



**Pierre Benadjaoud**

# FRANCE SCÉNARIO 2023-2024

## L'ACTIVITÉ PLIE MAIS NE ROMPT PAS

Avril 2023

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



# SOMMAIRE

1

Synthèse

2

Les tendances récentes de l'activité

3

Notre scénario 2023-2024

4

Focus – Inflation, le repli sera lent

## DE NOMBREUX VENTS CONTRAIRES

Malgré le souffle d'une inflation qui emporte les gains de revenu sur son passage, la croissance française résiste jusqu'à présent. Certes, la consommation a fléchi en fin d'année, en particulier dans l'alimentaire qui subit une hausse des prix d'environ 15% sur un an mais la croissance est tout juste restée positive au quatrième trimestre 2022. Au total, la croissance atteint 2,6% en 2022, après +6,8% en 2021.

Elle ralentira toutefois en 2023 et atteindrait 0,6%, avant d'accélérer légèrement à 1,1% en 2024. Ce ralentissement sans effondrement est le résultat de forts vents contraires. D'un côté, l'inflation restera élevée et le pouvoir d'achat des ménages devrait reculer cette année, ce qui pèsera sur la demande domestique. Le resserrement monétaire réduit la capacité d'emprunt des ménages et devrait également contribuer au freinage de l'investissement des entreprises. De l'autre, les politiques de soutien restent fortes, le bouclier tarifaire est maintenu dans une large mesure, la fiscalité pesant sur les entreprises continue à être réduite et d'importants crédits budgétaires restent disponibles dans le cadre des plans de relance. De plus, les contraintes d'offre qui ont plombé la production de certains secteurs s'estompent peu à peu. De quoi permettre à la croissance de plier sans pour autant plonger en récession marquée.

D'importantes incertitudes continuent toutefois de peser sur notre scénario, les

tensions géopolitiques, les décisions de production de pétrole de l'OPEP et l'évolution du conflit entre l'Ukraine et la Russie peuvent fortement peser sur les prix de l'énergie et même s'il a jusqu'à présent été évité, un nouvel envol des prix ne peut pas être exclu. Au niveau domestique, les tensions sociales entourant la réforme des retraites ne devraient avoir qu'un effet très limité sur la croissance au regard de l'impact économique des précédentes grèves et mouvements sociaux. Toutefois, elles pourraient compliquer la tâche du gouvernement et réduire sa capacité à réformer quel que soit le sujet.

### Principales composantes du scénario :

- **La consommation des ménages** a chuté en fin d'année 2022 du fait d'économie d'énergies mais également de réductions des achats de biens (notamment alimentaires). La croissance de la consommation serait faible en 2023, du fait d'un léger repli du pouvoir d'achat et d'un taux d'épargne qui restera élevé. Même si l'inflation a probablement passé son pic en début d'année, elle ne refluera que lentement au second semestre et la reprise de la consommation sera limitée.
- **L'investissement des entreprises** est resté soutenu jusqu'à présent. Les entreprises ont pour la plupart pu reconstituer leurs marges après avoir partiellement absorbé les hausses de

coûts au premier semestre 2022 et leur situation de trésorerie reste bonne. Malgré ces éléments positifs, l'accès au financement risque d'être plus délicat en 2023, la hausse des taux commencera à peser sur l'investissement qui ne devrait pas s'écrouler mais ralentir tout au long de l'année.

- **L'inflation** devrait avoir atteint son pic en février. Elle resterait élevée tout au long du deuxième trimestre et l'inflation sous-jacente continuerait de progresser, alors que la diffusion des hausses de coûts aux prix de vente se poursuit. Toutefois, la croissance des prix à la production et du prix des biens importés a déjà nettement ralenti. En outre, nous ne constatons toujours pas de boucle prix-salaires. L'inflation devrait donc être amenée à ralentir au second semestre 2023 et en 2024.
- **Le commerce extérieur** a nettement pesé sur la croissance en 2022. La hausse du prix des biens importés et l'appréciation du dollar américain face à l'euro pèsent sur la compétitivité des entreprises exportatrices européennes. Le déficit commercial en biens devrait toutefois être moins important en 2023 et certaines industries importantes pour nos exportations, comme l'aéronautique, devraient progressivement monter en charge.

# SYNTHÈSE

## CROISSANCE FAIBLE ET LENT REPLI DE L'INFLATION

### Les principaux chiffres de notre scénario

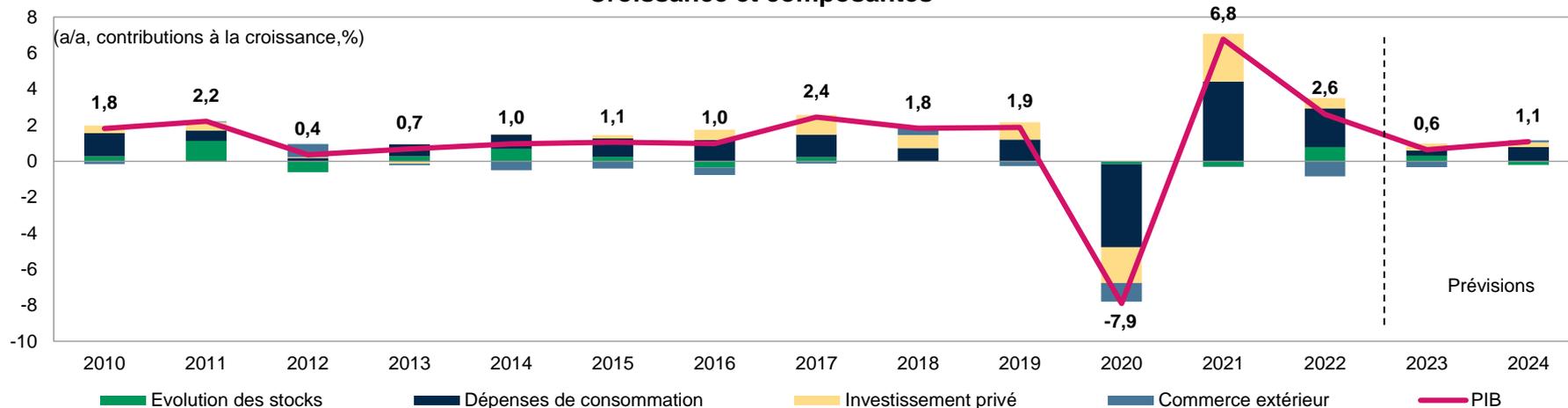
France	2020	2021	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	-7,9	6,8	2,6	0,6	1,1
Consommation des ménages	-6,8	5,2	2,7	0,1	1,3
Investissement	-8,4	11,3	2,3	1,6	1,0
Investissement des entreprises	-8,1	11,8	3,4	3,1	1,1
Variation des stocks*	-0,2	-0,3	0,8	0,3	-0,2
Exportations nettes*	-1,0	0,0	-0,8	-0,3	0,1
<b>Taux de chômage (Insee)</b>	7,8	7,7	7,1	7,2	7,4
<b>Inflation (a/a) Insee</b>	0,5	1,6	5,2	5,4	3,2
<b>Dette publique (% PIB)</b>	115,0	112,8	111,8	112,6	113,2
<b>Solde public (% PIB)</b>	-9,0	-6,5	-4,7	-5,3	-5,0

Variation trimestrielle (t/t, %)															
2020				2021				2022				2023			
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
-5,6	-13,6	18,4	-0,9	0,1	1,1	3,3	0,6	-0,2	0,5	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
-5,3	-11,6	18,2	-5,5	0,5	1,2	5,4	0,6	-1,0	0,6	0,4	-1,2	0,2	0,3	0,3	0,4
-9,6	-14,3	24,2	2,5	0,7	2,0	0,5	-0,3	0,3	0,3	2,3	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3
-9,2	-14,3	24,8	1,8	1,4	1,7	0,8	-0,1	0,2	0,5	3,7	0,7	0,3	0,2	0,2	0,3
0,58	0,28	-1,85	0,81	0,29	-0,44	-0,74	0,86	0,01	0,26	0,43	0,15	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
-0,3	-1,4	0,4	0,7	-0,5	0,2	0,4	-0,8	0,2	-0,2	-1,1	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0
7,6	7,0	8,8	7,9	8,0	7,7	7,8	7,3	7,1	7,2	7,1	7,0	7,1	7,2	7,2	7,3
1,2	0,3	0,3	0,1	0,7	1,4	1,7	2,7	3,7	5,3	5,8	6,1	6,0	5,5	5,5	4,8

