirer dès que possible ces dispositifs, la France a en effet fait le choix de maintenir (du moins en partie) cette protection, contrairement à d'autres pays européens. L'extinction de ces mesures devrait contribuer à la réduction du déficit public en 2024. L'investissement public est par ailleurs resté dynamique en 2023, et la charge d'intérêts de la dette a diminué (à 1,8% du PIB), du fait d'un moindre coût des titres indexés sur l'inflation.

Des économies à trouver

Le gouvernement va devoir trouver de « bonnes » économies pour les années à venir, faute de quoi il faudra tabler sur les recettes, et donc une hausse de la fiscalité (qui semblait jusque-là une piste exclue), si la France veut avoir une chance de revenir un jour dans les clous européens. À court terme, ce petit dérapage devrait cependant avoir peu d'incidence sur le coût de financement de la dette publique française, et notamment le *spread* de taux souverains avec le Bund allemand (l'Allemagne a pour sa part d'autres problèmes actuellement), les marchés ayant déjà intégré progressivement une perception du risque plus élevée et une dégradation éventuelle de la note de la dette française par les agences de notation qui semble de plus en plus plausible.

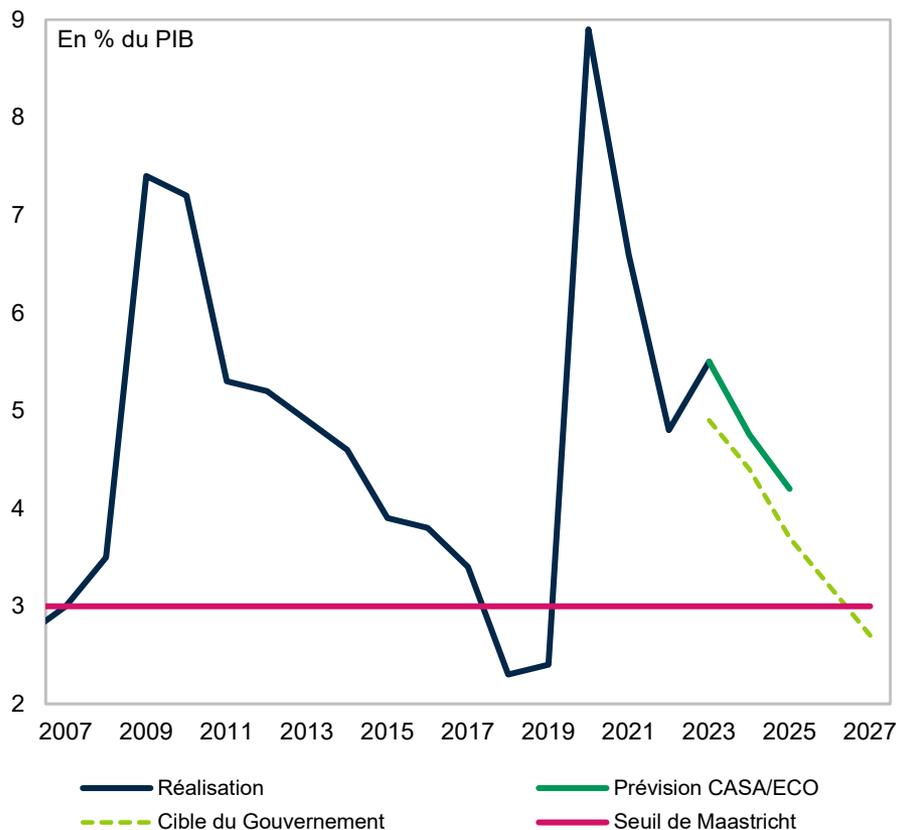
Des marges de manœuvre de plus en plus limitées

L'incidence est à long terme. À l'heure où le financement de la transition écologique et de l'adaptation au changement climatique (mais aussi de la numérisation, qui pourrait être source de gains de productivité en France) doit devenir prioritaire et devra aussi reposer sur des fonds publics (notamment en raison de l'existence d'externalités), les marges de manœuvre deviennent encore plus limitées. Par ailleurs, rappelons-le, une dette a pour vocation d'être remboursée : ce sont donc les ménages et les entreprises d'aujourd'hui (mais sans doute davantage ceux de demain) qui devront y contribuer.

