



# FRANCE SCÉNARIO 2023-2024

## UN REDÉMARRAGE EN DOUCEUR MALGRÉ LES VENTS CONTRAIRES

Octobre 2023

**Marianne PICARD**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# SOMMAIRE

1 | Synthèse

2 Les tendances récentes de l'activité

3 Notre scénario 2023-2024

## L'ÉCONOMIE RESTE RÉSILIENTE MALGRÉ L'INFLATION ET LE RESSERREMENT MONÉTAIRE

L'économie française connaît actuellement un atterrissage en douceur, après la reprise économique *post-Covid* en 2021 et les effets néfastes du déclenchement de la guerre en Ukraine en 2022. Elle a en effet évité la récession technique, avec une croissance de 0,0% (t/t) au premier trimestre 2023, puis 0,5% au deuxième trimestre. La croissance serait modeste au second semestre 2023, alors que les effets du resserrement monétaire seraient à leur maximum, mais le rebond de la consommation des ménages lié à la désinflation permettrait une accélération progressive de l'activité en 2024. La croissance annuelle s'élèverait ainsi à 0,9% en 2023, puis à 1,0% en 2024.

Sur les derniers trimestres, les habituels moteurs de la croissance ont calé. Tout d'abord, la consommation des ménages s'est repliée en lien avec la forte inflation, et se trouve en conséquence inférieure à son niveau du quatrième trimestre 2019 au deuxième trimestre 2023. Par ailleurs, le resserrement monétaire en réponse à l'inflation pèse sur l'investissement, avec un recul de celui des ménages depuis plusieurs trimestres et un ralentissement de celui des sociétés non financières, jusque-là très résilient.

Certains facteurs ont toutefois soutenu l'activité, permettant à l'économie française de résister dans cet environnement

défavorable. Le commerce extérieur a en premier lieu soutenu la croissance depuis le quatrième trimestre 2022. La normalisation des chaînes de valeur mondiales soutient aussi l'offre et contribue à la baisse de l'inflation. La prudence reste toutefois de mise chez les ménages, avec une confiance faible et un taux d'épargne élevé. Côté entreprises, les soutiens publics sont moins abondants, mais les marges ont été restaurées dans de nombreux secteurs et la pression fiscale continue de diminuer.

L'incertitude reste élevée, notamment depuis le déclenchement du conflit au Proche-Orient, et des risques baissiers persistent sur notre scénario. Actuellement en baisse par rapport à l'an dernier, les prix de l'énergie pourraient de nouveau augmenter en cas d'aggravation du conflit en Ukraine ou au Proche-Orient, par exemple. Enfin, alors que la hausse des taux d'intérêt commence à peser sur l'investissement des SNF, la poursuite agressive du cycle de resserrement monétaire pourrait mettre un coup d'arrêt à l'investissement et avoir d'importantes répercussions sur le marché de l'emploi, d'autant que la politique budgétaire sera désormais moins expansionniste.

### Principales composantes du scénario :

- **La consommation des ménages** rebondirait timidement au second semestre 2023, puis plus nettement au cours de l'année 2024. Cette reprise serait permise par un reflux progressif de l'inflation sur l'horizon de prévision et un taux d'épargne qui diminuerait légèrement d'ici fin 2024.
- **L'investissement des entreprises** se replierait légèrement en fin d'année 2023, affecté par le resserrement des conditions financières. Il serait atone au premier semestre 2024 et connaîtrait un léger rebond en toute fin d'année 2024, alors que les taux d'intérêt repartiraient doucement à la baisse.
- **L'inflation** continuerait de reculer, restant toutefois supérieure à la cible de la BCE de 2% en fin d'année 2024. L'inflation sous-jacente et en particulier l'inflation des services s'avèreraient plus persistantes, car elles seraient soutenues par des salaires dynamiques.
- **Le commerce extérieur** contribuerait faiblement à la croissance à partir du second semestre 2023 en lien avec une demande mondiale adressée à la France peu dynamique. Sur l'année 2023, il y contribuerait toutefois positivement en lien avec un acquis élevé à l'issue du premier semestre 2023.

# SYNTHÈSE

## UN REDÉMARRAGE PROGRESSIF DE LA CROISSANCE EN 2024

### Les principaux chiffres de notre scénario

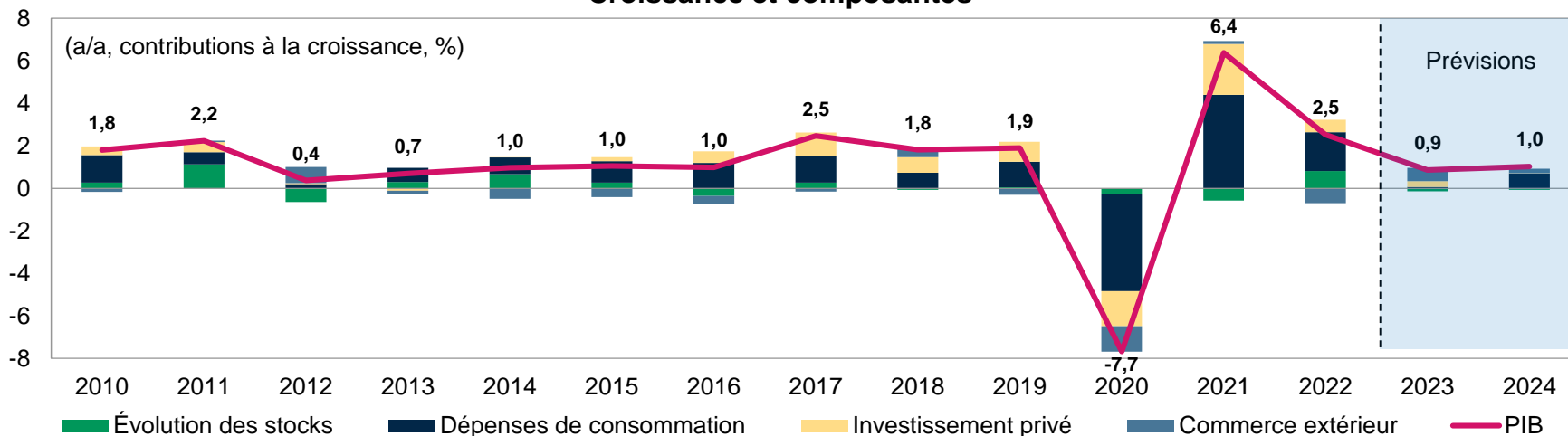
France	Moyenne annuelle (a/a, %)					Variation trimestrielle (t/t, %)																
	2020	2021	2022	2023	2024	2021				2022				2023				2024				
						T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
<b>PIB</b>	-7,7	6,4	2,5	0,9	1,0	0,1	0,9	3,0	0,6	-0,1	0,4	0,3	0,1	0,0	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	
Consommation des ménages	-6,7	5,1	2,1	-0,2	1,1	0,6	1,3	4,9	0,3	-1,2	0,6	0,2	-0,5	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	
Investissement	-7,0	10,2	2,4	1,1	0,1	0,4	1,6	0,1	-0,2	0,3	0,6	2,4	0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	
Investissement des entreprises	-6,8	10,4	3,9	2,9	0,2	1,7	1,4	0,6	-0,1	0,8	0,5	4,1	0,7	0,0	0,5	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	
Variation des stocks*	-0,2	-0,6	0,8	-0,1	-0,1	0,2	0,0	-1,0	0,6	0,4	0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Exportations nettes*	-1,2	0,1	-0,7	0,6	0,2	-0,5	-0,3	0,6	-0,4	-0,1	-0,5	-0,7	0,6	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	
<b>Taux de chômage (Insee)</b>	7,9	7,7	7,1	7,0	7,4	8,0	7,7	7,7	7,2	7,1	7,1	7,1	7,0	6,9	6,9	7,0	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	
<b>Inflation (a/a) Insee</b>	0,5	1,6	5,2	5,0	2,9	0,7	1,4	1,7	2,7	3,7	5,3	5,8	6,1	6,0	5,2	4,7	4,2	3,3	2,8	2,9	2,5	
<b>Dettes publiques (% PIB)</b>	114,7	113,0	111,8	109,6	109,5																	
<b>Solde public (% PIB)</b>	-9,0	-6,5	-4,8	-5,0	-4,7																	