\* Contributions à la croissance du PIB

Sources : Crédit Agricole SA/ECO, prévisions

### Croissance et composantes



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

# SOMMAIRE

1 Synthèse

2 | Les tendances récentes de l'activité

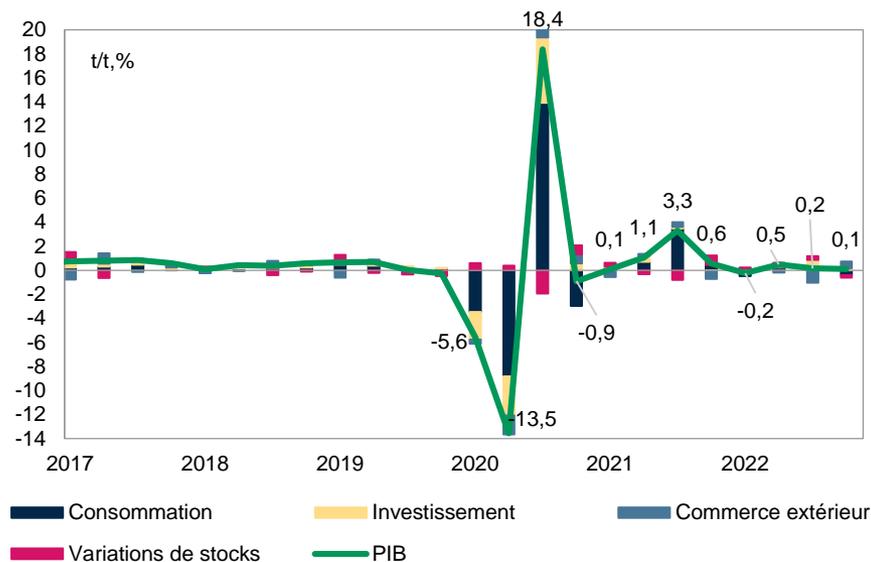
3 Notre scénario 2023-2024

4 Focus – Inflation, le repli sera lent

# LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

## LA CROISSANCE RESTE POSITIVE MALGRÉ LE RECUIL DE LA CONSOMMATION

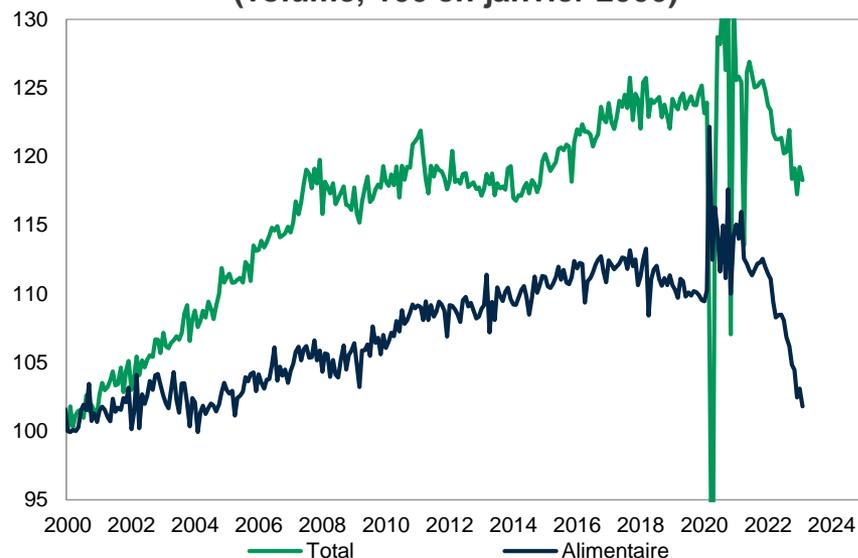
### Croissance du PIB et contributions



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

La croissance française a résisté et est restée légèrement positive en fin d'année 2022, portée en premier lieu par des exportations dynamiques au T4. En revanche, la demande intérieure a déjà commencé à ralentir et la consommation des ménages s'est même contractée de 1,2% au T4 par rapport au trimestre précédent. Si les efforts de sobriété énergétique, les grèves dans les raffineries et une météo clémente pour la saison ont contribué à la baisse de la consommation avec une contraction de 10% de la consommation d'énergie, ce n'est pas le seul facteur explicatif du freinage de la demande. En effet, l'évolution des prix et une inflation autour de 6% sur un an au T4 2022 pèsent lourdement sur les décisions d'achat des

### Consommation des ménages en biens (volume, 100 en janvier 2000)



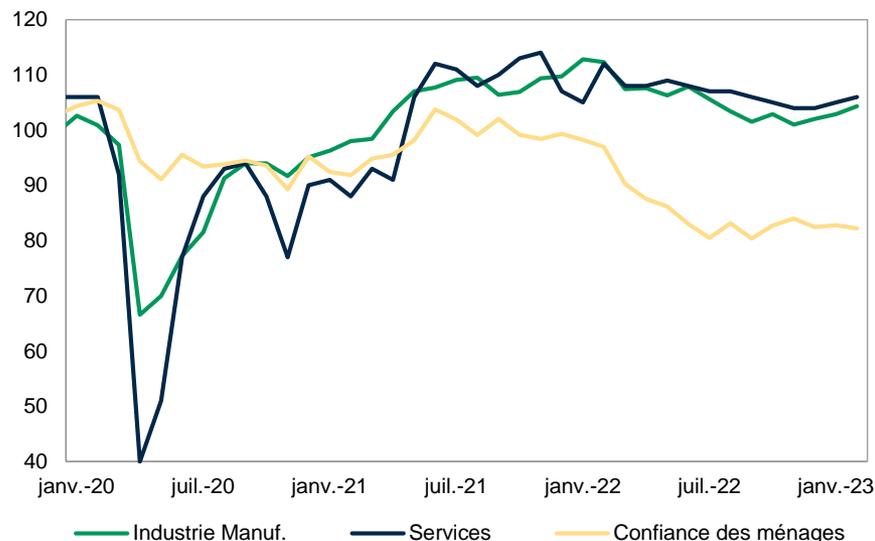
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

ménages. Les secteurs où l'inflation est la plus élevée sont d'ailleurs les premiers touchés et la consommation alimentaire s'est effondrée, reculant de 2,7% au T4 par rapport au T3. Cette tendance baissière de la consommation de biens se confirme d'ailleurs en début d'année et la consommation de biens alimentaires était, en février 2023, seulement 1,8% supérieure à son niveau de janvier 2000 et 8,3% inférieure à son niveau de février 2022. Cela ne veut pas dire que dans l'ensemble les Français ont cessé de se nourrir, mais plutôt qu'ils réduisent leurs achats de produits assez chers (viandes, par exemple, produits frais) ou qu'ils descendent en gamme en privilégiant, par exemple, les marques distributeurs, comme l'indique une étude récente de l'Insee.

# LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

## DEMANDE MODÉRÉE ET CONTRAINTES D'OFFRE EN RECUL PROGRESSIF

### Climat des affaires et confiance des ménages

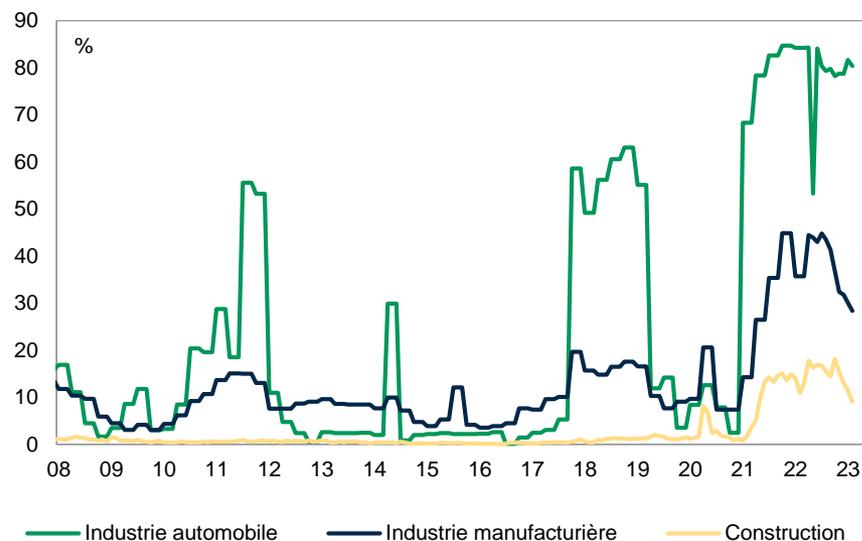


Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

Le recul de la demande intérieure constaté en fin d'année 2022 se confirme dans les enquêtes de confiance des ménages. La confiance des ménages s'est certes stabilisée au cours des derniers mois, mais reste dégradée. En détail, même si les craintes du chômage sont toujours relativement basses, les ménages se montrent particulièrement inquiets dans un contexte d'incertitude et de hausse des prix. Ainsi, ils affichent une claire préférence pour l'épargne et n'envisagent pas d'effectuer d'achats importants.