FINANCES PUBLIQUES

LA REPRISE À L'HORIZON

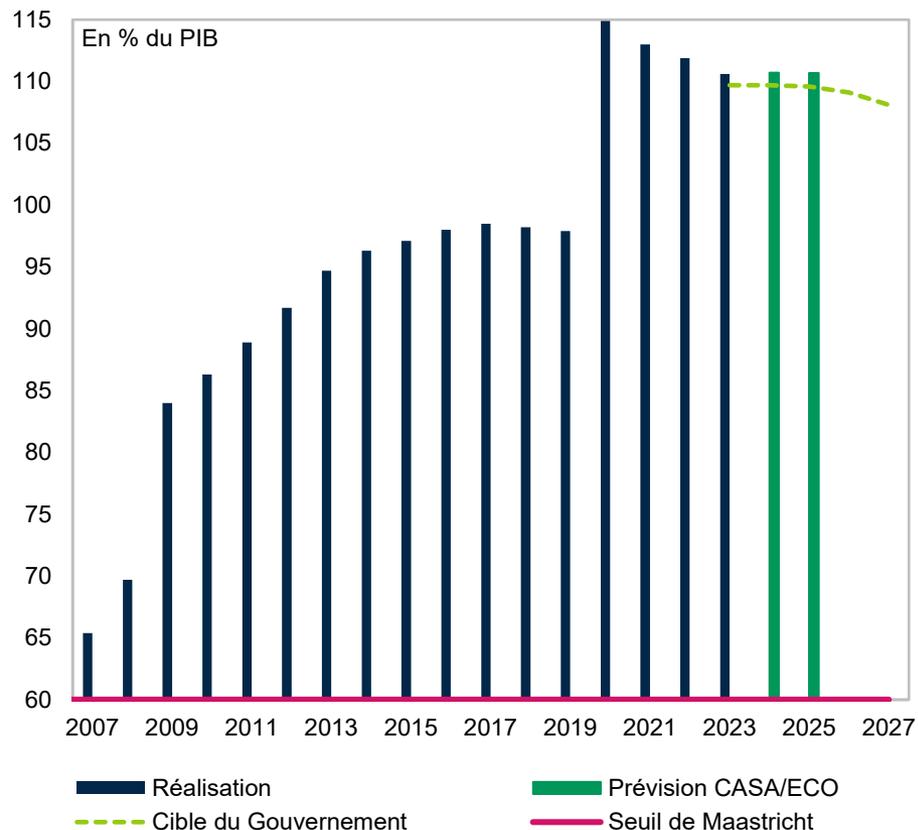
Le déficit des administrations publiques n'est pas prêt de repasser sous les 3% du PIB



Dernières observations : 2023

Sources : Insee, PLF 2024 et PLPFP 2023-2027 révisé, Crédit Agricole S.A./ECO

La dette publique resterait proche de 110% du PIB dans les années à venir

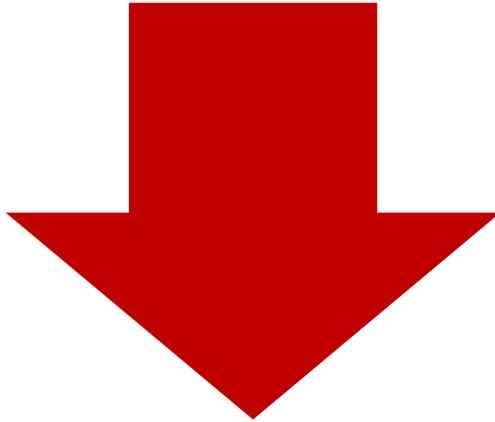


Dernières observations : 2023

Sources : Insee, PLF 2024 et PLPFP 2023-2027 révisé, Crédit Agricole S.A./ECO

RISQUES

LA REPRISE À L'HORIZON



Risques à la baisse sur l'activité

Aggravation des tensions géopolitiques

Comportement des ménages (épargne +) et des entreprises (investissement -)

Économies budgétaires dans un contexte de finances publiques dégradées

Croissance faible chez les partenaires commerciaux

Impact retardé du resserrement monétaire



Risques à la hausse sur l'activité

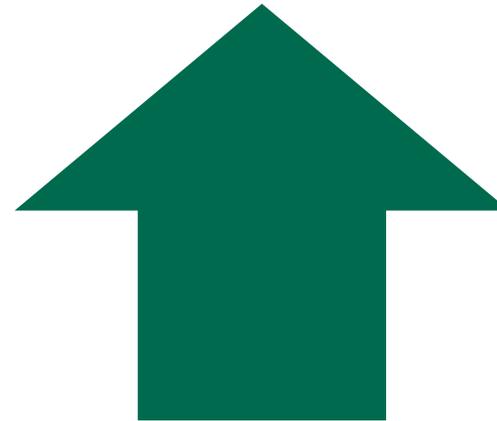
Poursuite rapide de la désinflation

Gains de pouvoir d'achat des salaires

Maintien de l'emploi

Comportement des ménages (épargne -) et des entreprises (investissement +)