\* Contributions à la croissance du PIB

Derniers points observés : T2 2023

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

### Croissance et composantes



Derniers points observés : 2022

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

# SOMMAIRE

1 Synthèse

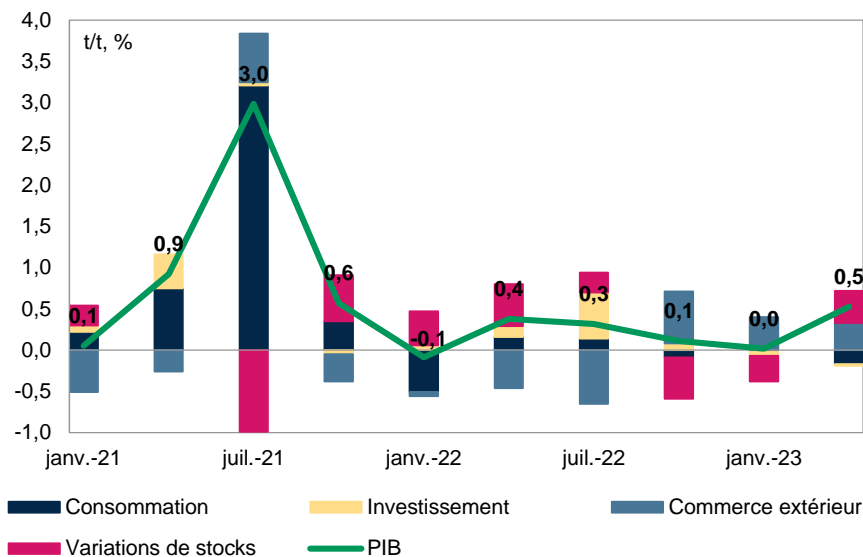
2 | Les tendances récentes de l'activité

3 Notre scénario 2023-2024

# LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

## LA FRANCE A ÉVITÉ LA RÉCESSION MALGRÉ LE RECUL DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

### Croissance du PIB et contributions



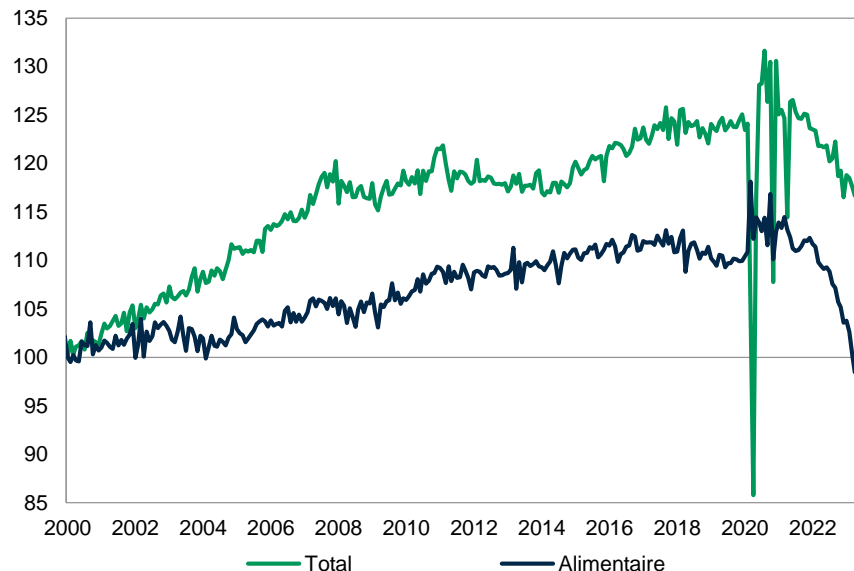
Derniers points : T2 2023

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

Malgré un ralentissement depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine et à l'hiver 2022/2023, la croissance a résisté en France et l'activité n'a pas reculé. Elle a même crû de 0,5% (t/t) au 2<sup>e</sup> trimestre 2023. Cette apparente robustesse masque en réalité la faiblesse de la demande intérieure, la croissance ayant été soutenue par l'amélioration du solde commercial au 1<sup>er</sup> semestre.

La consommation des ménages s'est contractée au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 ainsi qu'au 2<sup>e</sup> trimestre 2023, repassant sous son niveau pré-pandémique du 4<sup>e</sup> trimestre 2019. Dans le détail, la consommation de biens est en net repli, pénalisée notamment par la consommation de

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



Derniers points : août 2023

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

biens alimentaires, en baisse de 9% sur un an au 2<sup>e</sup> trimestre, alors que l'inflation des biens alimentaires atteignait +14%.

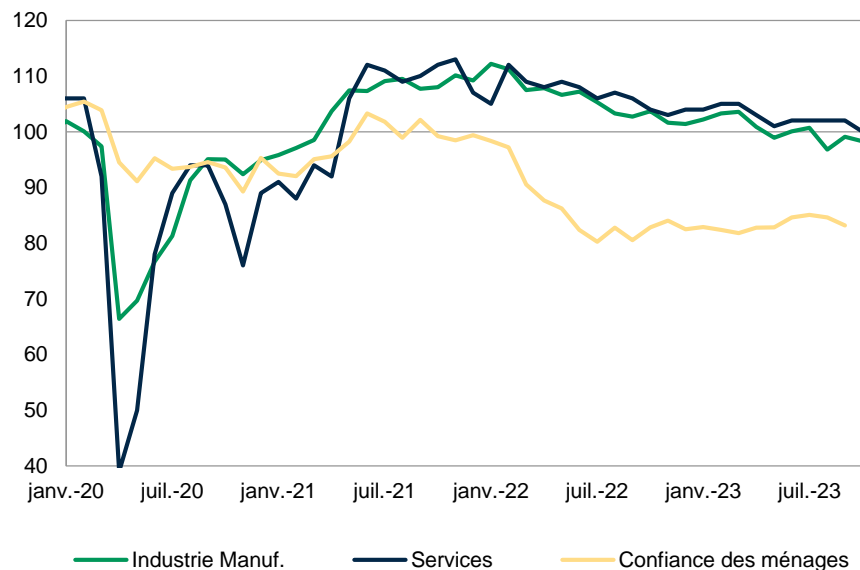
L'investissement des ménages s'est replié pour le 4<sup>e</sup> trimestre consécutif au 2<sup>e</sup> trimestre 2023. Les effets du resserrement monétaire affectent aussi l'investissement des sociétés non financières, qui a nettement ralenti au 1<sup>er</sup> semestre 2023, mais reste résilient et ne se contracte pas à ce stade.

La balance commerciale a bénéficié du repli des importations au 1<sup>er</sup> semestre 2023, tandis que les exportations progressaient.