À l'inverse et de façon relativement surprenante, le climat des affaires résiste selon les chefs d'entreprises. Dans l'industrie, les contraintes

### Entreprises dont l'activité est limitée par les contraintes d'approvisionnement



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

d'offre qui ont longtemps limité l'activité dans de nombreux secteurs semblent se résorber progressivement. En outre, les entreprises semblent avoir réussi à répercuter en bonne partie la hausse des coûts de production sur les prix de vente et les carnets de commande, notamment en provenance de l'étranger, restent remplis. Dans les services, le climat des affaires reste également relativement favorable. L'inflation des services reste plus modérée et la baisse de la demande est moins prononcée dans le secteur. Cette tendance pourrait toutefois évoluer si les consommateurs sont contraints de réduire leur consommation de certains services pour assurer certaines dépenses essentielles.

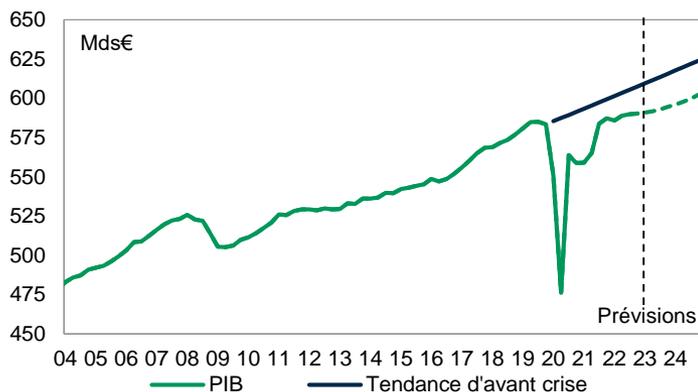
# SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Les tendances récentes de l'activité
- 3 | Notre scénario 2023-2024
- 4 Focus – Inflation, le repli sera lent

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

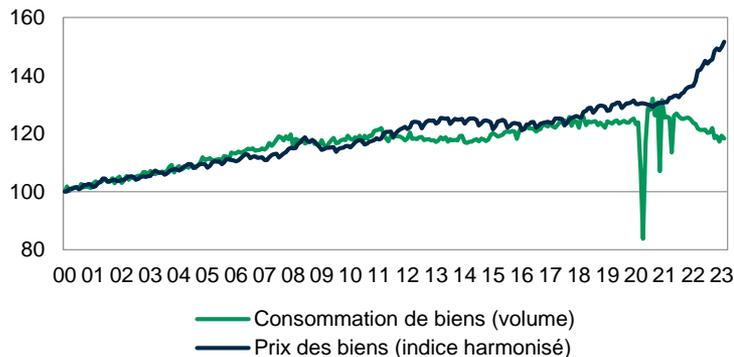
## RÉCESSION ÉVITÉE MAIS PAS DE REDÉMARRAGE EN VUE

### PIB trimestriel



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

### Consommation et prix des biens, Janvier 2000=100



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

La résistance de l'activité en fin d'année 2022 a été principalement liée au dynamisme des exportations, alors que les importations ont baissé au T4. Les stocks de gaz ont été remplis dès l'été pour limiter les risques de pénurie et de rupture d'approvisionnement. Les raffineries ont été bloquées par les grèves du mois d'octobre et la conjonction entre les efforts de sobriété, un climat plutôt doux pour la saison et des stocks élevés ont permis de réduire les importations d'énergie.

Ces éléments ne doivent toutefois pas masquer la faiblesse de la demande domestique. La consommation de biens est particulièrement affectée, et l'inflation, qui atteint 15% sur les biens alimentaires, pèse sur les dépenses des ménages. La relative stabilité du pouvoir d'achat au niveau macro-économique masque en réalité d'importantes disparités entre ménages. Une partie d'entre eux sont particulièrement exposés à l'inflation, car une large part de leur revenu est consacrée aux dépenses alimentaires et énergétiques. Certains ménages ont vu leur revenu protégé par l'indexation du SMIC sur l'inflation ou la revalorisation des prestations sociales (qui incluent les retraites), mais dans l'ensemble, les hausses de salaire ne couvrent pas celles des prix. Ainsi, le moral des ménages reste à un niveau assez bas, et la prudence reste de mise.

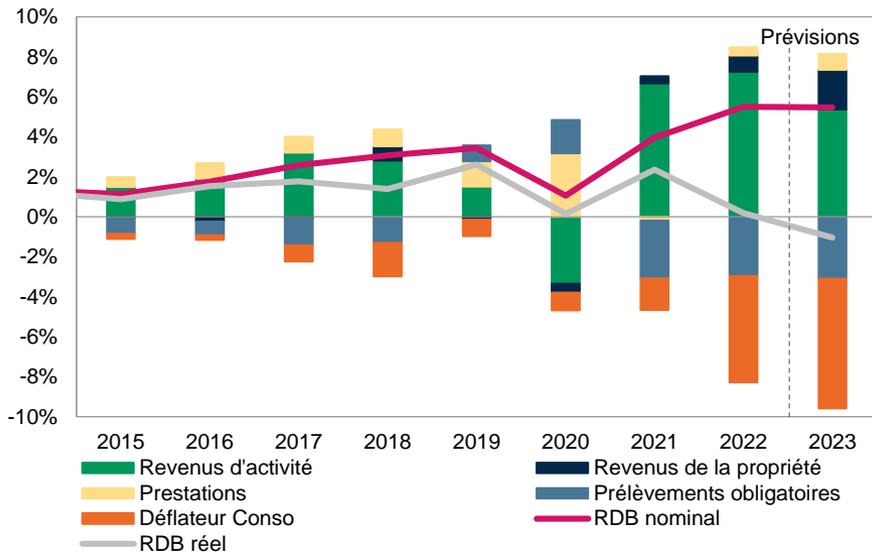
Nous nous dirigeons ainsi vers une croissance faible au cours des trimestres à venir. L'inflation devrait avoir passé son pic, mais ne refluerait que lentement à partir du second semestre. Si la consommation pouvait alors redémarrer progressivement, c'est l'investissement des entreprises, jusqu'ici dynamique, qui pourrait alors ralentir. En effet, depuis 2020, l'investissement des sociétés non financières a été largement soutenu par les dispositifs budgétaires, comme le plan de relance, mais aussi et surtout par des conditions de financement particulièrement avantageuses. Le resserrement monétaire et la rapide hausse des taux d'intérêt rendent l'accès au financement plus coûteux (pour le crédit et surtout pour les titres obligataires), ce qui risque de peser sur l'investissement.