Assouplissement rapide des conditions de financement



ANNEXE 1

LA PRÉVISION EN DÉTAIL

	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, %	2,5	0,9	0,9	1,3	-0,1	0,3	0,6	0,0	0,0	0,6	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4
Demande intérieure hors stocks contribution au PIB, pp	2,4	0,8	0,7	1,3	-0,5	0,3	0,9	0,1	-0,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4
Consommation des ménages a/a, t/t, %	2,1	0,6	1,3	1,4	-1,3	0,7	0,5	-0,4	0,2	0,0	0,5	0,0	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3
Consommation publique a/a, t/t, %	2,5	0,5	0,9	0,7	0,4	-0,5	0,3	0,6	-0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investissement a/a, t/t, %	2,4	1,2	-1,0	1,4	0,3	0,4	2,3	0,4	-0,5	0,3	0,2	-0,8	-0,5	-0,3	0,0	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7
Variation des stocks contribution au PIB, pp	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	0,3	0,5	0,2	-0,3	-0,4	0,5	-0,3	-0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Exportations nettes contribution au PIB, pp	-0,7	0,5	0,4	-0,1	0,0	-0,5	-0,6	0,2	0,5	0,0	-0,1	0,8	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations a/a, t/t, %	7,4	1,5	1,9	1,8	1,7	-1,1	3,3	0,3	-1,8	2,7	-0,7	0,0	0,6	0,5	0,8	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4
Importations a/a, t/t, %	8,8	-0,1	0,5	1,9	1,5	0,4	4,7	-0,5	-3,1	2,5	-0,4	-2,3	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Inflation (IPC) a/a, %	5,2	4,9	2,5	2,1	3,7	5,3	5,8	6,1	6,0	5,2	4,7	3,7	2,9	2,5	2,5	2,3	2,2	2,0	1,9	2,2
Inflation (IPCH) a/a, %	5,9	5,7	2,8	2,0	4,2	5,9	6,5	7,0	7,0	6,1	5,5	4,2	3,1	2,7	2,8	2,5	2,3	2,0	1,8	2,0
Taux de chômage France hors Mayotte, %	7,3	7,3	7,9	7,8	7,4	7,4	7,3	7,1	7,1	7,2	7,5	7,5	7,8	8,0	8,0	7,8	7,9	7,8	7,8	7,7
Taux de chômage France métropolitaine %	7,1	7,1	7,6	7,5	7,2	7,2	7,1	6,9	6,9	7,0	7,2	7,3	7,5	7,7	7,7	7,5	7,6	7,5	7,5	7,4
Solde budgétaire % du PIB	-4,8	-5,5	-4,8	-4,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique % du PIB	111,9	110,6	110,7	110,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