# LES TENDANCES RÉCENTES DE L'ACTIVITÉ

## LA DEMANDE EST RESTÉE ATONE MALGRÉ LE RECUIL DES TENSIONS D'APPROVISIONNEMENT

### Climat des affaires et confiance des ménages



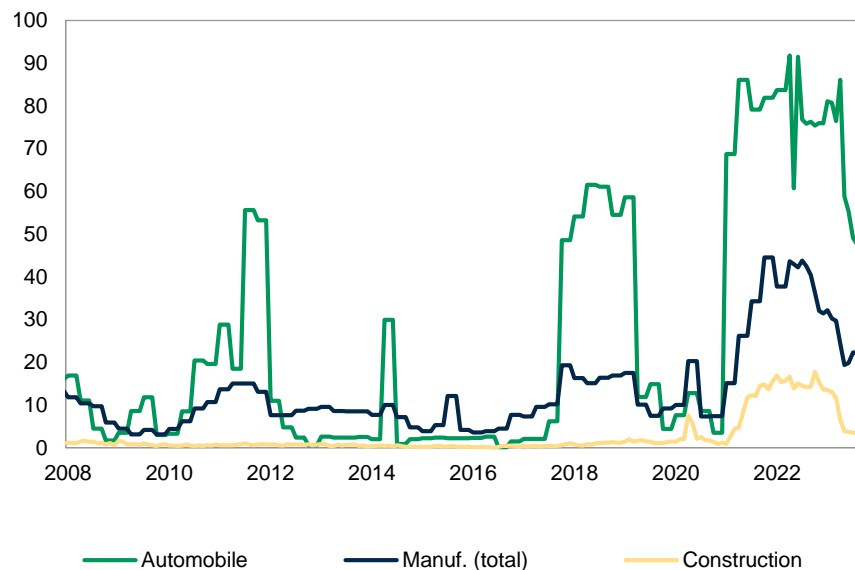
Derniers points : octobre 2023 (climat des affaires),  
septembre 2023 (confiance des ménages)

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

Le recul des contraintes d'approvisionnement libère les capacités productives des entreprises et réduit les pressions haussières sur les prix. Pour autant, le climat des affaires est peu allant en France. En cause, de moindres perspectives d'activité dans les prochains mois et une demande toujours morose. Le climat des affaires global s'est établi au niveau de sa moyenne de longue période (100) pendant plusieurs mois, diminuant à 98 en octobre. Il serait ainsi cohérent avec une légère progression de l'activité au 2<sup>e</sup> semestre 2023.

En dépit d'une amélioration temporaire durant l'été 2023, la confiance des ménages reste dégradée et ceux-ci restent prudents, avec une

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



Derniers points : octobre 2023

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

épargne de précaution élevée. Le taux d'épargne a de nouveau augmenté au 2<sup>e</sup> trimestre 2023, après un léger repli au 1<sup>er</sup> trimestre.

Les ménages anticipent toutefois une poursuite du processus de désinflation dans les prochains mois (selon le solde d'opinion sur l'évolution à venir des prix), et les chefs d'entreprises sont également moins nombreux à envisager une augmentation de leurs prix dans les prochains mois. Ces éléments confortent notre scénario d'une baisse progressive de l'inflation qui devrait permettre un rebond de la consommation.

# SOMMAIRE

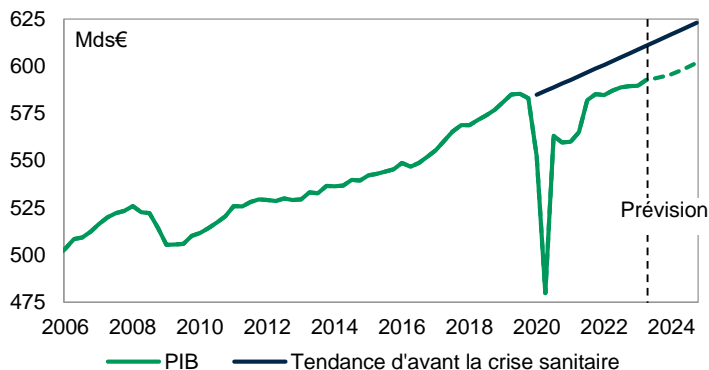
- 1 Synthèse
- 2 Les tendances récentes de l'activité
- 3 | Notre scénario 2023-2024



# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## BAISSE DE L'INFLATION ET HAUSSE DES TAUX, DES VENTS CONTRAIRES POUR LA DEMANDE

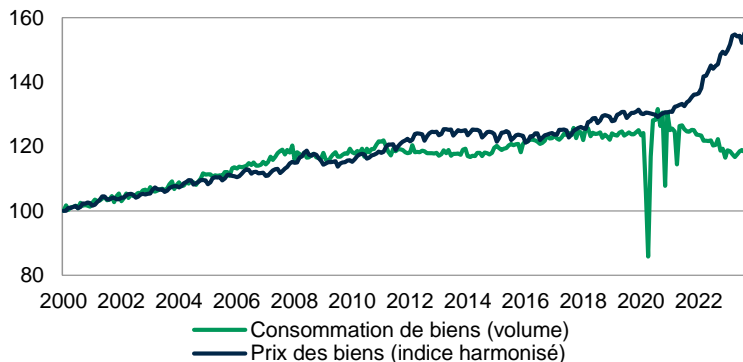
### PIB trimestriel



Derniers points observés : T2 2023

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

### Consommation et prix des biens Base 100 en janvier 2000



Derniers points : août 2023

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

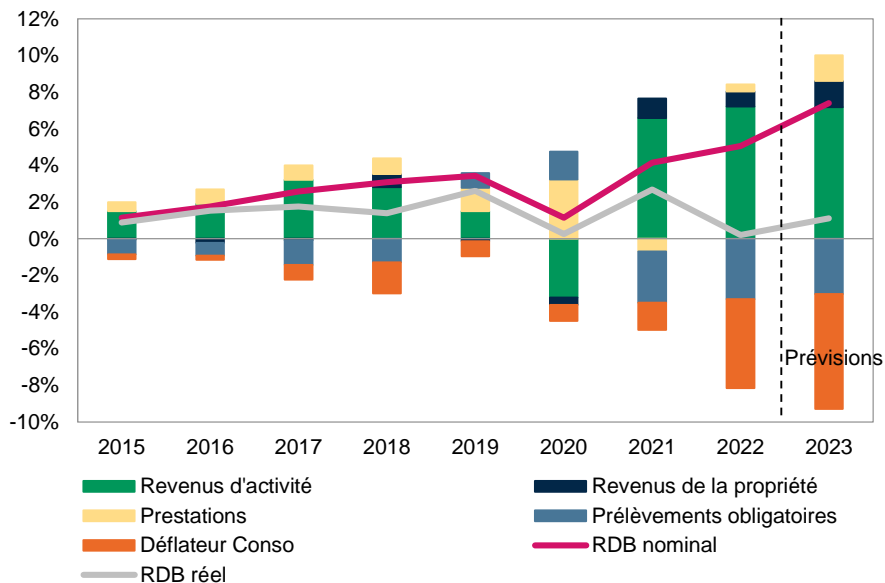
L'inflation a été le premier frein à la croissance depuis 2021 en limitant l'offre via le renchérissement des coûts de production et en pesant dans un second temps sur la demande, alors que les hausses de coûts ont pu être progressivement répercutées sur les prix de vente. L'inflation a ainsi connu un plateau autour de 6% en glissement annuel au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC) entre juin 2022 et avril 2023. Elle a ensuite reflué jusqu'en juillet (à 4,3%), avant un léger rebond en août (à 4,9%) et une stabilité en septembre. C'est le rebond des prix de l'énergie qui explique la hausse de l'inflation en août, en lien avec la hausse des tarifs réglementés de vente (TRV) de l'électricité et la hausse des prix des produits pétroliers, dans le sillage des cours du pétrole. L'inflation alimentaire est pour sa part en repli depuis son pic en glissement annuel en mars (+15,9%), mais reste élevée (+9,7% en septembre) et la confiance des ménages est en berne. Résultat, la consommation de biens a chuté au cours des derniers mois. Le recul de l'inflation devrait cependant reprendre dans les mois à venir et permettre un rebond de la consommation, alors que le taux d'épargne est encore très élevé.