Enfin, une forte incertitude entoure l'évolution des prix de l'énergie dans les années à venir. Sans une résolution du conflit opposant la Russie et l'Ukraine, l'Europe risque de continuer à payer son énergie plus cher que les autres grandes zones géographiques. Ce déficit de compétitivité va limiter la croissance pendant plusieurs années, à moins que les sujets de souveraineté européenne, de réindustrialisation en France et de transition énergétique ne prennent le dessus et ne s'accompagnent de plans d'investissement massifs. Nous en sommes encore loin, et si la récession technique devait être évitée en début d'année, l'activité économique en France devrait rester durablement inférieure à sa tendance d'avant-pandémie.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## BAISSE DU POUVOIR D'ACHAT ET INFLATION PÈSENT SUR LA CONSOMMATION

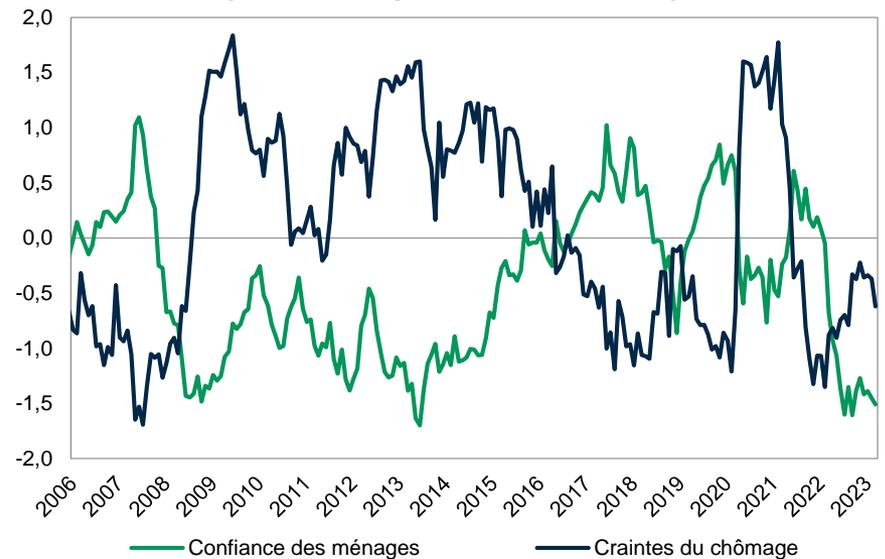
### Croissance du pouvoir d'achat et contributions



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

Le pouvoir d'achat a en moyenne été préservé en 2022 et n'a que légèrement baissé de 0,2% par unité de consommation, c'est-à-dire en tenant compte des évolutions démographiques. Les dispositifs publics de soutien ont joué un rôle important dans cette stabilité par l'intermédiaire du bouclier tarifaire et de la loi pouvoir d'achat. Toutefois, cette stabilité au niveau macro-économique cache d'importantes disparités entre ménages. En effet, différentes caractéristiques comme le lieu d'habitation affectent l'inflation perçue par les ménages et le revenu n'a pas progressé uniformément. Les prestations sociales ont certes été revalorisées et le SMIC est indexé sur l'inflation mais, en moyenne, les salaires ne suivent pas l'évolution du niveau des prix. Face à une inflation encore élevée, en l'absence de nouveau coup de pouce et malgré le maintien en grande partie du bouclier tarifaire, le pouvoir d'achat devrait reculer d'environ 1% en 2023.

### Confiance des ménages (soldes d'opinion normalisés)



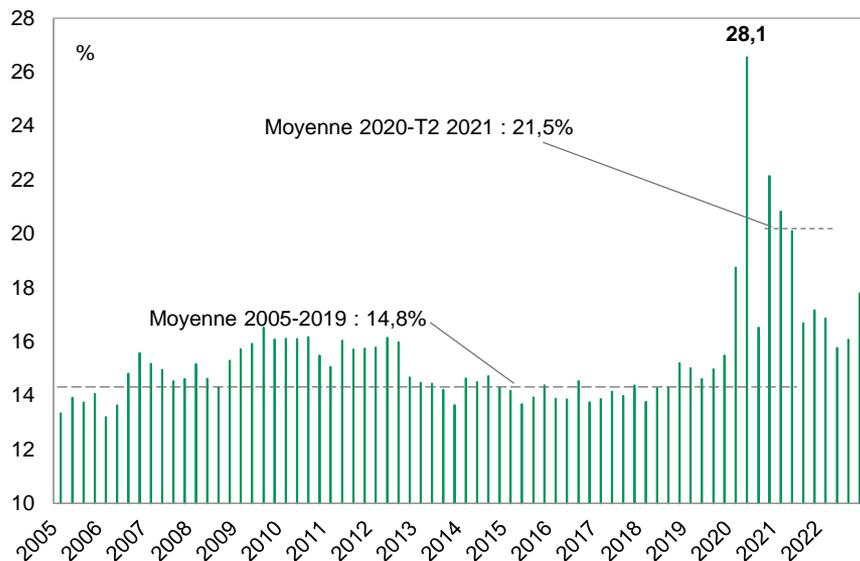
Sources : Insee, Crédit Agricole S.A. / ECO

Cela joue évidemment sur les comportements des ménages qui choisissent de réduire leur consommation dans un contexte inflationniste qui pèse sur l'évolution future de leur situation financière. Nous attendons toutefois un rebond de la consommation d'énergie en début d'année après la baisse marquée intervenue en fin d'année 2022. La consommation alimentaire resterait en revanche en berne et le potentiel de croissance de la consommation de services s'essouffle. En outre, la prudence reste de mise puisque les gains de revenus réalisés au second semestre 2022 ont en grande partie été épargnés plutôt que consommés. Ainsi, après avoir progressé de 2,7% en 2022, la consommation des ménages serait presque stable en 2023 (+0,1%) et repartirait modérément en 2024 (+1,3%), malgré le recul plus prononcé de l'inflation.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## PRUDENCE ET EFFET D'ENCAISSES RÉELLES, LES HAUSSES DE REVENU SONT ÉPARGNÉES

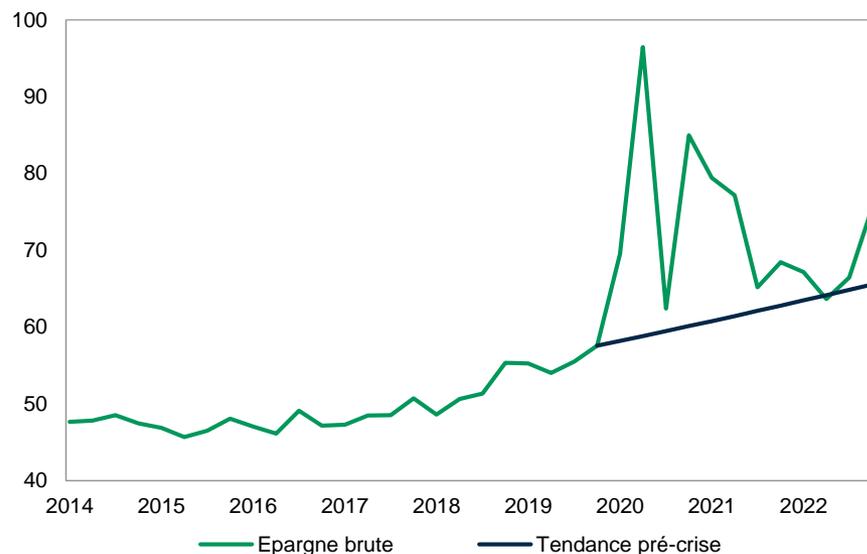
### Taux d'épargne des ménages



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

Alors que la loi pouvoir d'achat mais également les versements assez importants de la PPV (prime de partage de la valeur) ont soutenu le revenu des ménages au second semestre 2022, les tensions inflationnistes ont pesé sur leur consommation. Malgré un rebond du pouvoir d'achat, les ménages sont donc restés prudents et ont épargné en grande partie ce surplus de revenu. Alors que l'épargne s'était rapprochée de sa tendance d'avant-crise en début d'année, elle est donc repartie à la hausse. Ces phénomènes peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs. Tout d'abord, l'incertitude entourant l'évolution des prix pèse sur la confiance des ménages qui décident de se montrer excessivement prudents. Ensuite, les ménages choisissent de préserver le pouvoir d'achat futur de leur épargne, notamment pour