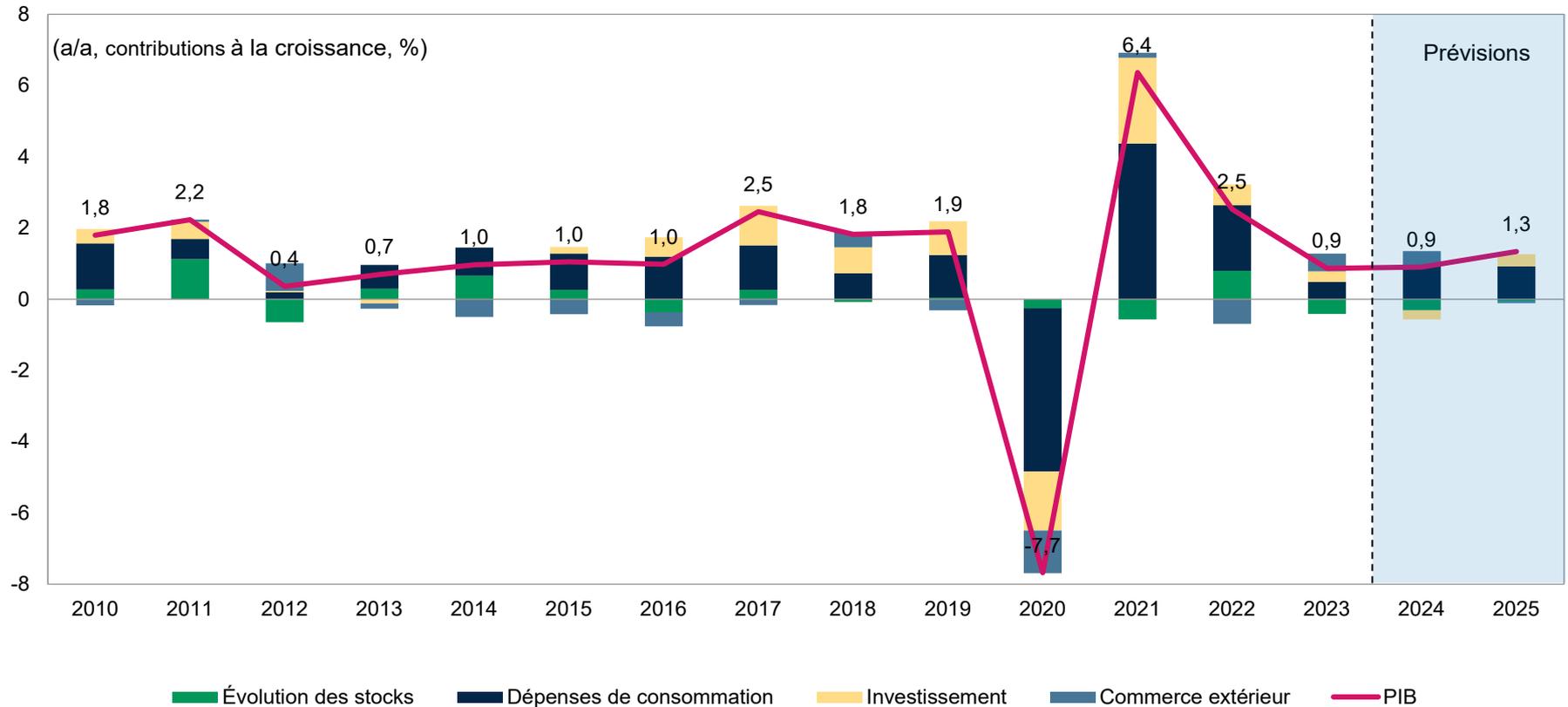
Dernières observations : T4 2023

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

ANNEXE 1

LA PRÉVISION EN DÉTAIL

Une croissance tirée par la consommation en prévision



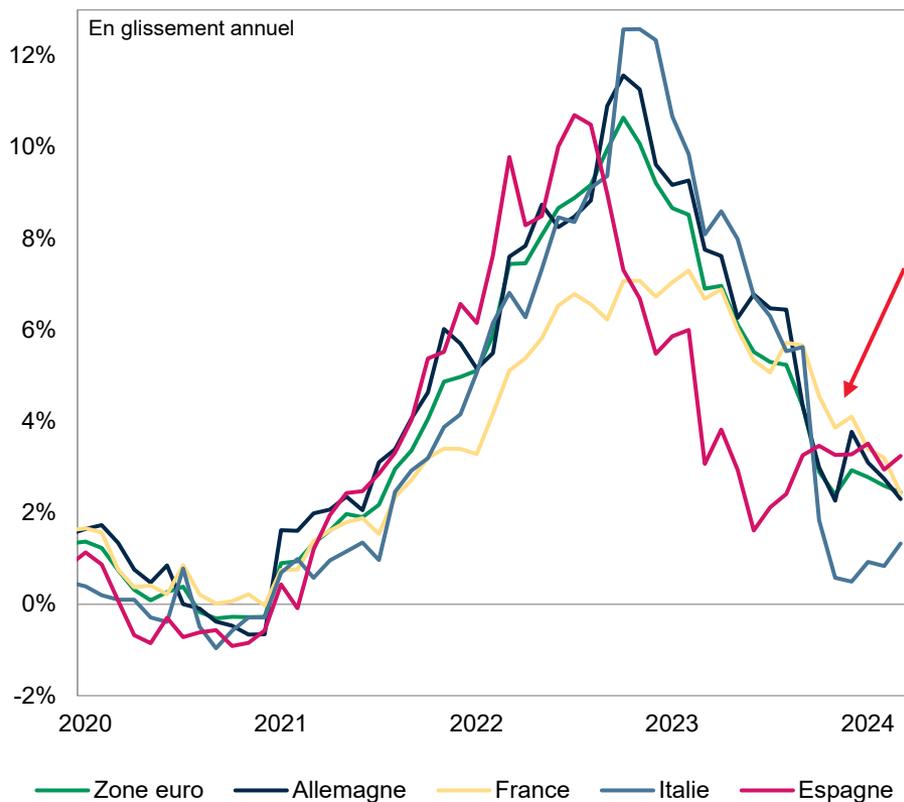
Dernières observations : 2023

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

ANNEXE 2