Malgré le recul récent de l'inflation sur un an, la Banque centrale européenne (BCE) a poursuivi son resserrement monétaire avec une nouvelle hausse des taux d'intérêt directeurs en septembre 2023, estimant que l'inflation devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Les taux directeurs ont ainsi augmenté de 4,50 points de base depuis juillet 2022, et pourraient rester durablement élevés d'après la BCE, afin d'assurer le retour de l'inflation vers sa cible de 2%. Les effets du resserrement monétaire se ressentent actuellement sur l'investissement, notamment celui des ménages qui se replie depuis quatre trimestres, tandis que celui des entreprises est pour sa part en net ralentissement. Les taux d'intérêt réels, jusqu'à présent négatifs (avec une inflation supérieure aux taux d'intérêt nominaux), devraient devenir positifs alors que les taux vont rester élevés et que l'inflation va reculer. Le resserrement des conditions de financement se transmet avec délai à l'économie réelle (douze à dix-huit mois selon la recherche économique) et l'investissement devrait donc continuer à marquer le pas dans les prochains trimestres. L'effet de la hausse des taux sur le marché immobilier (neuf et ancien) est déjà clairement perceptible. Du côté de la politique budgétaire, les mesures de soutien à l'économie sont en retrait progressif en 2023-2024.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## LA BAISSÉ DE L'INFLATION DEVRAIT SOUTENIR LA CONSOMMATION

### Croissance du pouvoir d'achat et contributions



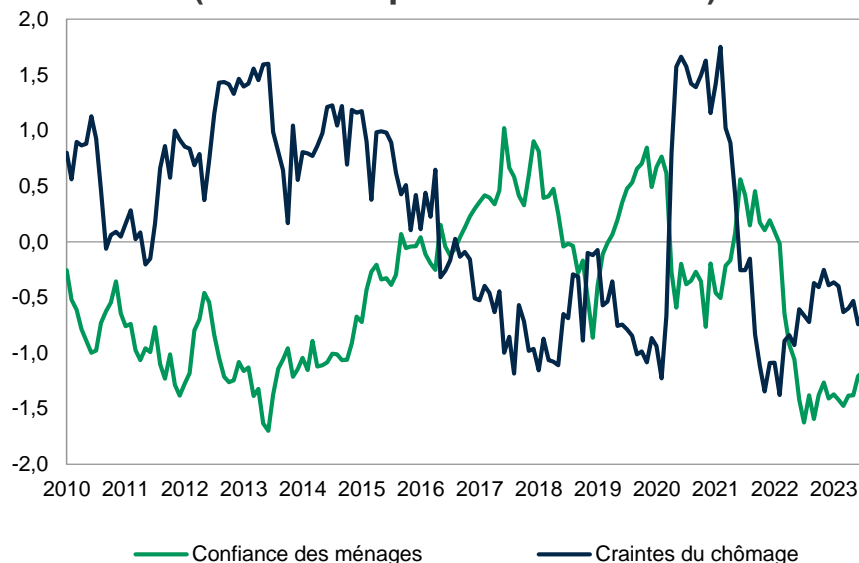
Derniers points observés : 2022

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

Le recul de l'inflation devrait permettre une reprise de la consommation des ménages dans les trimestres à venir. Bien que l'inflation reste élevée, le pouvoir d'achat des ménages progresserait quelque peu en 2023. Les revenus d'activité seraient dynamiques, en lien avec les hausses de salaires et dans une moindre mesure de l'emploi salarié. Les versements de la prime de partage de la valeur (PPV) soutiendraient notamment les salaires, surtout en fin d'année, et les salaires progresseraient davantage que les prix au 2<sup>e</sup> semestre. Les revenus de la propriété seraient allants, en lien avec la hausse des dividendes et des taux, et les prestations sociales seraient aussi en hausse, du fait des indexations sur l'inflation.

Les ménages restent toutefois prudents et continuent d'afficher une forte préférence pour l'épargne. Le pouvoir d'achat est resté

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



Derniers points : août 2023

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

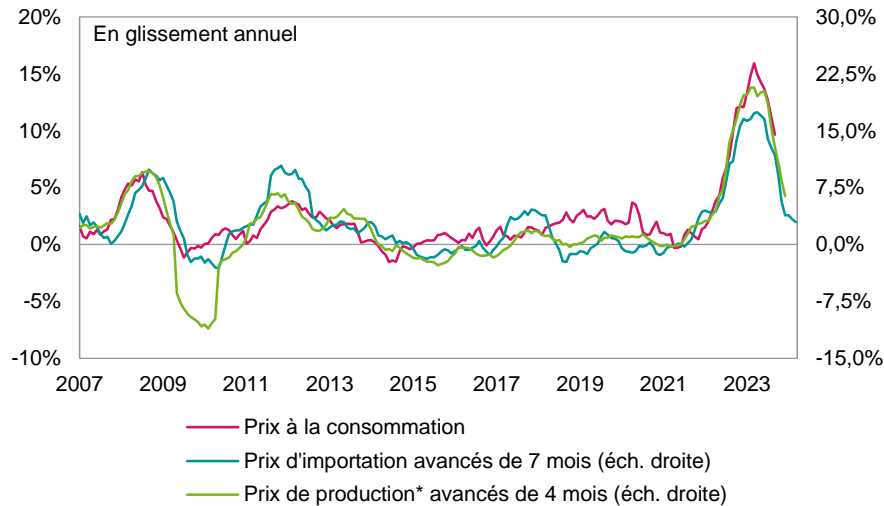
relativement stable au 2<sup>e</sup> trimestre (après avoir légèrement diminué au 1<sup>er</sup> trimestre 2023), mais le taux d'épargne des ménages est très élevé (>18% alors qu'il évoluait plutôt autour de 15% avant la pandémie), avec une nouvelle hausse au 2<sup>e</sup> trimestre. De fait, la confiance des ménages évolue toujours à un niveau très bas (83 en septembre contre une moyenne historique à 100) et le recul de l'inflation n'a pas permis à ce jour un rebond des intentions d'effectuer des achats importants.

Comme mentionné précédemment, la consommation de biens en volume est en net recul, mais la consommation de services semble se maintenir jusqu'à présent, du fait notamment d'une inflation plus modérée. Après +2,1% en 2022, la consommation des ménages se replierait légèrement en moyenne en 2023 (-0,2%) et ne repartirait que modérément en 2024 (+1,1%).