### Flux trimestriels d'épargne brute (Mds€)



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

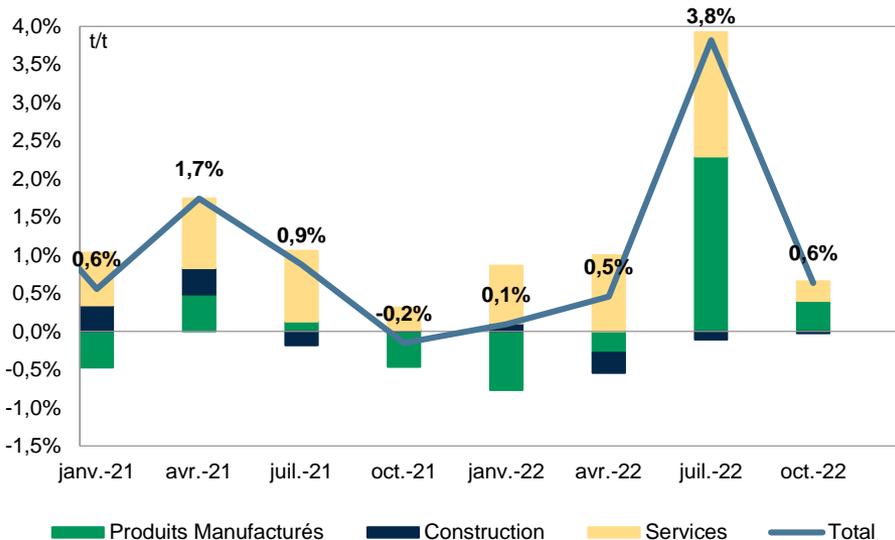
faire face à leurs dépenses essentielles dans le futur. Dans un contexte inflationniste, il faut donc épargner davantage pour maintenir sa consommation future en volume, c'est l'effet Pigou, ou effet d'encaisses réelles. Enfin, alors que l'accès au crédit devient plus difficile, la constitution d'un surplus d'épargne peut venir renforcer un éventuel apport en préparation d'un projet immobilier.

Le taux d'épargne pourrait toutefois être entamé en 2023. Avec la baisse à venir du pouvoir d'achat, certains ménages devraient puiser dans leur matelas d'épargne pour limiter le recul de la consommation et faire face à la hausse des prix. Le taux d'épargne, encore très élevé en 2022, 16,6%, serait ainsi réduit à 15,7% en 2023.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## VERS UN RALENTISSEMENT DE L'INVESTISSEMENT DES SNF

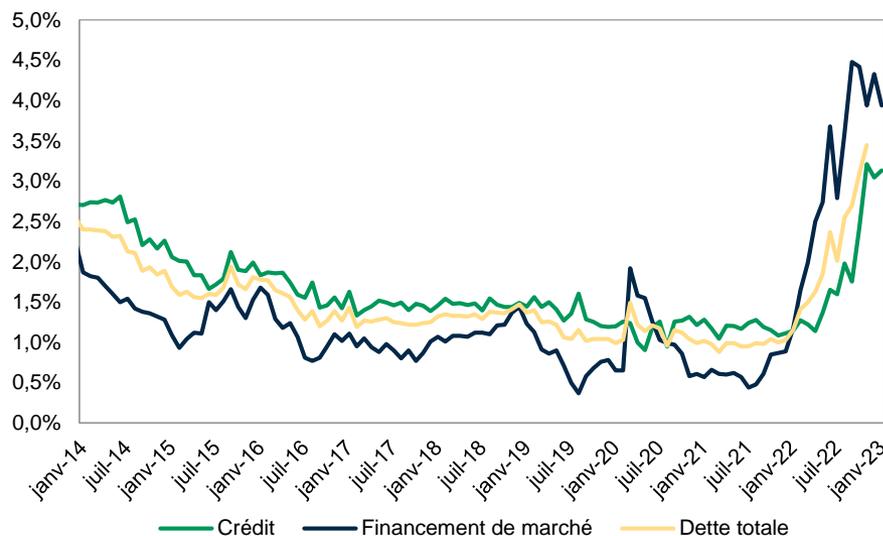
### Croissance de l'investissement des SNF et contributions



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

Le resserrement monétaire entamé en 2022 et la rapide remontée des taux d'intérêt n'a pas empêché l'investissement des sociétés non financières de rester dynamique en 2022 avec une croissance de 3,3%, après 11,8% en 2021. L'investissement des SNF dépasse désormais de près de 9% son niveau d'avant-pandémie. En 2022, l'investissement en construction a toutefois ralenti assez nettement, pénalisé notamment par la hausse du prix des matériaux de construction. Il a, en revanche, rebondi au second semestre dans les produits manufacturés. En effet, les contraintes d'offre se dissipent progressivement dans d'importants secteurs industriels, comme la fabrication de matériels de transports et de biens d'équipements. En outre, le dynamisme de l'investissement dans les services et la propriété intellectuelle ne se dément pas.

### Coût de financement



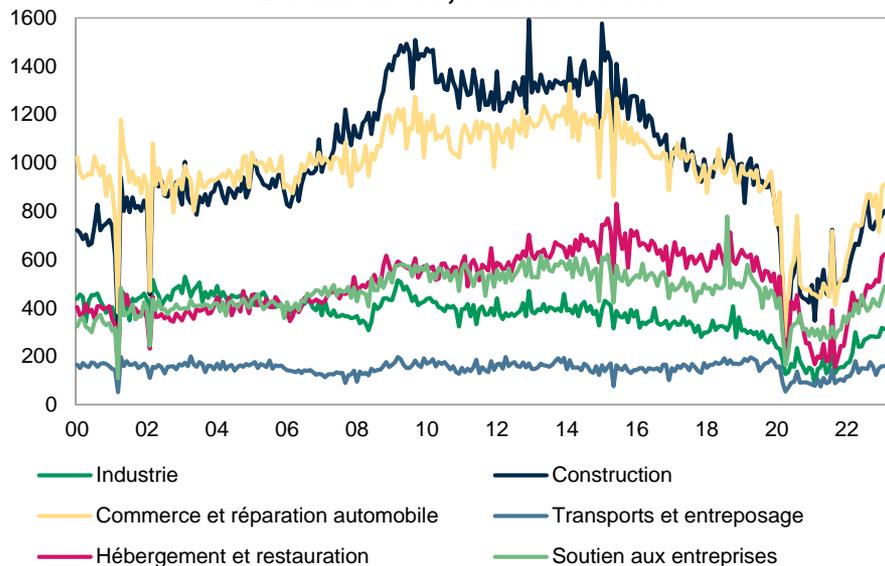
Sources : Banque de France, Crédit Agricole S.A. / ECO

Cette tendance à la hausse de l'investissement pourrait toutefois s'infléchir au cours des trimestres à venir. Sans parler de retournement ou de contraction de l'investissement, nous nous attendons toutefois à un ralentissement assez net. Même si la profitabilité des entreprises reste bonne avec une remontée du taux de marge dans de nombreux secteurs, signe que les hausses de coûts ont généralement pu se transmettre aux prix de vente, la hausse des taux pourrait pénaliser l'investissement. La politique monétaire se transmet avec un certain retard à l'économie réelle et devrait commencer à peser sur les capacités de financement des entreprises. Le financement obligataire est désormais plus coûteux pour les grandes entreprises et l'accès au crédit bancaire risque d'être plus difficile. Au total, la croissance de l'investissement des SNF atteindrait 3,1% en 2023 (également grâce à un solide acquis de croissance hérité du second semestre 2022) et 1,1% en 2024.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## ATTENTION À LA REMONTÉE DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES

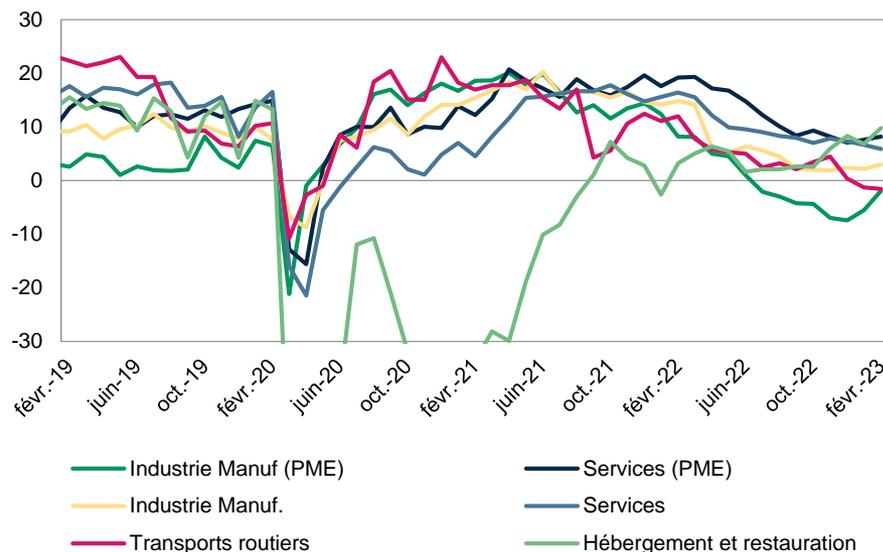
### Défaillances, flux mensuels



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

La remontée des défaillances se poursuit en France et le nombre de défaillances devrait dépasser celui d'avant la pandémie en 2023. Pour paraphraser la Banque de France, nous n'anticipons toutefois pas de « mur de faillites » dans les mois à venir. La remontée des défaillances est en premier lieu un retour à la normale. En effet, l'abondance de soutiens publics mis en place pendant la crise sanitaire a protégé l'ensemble des entreprises sans distinction, y compris des entreprises « zombies », maintenues artificiellement en vie pendant deux ans et désormais contraintes de mettre la clé sous la porte. Certaines entreprises souffrent également du contexte inflationniste actuel et du resserrement de l'accès au financement alors que les prêts garantis par l'État octroyés en 2020 et 2021 doivent désormais être peu à peu remboursés. Toutefois, la proportion d'entreprises vulnérables reste relativement faible. Dans l'ensemble, les réserves de trésorerie des

### Soldes d'opinion sur la situation de trésorerie



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

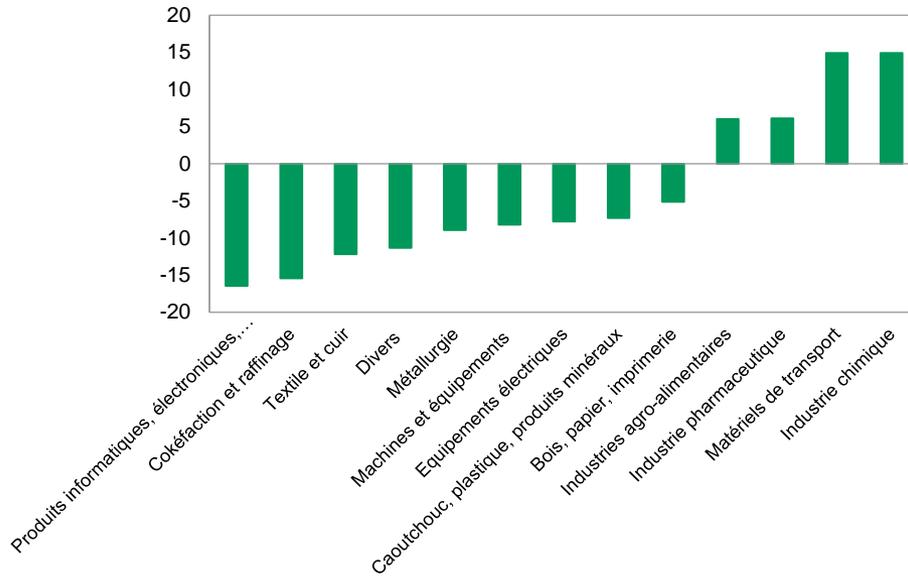
sociétés restent abondantes et peuvent servir à faire face à la hausse des coûts pour les entreprises n'ayant pas réussi à augmenter leurs prix de ventes. Ces réserves peuvent aussi permettre à certaines entreprises de se désendetter, alors que l'accès au crédit devient plus difficile. Les données d'enquêtes auprès des chefs d'entreprise semblent d'ailleurs confirmer ces éléments avec des soldes d'opinion sur la situation de trésorerie toujours relativement bien orientés malgré une baisse en 2022.

Si le risque de dérapage du nombre de défaillances semble modéré, la hausse des faillites restera à surveiller. Certains secteurs semblent particulièrement exposés notamment dans les services comme l'hôtellerie-restauration et également dans le BTP/immobilier neuf, où le pouvoir de fixation des prix est plus limité et où les entreprises ont été contraintes de réduire leurs marges face à la hausse des coûts.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## DÉGRADATION DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET PERTE DE COMPÉTITIVITÉ

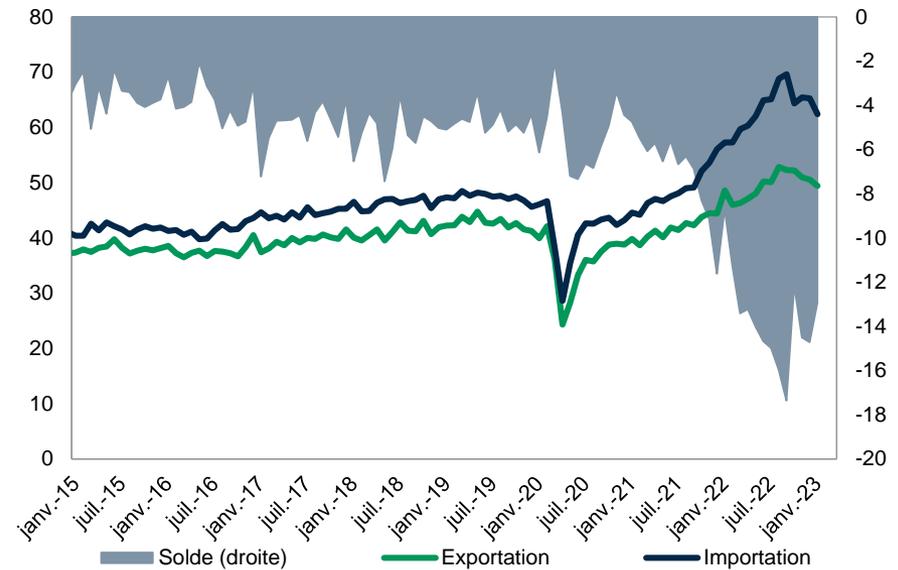
### Solde commercial par branches (valeur, Mds €, 2019)



Sources : Douanes, Crédit Agricole SA/ ECO

En 2022, le solde commercial de la France en biens s'est nettement détérioré en raison de l'augmentation plus rapide des prix des biens importés, en particulier de l'énergie, par rapport à celui des exportations. Cette situation a également été aggravée par l'appréciation du dollar face à l'euro. Même en volume, les importations ont progressé plus rapidement que les exportations et le commerce extérieur a eu un impact négatif de 0,8 point sur la croissance du PIB en 2022. La dégradation durable de la compétitivité-coût en Europe, due à l'augmentation des prix des biens importés, en particulier de l'énergie, pourrait pénaliser les exportations

### Commerce de biens (données mensuelles, Mds €)



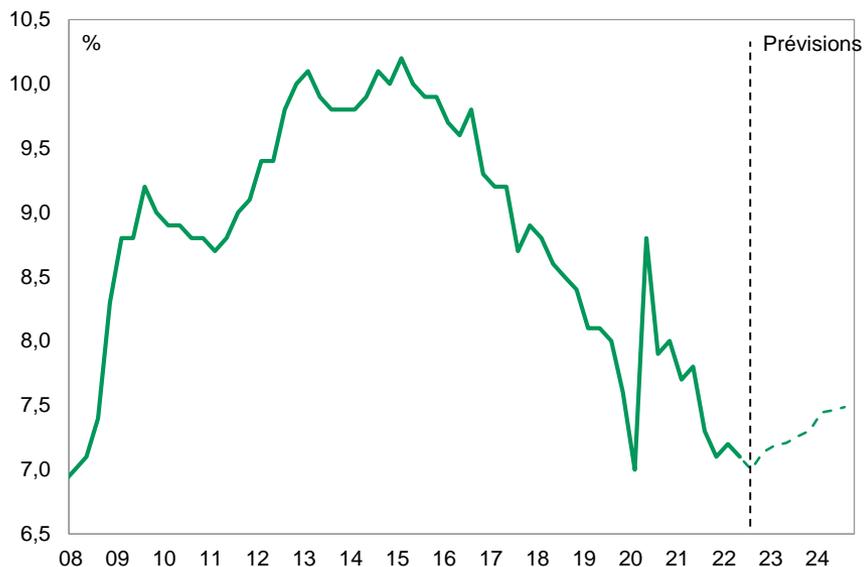
Sources : Douanes, Crédit Agricole SA/ ECO

françaises et européennes à plus long terme, du moins tant que la guerre en Ukraine ne sera pas résolue. Malgré cela, la spécificité des exportations françaises pourrait avoir un potentiel de croissance légèrement plus favorable que celui de l'Allemagne ou de l'Italie. La fin des politiques « zéro Covid » en Asie pourrait permettre à certains touristes de revenir en France et la reprise de la production du secteur aéronautique en 2023, l'un des principaux excédents commerciaux de la France, pourrait améliorer le solde commercial en biens, même si la montée en production du secteur est jusqu'à présent plus lente que prévu.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## L'EMPLOI RESTE DYNAMIQUE, JUSQU'À QUAND ?