INFLATION COMPARATIVE EN ZONE EURO : UNE INFLATION PLUS LISSÉE DANS LE TEMPS EN FRANCE

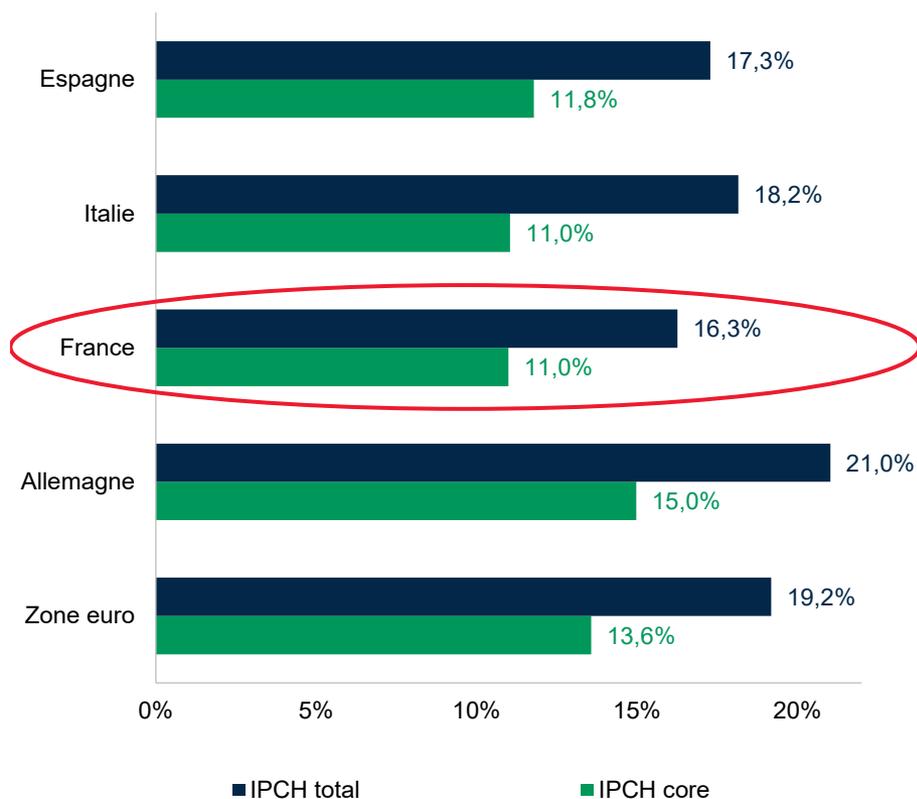
Une inflation harmonisée (IPCH) en glissement annuel plus lissée dans le temps en France



Derniers points : mars 2024 (flash)

Sources : Eurostat, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

Une inflation (totale et sous-jacente) plus faible en France en cumul entre janvier 2020 et février 2024