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## UN RECU PROGRESSIF DE L'INFLATION DÉJÀ À L'ŒUVRE

### Prix alimentaires



\*Prix de production pour le marché domestique

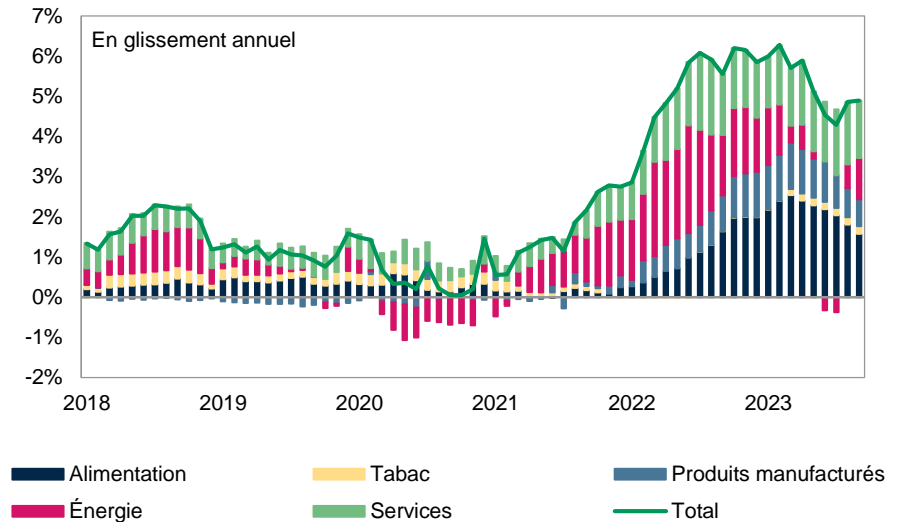
Derniers points : septembre 2023 (IPC), août 2023 (IPPI)

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole SA / ECO

Suite à la reprise économique *post-Covid* et au déclenchement de la guerre en Ukraine, la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières a fortement renchéri les coûts de production des entreprises en 2021 et 2022. Elle s'est ainsi progressivement diffusée aux prix à la consommation, d'abord au travers de la composante énergétique, puis des autres composantes du panier de consommation des ménages. Bien qu'ils restent supérieurs à leur niveau pré-pandémique, les prix de l'énergie et des principales matières premières ont diminué par rapport à leur pic atteint au cours de l'année 2022. En conséquence, les prix de production ont fortement ralenti depuis leur pic en glissement annuel atteint il y a un an.

Le cours du pétrole a connu un rebond à l'été 2023 et se situe fin septembre proche de son niveau d'un an auparavant, et l'énergie

### Inflation totale (IPC) et contributions



Derniers points : septembre 2022

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole SA / ECO

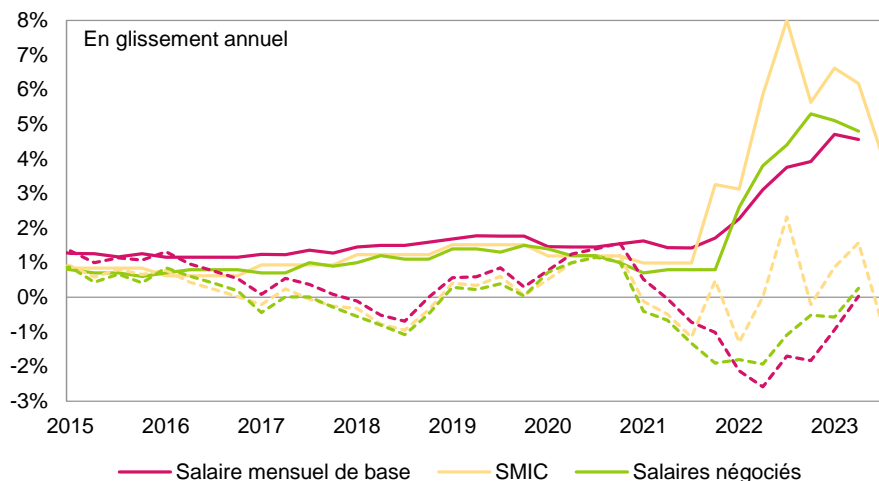
contribue de nouveau positivement à l'inflation totale depuis août, en raison d'effets de base liés à la remise carburant un an plus tôt, ainsi que des hausses des tarifs réglementés de vente de l'électricité intervenues en 2023. L'inflation alimentaire reste élevée et est la première contributrice à l'inflation totale depuis l'automne 2022, mais elle reflue depuis plusieurs mois et les indicateurs avancés (prix de production et d'importation) suggèrent que ce reflux devrait se poursuivre. L'inflation des services évolue autour de 3% sur un an (au sens de l'indice des prix à la consommation, ou IPC) et devrait largement persister d'ici fin 2024, soutenue par les hausses de salaires.

L'inflation au sens de l'IPC atteindrait 5,0% en moyenne en 2023 (après 5,2% en 2022) et serait légèrement inférieure à 3% en 2024.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## LES SALAIRES DÉCOLLENT, MAIS LES ENTREPRISES NE SONT GLOBALEMENT PAS EN RESTE

### Évolution des salaires nominaux et réels



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

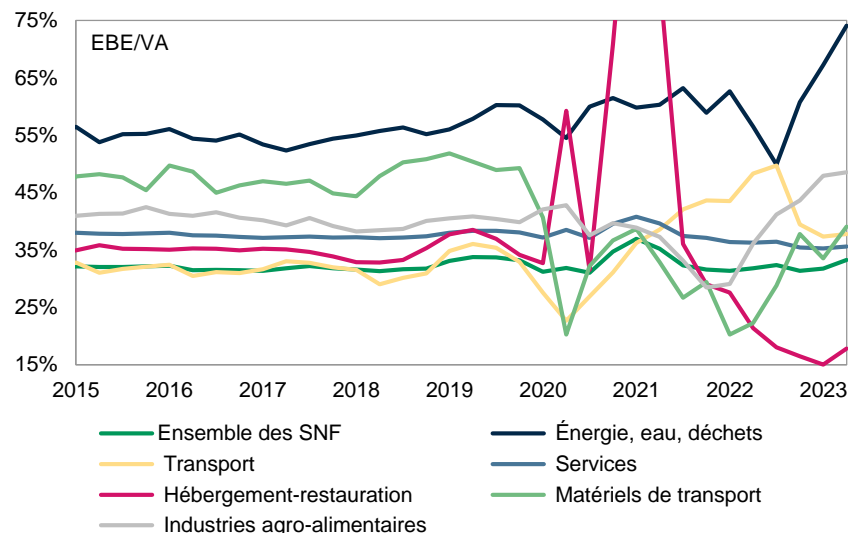
Derniers points : T3 2023 (SMIC), T2 2023 (SMB et salaires négociés)  
Sources : Dares, Insee, Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A. / ECO

Les entreprises ont globalement réussi à restaurer leurs marges, après avoir supporté une partie des hausses des coûts de production en 2021. Le rebond s'observe depuis le 2<sup>e</sup> trimestre 2022 sur le taux de marge, et celui-ci se situe au 2<sup>e</sup> trimestre 2023 au-dessus de son niveau de 2018. Certains secteurs comme l'agro-alimentaire semblent d'ailleurs avoir surcompensé leur décrochage passé, avec un taux de marge désormais bien supérieur à son niveau précédant la crise sanitaire.

Dans un contexte de craintes sur la demande, le taux de marge ne devrait plus progresser en moyenne, mais il pourrait continuer de se redresser dans les services marchands, comme l'hébergement-restauration, où la demande est plus stable et où des marges de rattrapage subsistent.