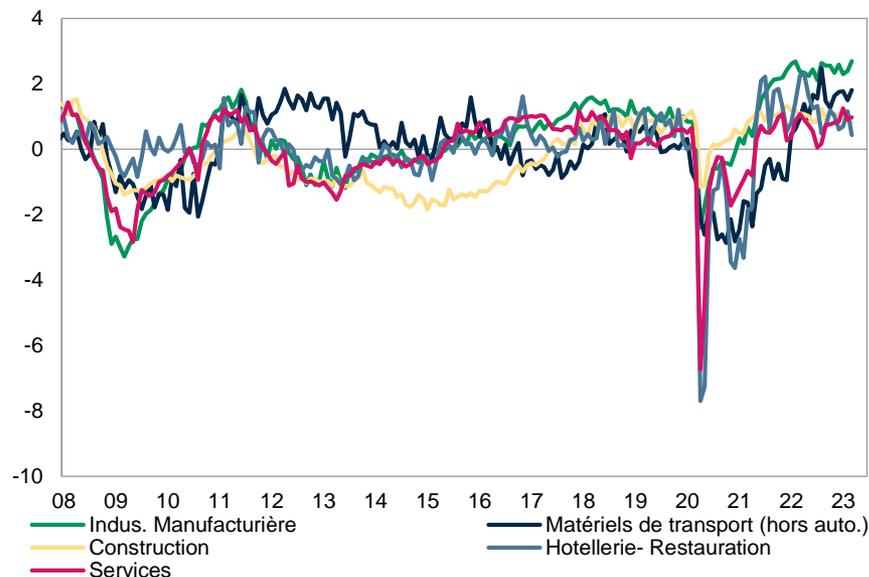
### Taux de chômage (France métropolitaine)



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

Même si le ralentissement de la croissance a déjà commencé, le marché du travail continue de montrer une résilience presque surprenante. Plus étonnant encore, les intentions d'embauche des entreprises restent à des niveaux élevés, alors que la France compte désormais plus d'un million de personnes en emploi de plus qu'avant la crise sanitaire, soit une augmentation de 4,2% de l'emploi total, bien que le PIB ne soit que 1,2% supérieur à son niveau du T4 2019. Une partie de ce phénomène et du recul de la productivité par tête peut s'expliquer par la forte progression de l'apprentissage qui facilite l'insertion professionnelle des jeunes par des emplois très

### Intentions d'embauche (indicateurs normalisés)



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

subventionnés. Il est également possible que certaines entreprises aient conservé leur main-d'œuvre, même si leur activité reste inférieure à son niveau d'avant-crise, en anticipation d'un redémarrage et pour éviter d'avoir à recruter sur un marché du travail tendu.

Toutefois, alors que les entreprises risquent de réduire la voilure en terme d'investissement face à une demande atone, nous envisageons un ralentissement du rythme des embauches. Le taux de chômage pourrait d'ailleurs remonter progressivement dans les trimestres à venir, après avoir atteint 7,1% en moyenne en 2022 en métropole.

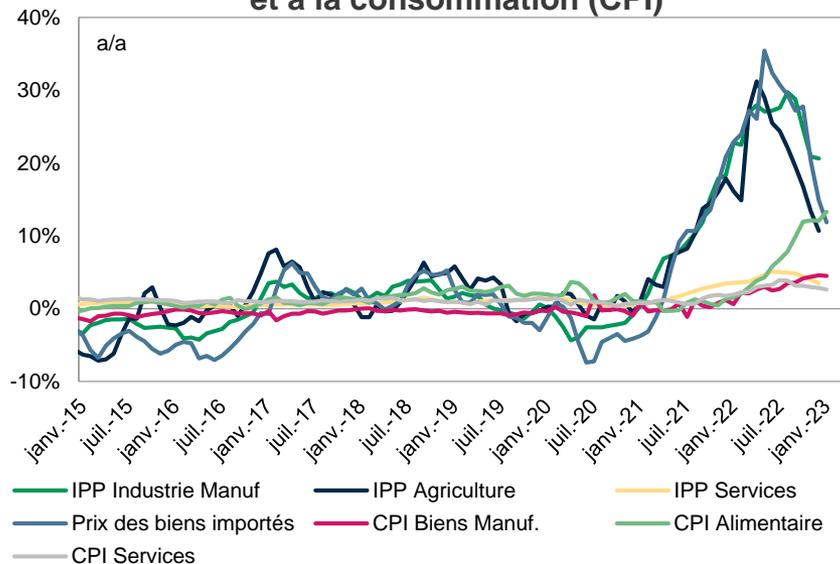
# SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Les tendances récentes de l'activité
- 3 Notre scénario 2023-2024
- 4 | Focus – Inflation, le repli sera lent

# FOCUS INFLATION

## VERS UN LENT REFLUX DE L'INFLATION

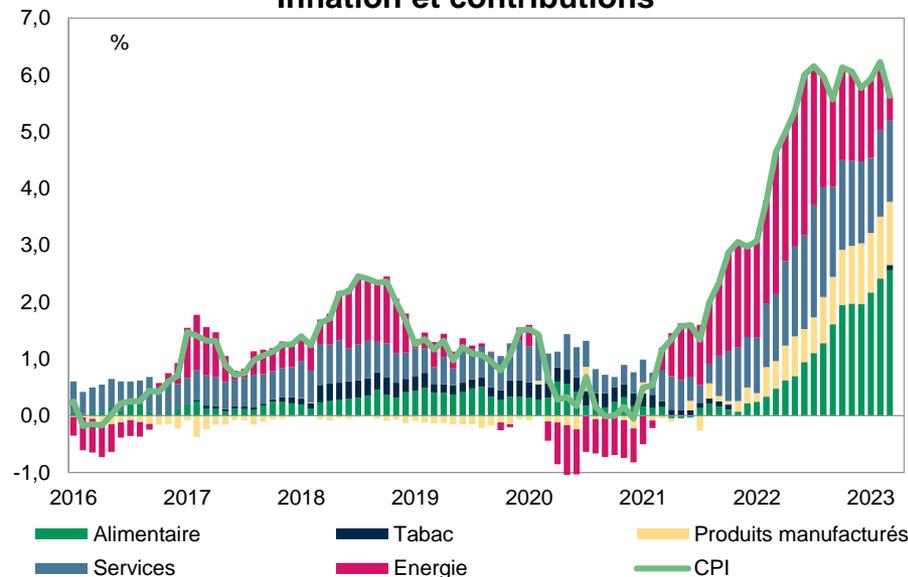
### Indices des prix à la production (IPP) et à la consommation (CPI)



Sources : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation ne devrait pas retrouver le pic atteint au mois de février (6,3%). La disparition progressive des effets de base liés au déclenchement de la guerre en Ukraine va continuer à réduire la contribution de l'énergie à la hausse des prix. L'inflation alimentaire devrait également être proche de son pic et les résultats des négociations entre la grande distribution et l'industrie devraient se traduire par de nouvelles hausses de prix au deuxième trimestre avant une accalmie. Les industriels ont en effet réussi à transmettre la majeure partie des hausses de coûts subies aux consommateurs et la hausse des prix devrait ralentir dans les prochains mois. Ce ralentissement de l'inflation pourrait également concerner les autres biens. Le pic d'inflation sur le prix des biens importés et le prix de production est désormais nettement derrière nous et les effets de