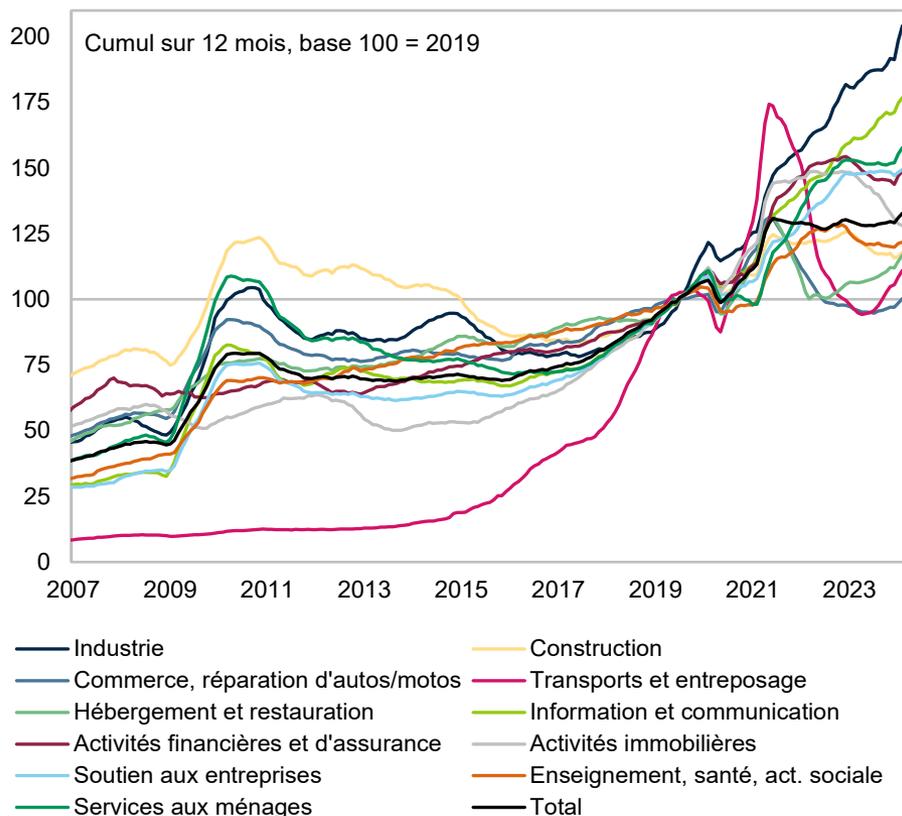


Sources : Eurostat, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

ANNEXE 3

DES CRÉATIONS D'ENTREPRISES NOMBREUSES, UNE HAUSSE DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES PARTICULIÈREMENT MARQUÉE POUR LES ENTREPRISES DE TAILLE INTERMÉDIAIRE

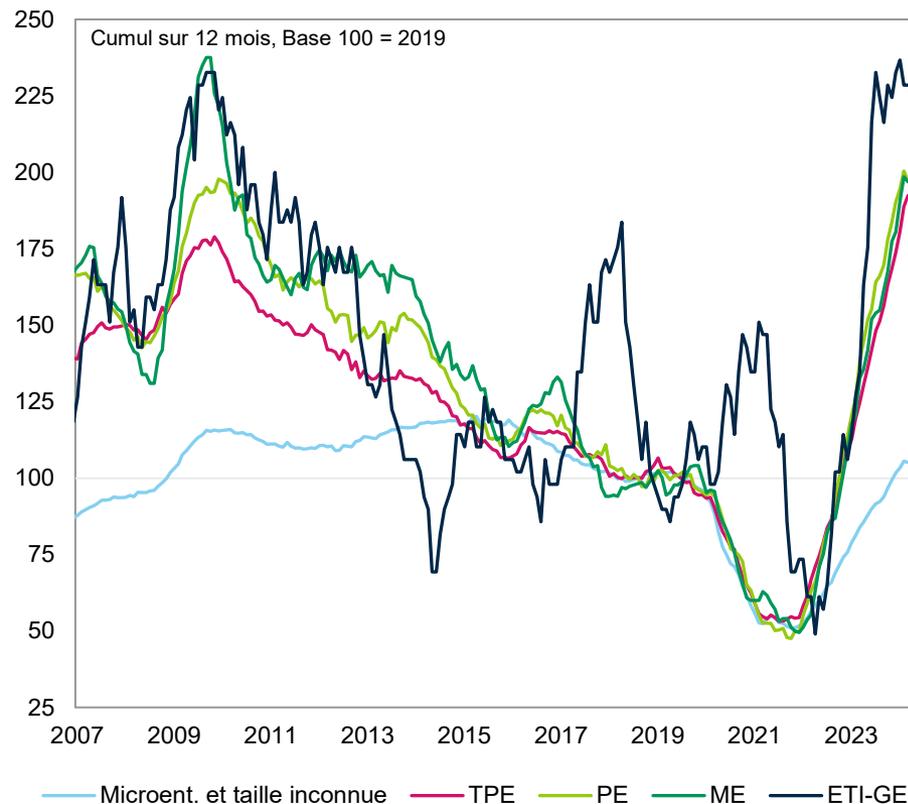
Les créations d'entreprises ont été très dynamiques depuis 2021



Derniers points : février 2024

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

La hausse des défaillances d'entreprises est particulièrement forte pour les ETI



Derniers points : mars 2024

Sources : Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
10/04/2024	Royaume-Uni – Le marché immobilier voit le bout du tunnel	Royaume-Uni
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

PICARD Marianne

+33 1 57 72 53 71 1 

marianne.picard@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.