Les salaires progressent nettement, mais l'inflation a jusque-là miné les

### Taux de marge des sociétés non financières



Derniers points : T2 2023  
Sources : Insee, calculs Crédit Agricole S.A. / ECO

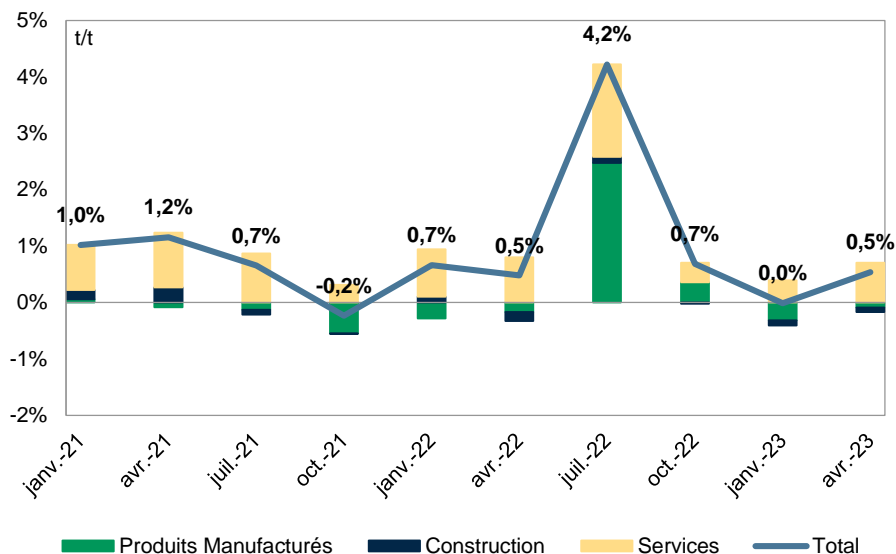
hausse de salaires, avec des baisses en termes réels, à l'exception du SMIC (+6,2% sur un an à la fin du 2<sup>e</sup> trimestre 2023), du fait de son indexation automatique sur l'inflation. Ce dernier a d'ailleurs rattrapé certains *minima*, entraînant des revalorisations salariales dans de nombreuses branches (4,8% sur un an au 2<sup>e</sup> trimestre pour les salaires négociés), même si certains *minima* restent encore sous le SMIC. Les salaires d'ensemble sont toutefois moins dynamiques et le salaire mensuel de base a progressé de 4,6% sur un an au 2<sup>e</sup> trimestre, rattrapant l'inflation pour la première fois depuis début 2021.

Ces éléments confortent le diagnostic d'une absence de boucle prix-salaires, malgré un marché de l'emploi très résilient. L'inflation devrait poursuivre son reflux, et les hausses de salaires, qui interviennent avec retard, devraient soutenir l'inflation sous-jacente jusqu'à fin 2024.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## ATTERRISSAGE DE L'INVESTISSEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, EN DOUCEUR ?

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

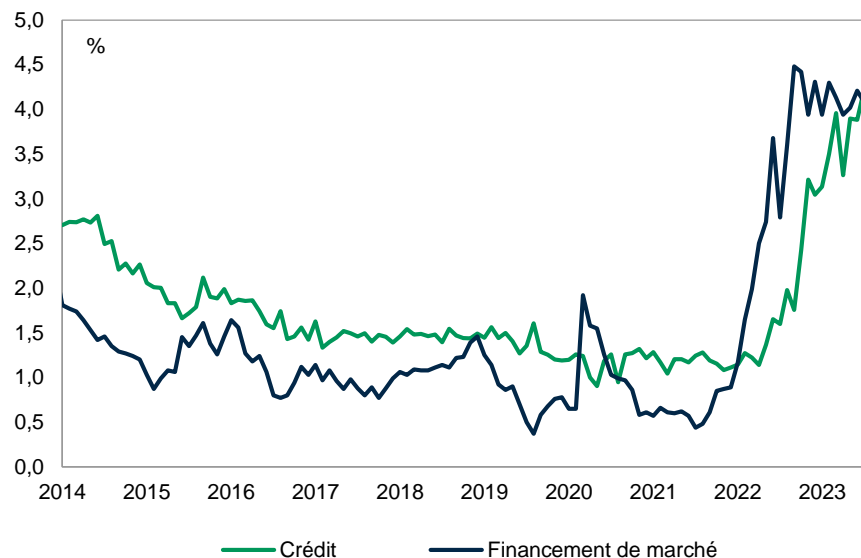


Derniers points observés : T2 2023

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

En 2022, l'investissement des sociétés non financières (SNF) a progressé de 3,8%, porté par l'accalmie sur les chaînes de valeur mondiales, qui a permis un rebond de l'investissement en produits manufacturés, et par un investissement toujours soutenu dans les services. Il a ralenti au 1<sup>er</sup> semestre 2023, et le resserrement monétaire entamé en juillet 2022 devrait pleinement se faire ressentir sur l'investissement en fin d'année 2023 et début d'année 2024. Les taux des crédits bancaires, longtemps inférieurs aux taux de marché, sont désormais remontés, ce qui limite la substitution du financement bancaire au financement obligataire qui avait été observée en 2022 au sein des grandes entreprises. De plus, même si les entreprises ont reconstitué leurs marges, elles craignent le ralentissement de la demande, au niveau domestique mais aussi de nos voisins européens.

### Coût de financement (nouveaux flux)



Derniers points : août 2023

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

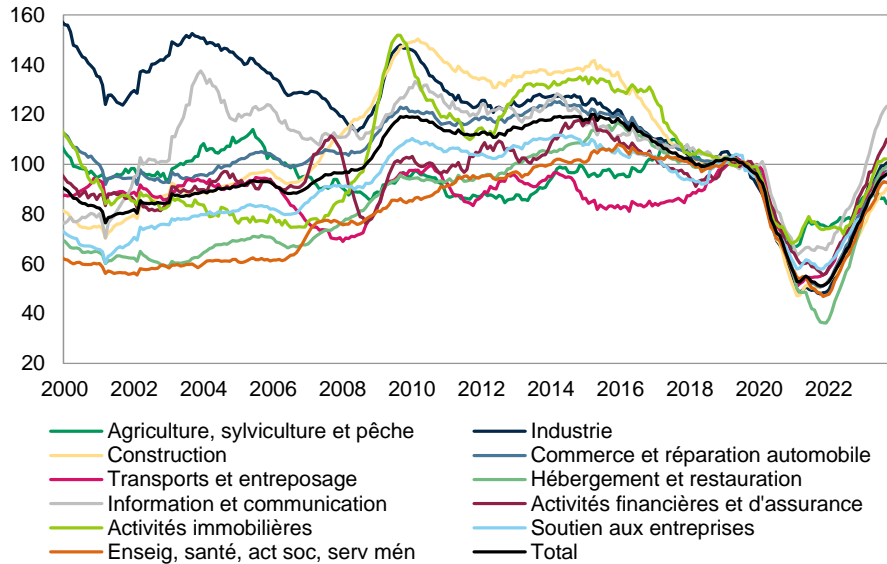
Enfin, l'investissement des SNF a été fortement soutenu par la dépense publique et les plans de relance de l'économie depuis le 2<sup>e</sup> semestre 2020, et il dépasse de 9,4% son niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019. Le potentiel de croissance de l'investissement devient donc plus limité et même si les baisses d'impôts sont pérennes, les soutiens directs à l'investissement seront moins abondants.

Nous envisageons donc un léger repli de l'investissement des SNF en fin d'année 2023 et une atonie au 1<sup>er</sup> semestre 2024, alors que le resserrement monétaire s'est poursuivi jusqu'à l'été 2023, que les taux d'intérêt pourraient rester durablement élevés, et que les taux réels devraient redevenir positifs à mesure que l'inflation ralentit. L'investissement des SNF augmenterait ainsi de 2,9% en 2023, à la faveur d'un effet d'acquis très élevé, et de 0,1% en 2024.

# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## UNE REMONTÉE DES DÉFAILLANCES PAS ALARMANTE À CE STADE

### Défaillances d'entreprises Cumul sur 12 mois, base 100 = 2019

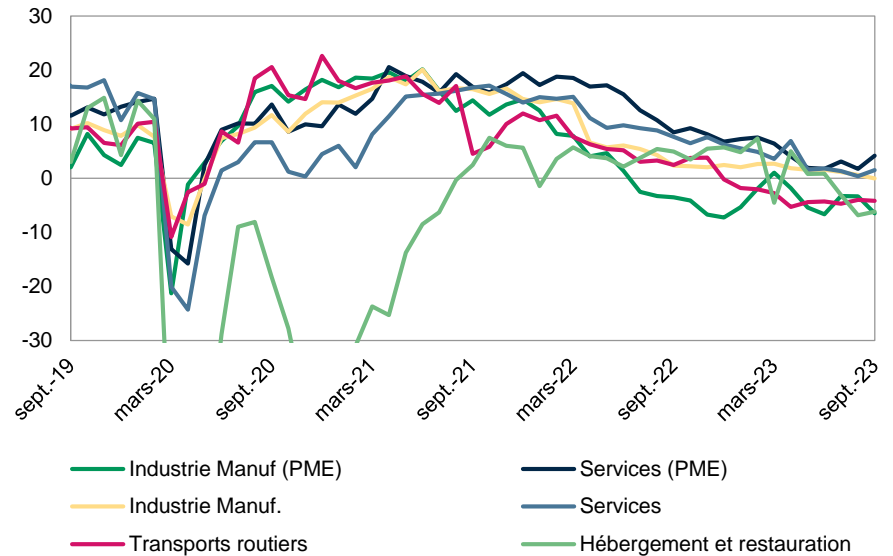


Derniers points : septembre 2023

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

Le nombre de défaillances d'entreprises est en hausse depuis fin 2021. En cumul sur douze mois, il n'a toutefois pas encore retrouvé son niveau moyen de 2019. Par ailleurs, la situation de trésorerie des entreprises reste relativement bonne et, pour reprendre les mots de la Banque de France, un « mur de faillites » paraît peu probable. 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 et la suspension en 2020-2021 des procédures de redressement ont protégé l'ensemble des entreprises sans distinction, y compris des entreprises non rentables désormais en difficulté. Certaines entreprises souffrent également du contexte inflationniste actuel et du resserrement de l'accès au financement, alors que les

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



Derniers points : septembre 2023

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

prêts garantis par l'État octroyés en 2020 et 2021 sont peu à peu remboursés. Toutefois, la proportion d'entreprises vulnérables reste modeste.

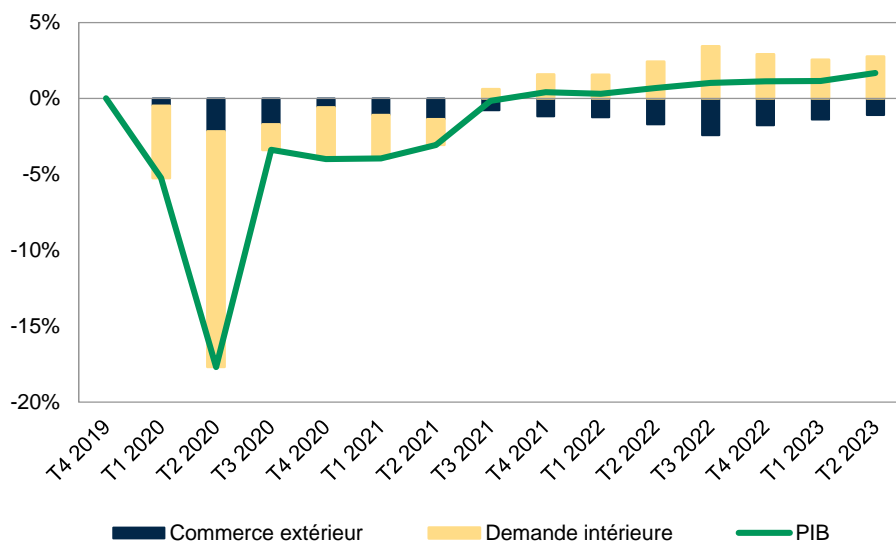
Si le risque de dérapage du nombre de défaillances semble modéré, sa hausse sera à surveiller. D'autant que certains secteurs semblent particulièrement exposés, avec des défaillances en cumul sur douze mois déjà plus élevées qu'en 2019 dans l'information-communication, les activités financières et d'assurance et les activités immobilières. Cette observation est toutefois à mettre en regard des nombreuses créations d'entreprises et du nombre d'entreprises par secteur par rapport à la période pré-pandémique.



# NOTRE SCÉNARIO 2023-2024

## UNE AMÉLIORATION EN COURS DU SOLDE COMMERCIAL APRÈS DES DÉFICITS RECORDS

### PIB, demande intérieure et commerce extérieur (écart au T4 2019 et contributions)



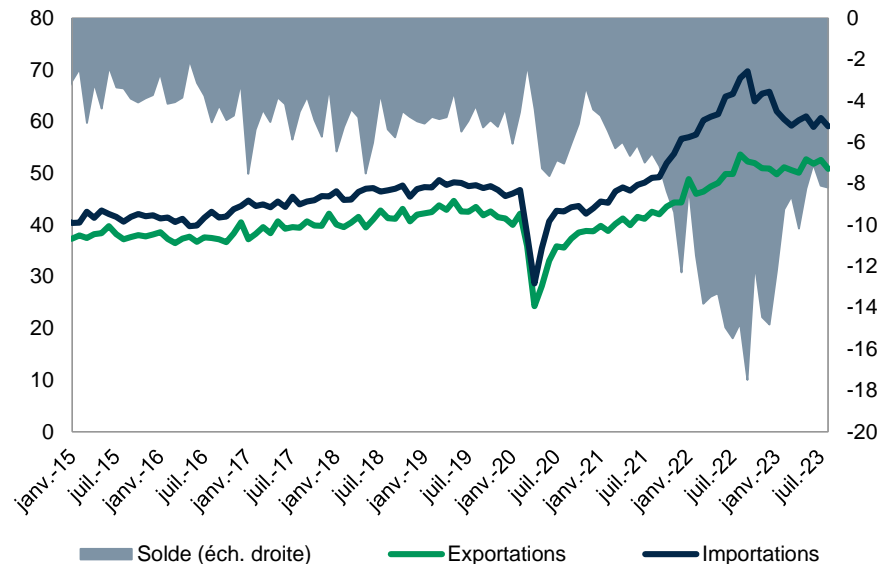
Derniers points : T2 2023

Sources : Insee, calculs Crédit Agricole SA/ ECO

Depuis la pandémie de Covid-19, la demande intérieure et, surtout, l'investissement ont redémarré de façon plus soutenue que le commerce extérieur. La balance commerciale reste dégradée par rapport à son niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019, malgré une amélioration récente. En 2022, un déficit commercial record avait été enregistré, creusé par le renchérissement du prix des importations (qui contribue à hauteur de 55% à cette dégradation), et en particulier la hausse des prix de l'énergie. Le redémarrage relativement lent de secteurs habituellement excédentaires, comme le tourisme et l'aéronautique, a également pénalisé les exportations.

Le renchérissement des prix de l'énergie, suite à l'invasion de

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



Derniers points : août 2023

Sources : Douanes, Crédit Agricole SA/ ECO

L'Ukraine par la Russie, constitue un choc durable de compétitivité pour la zone euro face aux autres grandes zones géographiques. Cependant, si les prix de l'énergie en Europe restent supérieurs à ceux payés par le reste du monde, ils sont désormais en baisse sur un an après les sommets atteints en 2022. Cela contribue à réduire le déficit commercial de la France, d'autant plus que la consommation énergétique en volume est en baisse. Certains secteurs exportateurs comme l'aéronautique devraient également poursuivre leur redressement et contribuer à cette amélioration.