### Inflation et contributions



Sources : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

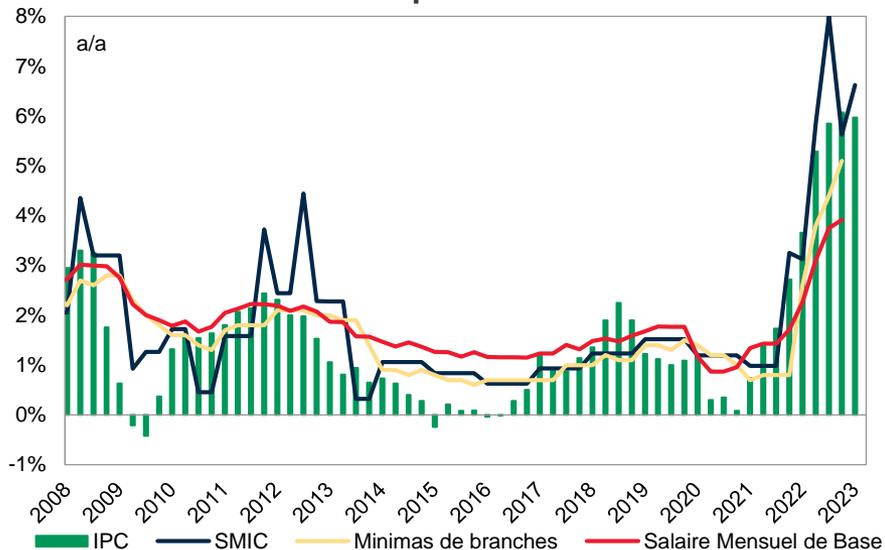
diffusion de ces hausses de coûts sur les prix de vente devraient peu à peu s'estomper. Toutefois, l'inflation risque de refluer plus lentement en France que dans les autres pays. Le bouclier tarifaire a réduit de plus de deux points l'inflation moyenne en 2022 qui a atteint 5,2%, un taux inférieur à ceux observés dans la grande majorité des pays européens. Même en cas de baisse de prix de l'énergie sur les marchés internationaux, les prix à la consommation ne devraient donc pas diminuer. C'est le contrecoup du lissage de la hausse des prix permis par le bouclier tarifaire.

L'inflation resterait ainsi élevée dans les trimestres à venir, autour de 5,5% jusqu'à la fin de l'été avant de ralentir de façon plus marquée en fin d'année et en 2024. L'inflation atteindrait alors 5,4% en moyenne en 2023 et autour de 3,2% en 2024.

# FOCUS INFLATION

## RATTRAPAGE DE PROFITS MAIS PAS DE BOUCLE PRIX-SALAIRES

### Évolution des prix et des salaires

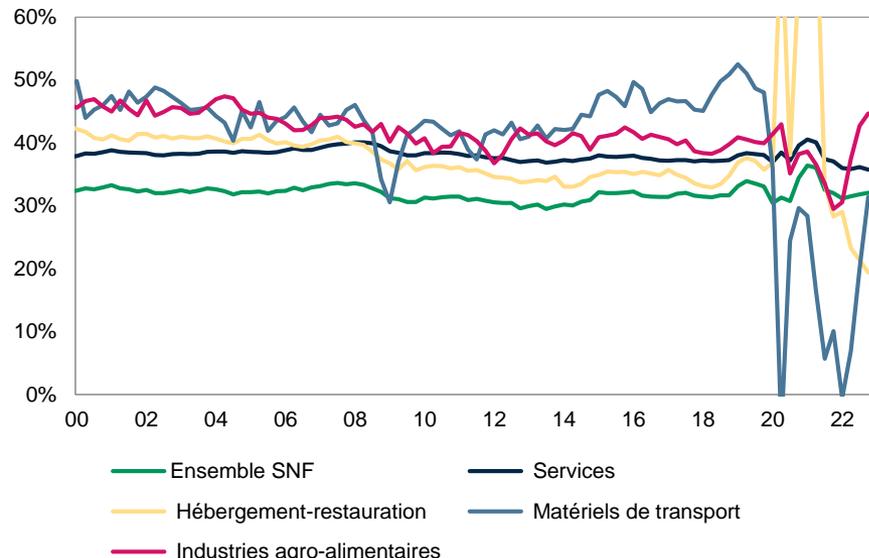


Sources : Dares, Insee, Banque de France, Crédit Agricole S.A. / ECO

Le taux de marge des entreprises a rebondi en fin d'année 2022 dans de nombreux secteurs. Alors que les taux de marge avaient reculé en fin d'année 2021 et début 2022, signe que les entreprises absorbaient une partie des hausses des coûts de production et de l'inflation importée, les entreprises ont finalement pu répercuter les hausses de coûts aux prix de vente, confirmant le pouvoir de fixation des prix dans certains secteurs et en particulier dans l'industrie alimentaire récemment. La hausse des marges se poursuivrait en 2023 avec la suppression progressive de la CVAE (contribution sur la valeur ajoutée des entreprises).

Ce pouvoir de fixation des prix ne devrait toutefois pas être illimité, comme en témoigne le recul de la demande face à la hausse des prix et en particulier la contraction de la consommation de biens alimentaires en 2022. La mise en place d'une boucle prix-profit, alors que la demande reste modérée reste assez peu probable. De plus, la demande risque de rester modérée alors que les salaires ne suivent pas le rythme de l'inflation. Certes, le SMIC est indexé sur l'inflation et en hausse de 6,6%

### Taux de marge des sociétés non financières



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

sur un an en fin d'année 2022. Il a d'ailleurs rattrapé et entraîné dans son sillage certains *minima* de branches qui ont ainsi progressé plus rapidement que d'habitude, sans toutefois compenser la hausse du niveau des prix.

En moyenne, l'écart entre l'évolution des prix et celle des salaires est d'ailleurs encore plus élevé, avec un salaire mensuel de base (SMB) en hausse de 3,9% sur un an au T4 2022, tandis que l'inflation dépassait 6% en moyenne. Nous représentons ici le SMB car il illustre bien l'évolution pérenne des salaires. En effet, à la différence du salaire moyen par tête (SMPT), le SMB ne tient pas compte des effets de base liés à la fin du chômage partiel qui ont tiré la hausse du SMPT, ni du versement de primes (alors que la prime de partage de la valeur ajoutée a soutenu les revenus d'activité en fin d'année).

Ces éléments confirment l'absence de boucle prix-salaires en France, malgré un marché de l'emploi toujours dynamique.

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
07/04/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
07/04/2023	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un ralentissement "baroque"</a>	Monde
06/04/2023	<a href="#">La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand</a>	Asie
05/04/2023	<a href="#">Fintech Outlook T1 2023 – Muscler son jeu !</a>	Fintech
04/04/2023	<a href="#">Zone euro – L'inflation sans surprise à la baisse en mars</a>	Zone euro
03/04/2023	<a href="#">France – Recul anticipé de l'inflation en mars</a>	France
31/03/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
30/03/2023	<a href="#">Le spectre de la crise politique plane de nouveau en Thaïlande</a>	Asie
30/03/2023	<a href="#">Afrique du Sud – Une fin d'année peu réjouissante</a>	Afrique du Sud
29/03/2023	<a href="#">Slovénie – Entre résilience et fragilisation</a>	Europe centrale & orientale
28/03/2023	<a href="#">Parole de banques centrales – BOE : la fin du resserrement ?</a>	Royaume-Uni, BOE
28/03/2023	<a href="#">Italie – Lancement du chantier de la réforme fiscale</a>	Italie
24/03/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
23/03/2023	<a href="#">En Afrique de l'Ouest, cacao et déforestation vont de pair</a>	Afrique
23/03/2023	<a href="#">Zone euro – Légère reprise de la production industrielle en janvier</a>	Zone euro
22/03/2023	<a href="#">Chine – S'armer encore de patience</a>	Chine
21/03/2023	<a href="#">Algérie – La bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements</a>	Algérie
21/03/2023	<a href="#">Croatie – Une entrée réussie dans la zone euro</a>	Croatie
20/03/2023	<a href="#">BCE : le débat se déplace du taux d'intérêt d'équilibre vers le concept de taux d'intérêt de stabilité financière</a>	Zone euro, BCE

Pierre BENADJAOUD

+33 1 43 23 97 36 

pierre.benadjaoud@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 :** Dominique Petit - **Statistiques :** Alexis Mayer, Jorge Mariano Mamani Soria  
**Secrétariat de rédaction :** Fabienne Pesty

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.