Au total, le commerce extérieur devrait contribuer positivement à la croissance du PIB en 2023, après une contribution négative en 2022.

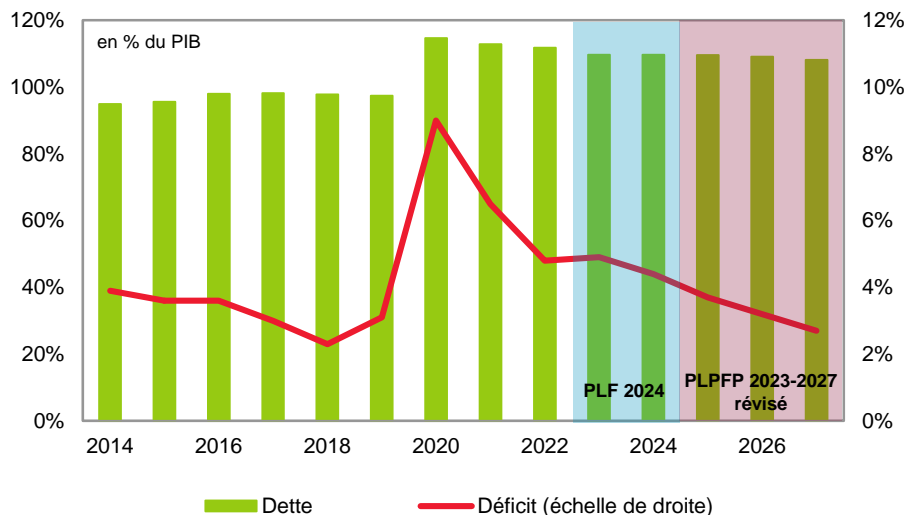




# FINANCES PUBLIQUES

## UNE RÉDUCTION DU DÉFICIT PEU AMBITIEUSE, BASÉE SUR DES HYPOTHÈSES OPTIMISTES

### Dette et déficit des administrations publiques françaises au sens de Maastricht

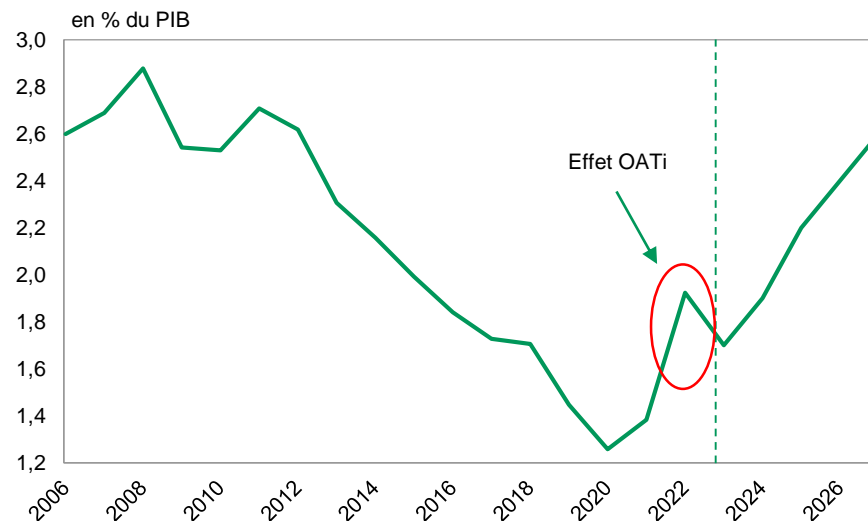


Sources : Insee, PLF 2024 et PLPFP 2023-2027 révisé

Le projet de loi de finances pour 2024 prévoit une quasi-stabilité du déficit public en 2023, à 4,9% du PIB (après 4,8% en 2022), puis une légère baisse en 2024 (à 4,4%). La trajectoire de dette publique associée est celle d'une nette réduction en 2023, à 109,7% du PIB (après 111,8% en 2022), et une stabilisation à ce niveau en 2024. À horizon 2027, le déficit diminuerait progressivement pour atteindre 2,7% du PIB, tandis que la dette refluerait légèrement pour atteindre 108,1% du PIB, d'après le projet de loi de programmation des finances publiques pour les années 2023 à 2027 révisé.

Les hypothèses de croissance du gouvernement (1,0% en 2023, 1,4% en 2024, 1,7% en 2025 et 2026, et 1,8% en 2027) sont élevées. Pour autant, les projections tablent sur une lente réduction du déficit (qui passerait sous les 3% du PIB seulement en 2027) et une dette qui

### Charge d'intérêts de la dette



Derniers points observés : 2022

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

resterait trop élevée, à près de 110% du PIB. Les économies en dépenses pour 2024 proviennent par ailleurs en grande partie de l'extinction des mesures de soutien aux entreprises et aux ménages, permise par le reflux des prix de l'énergie, non pas d'un effort structurel, et les économies annoncées pour les années suivantes ne seront précisées qu'à l'issue de l'exercice de revue de dépenses en cours.

Pour autant, malgré la remontée des taux, le risque pour les finances publiques est faible. Si le stock de dette a explosé, elle ne coûte pas grand-chose aux finances publiques et la charge de la dette devrait remonter progressivement, mais resterait inférieure à son niveau de 2006. Il n'existe donc pas de mur de la dette et le risque d'insoutenabilité de la dette publique française reste très faible.

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
25/10/2023	<a href="#">France – Le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?</a>	France
24/10/2023	<a href="#">Espagne – Plan budgétaire 2024, vers un déficit public de 3%</a>	Zone euro
20/10/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
19/10/2023	<a href="#">Open Banking, les entreprises en ont-elles pour leurs données ?</a>	Fintech
19/10/2023	<a href="#">Afrique sub-saharienne – La croissance économique est revue à la baisse pour 2023</a>	Afrique
18/10/2023	<a href="#">Hong Kong – L'éternelle question du "peg"</a>	Asie
18/10/2023	<a href="#">Italie – Reprise de la production industrielle, un mirage ?</a>	Italie
17/10/2023	<a href="#">PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</a>	Agri-Agro
16/10/2023	<a href="#">France – Les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation</a>	France
16/10/2023	<a href="#">Parole de banques centrales – BCE : la science de la patience ou l'assurance contre le risque</a>	Zone euro
16/10/2023	<a href="#">Scénario 2023-2024 – Inde : de la croissance, mais les vieux démons ne sont jamais loin</a>	Asie
13/10/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
11/10/2023	<a href="#">L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Analyse financière des métiers du grain</a>	Agri-Agro.
11/10/2023	<a href="#">Italie – La politique budgétaire à la croisée des chemins</a>	Italie
10/10/2023	<a href="#">France – Le pays au top niveau à l'international en termes de PIB ressenti</a>	France
09/10/2023	<a href="#">Égypte – L'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif</a>	Moyen-Orient
06/10/2023	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un équilibre délicat</a>	Monde
06/10/2023	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/10/2023	<a href="#">France : une réduction du déficit peu ambitieuse basée sur des hypothèses optimistes</a>	France
05/10/2023	<a href="#">Kenya – Un pays aux besoins élevés de financement extérieur</a>	Afrique
04/10/2023	<a href="#">Malaisie – Saisir les opportunités de la recomposition des chaînes de valeur</a>	Asie
04/10/2023	<a href="#">Fintech Outlook – 9 premiers mois de l'année 2023 : La longue marche !</a>	Fintech

Marianne PICARD

+33 (0)1 57 72 53 71 📞

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 :** Dominique Petit - **Statistiques :** Datalab ECO

**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.