

Croissance faible et désinflation

Notre pays et plus généralement les économies européennes ont tenu le choc face aux crises successives intervenues depuis 2020. En l'absence de rebond de la consommation, elles peinent toutefois à amorcer une véritable reprise, alors que les comptes publics continuent d'être largement mobilisés, notamment en France. De son côté, comme espéré, l'inflation se calme, laissant la porte ouverte à une réduction des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale européenne au mois de juin. Enfin, après plusieurs années où il s'était particulièrement bien comporté, le marché du travail apparaît désormais moins porteur ; il faudra du temps pour corriger le déficit de productivité né avec la pandémie.

Le PIB par tête n'a guère progressé depuis quatre ans

La croissance économique de 0,9 % enregistrée l'an dernier en France a tenu à la fois à un acquis plutôt favorable fin 2022, et, à un bon deuxième trimestre 2023 lui-même lié à un aléa positif sur le commerce extérieur. En fait, lors des cinq derniers trimestres connus, le volume du PIB a stagné ou au mieux avancé de 0,1 % (à l'exception du printemps donc), situation qui se serait reproduite au premier trimestre 2024, prévoyait l'Insee dans sa note de conjoncture parue il y a quelques jours. En supposant que ce constat n'est pas ou peu modifié lors de la prochaine campagne des comptes nationaux fin mai prochain¹, l'économie française continue ainsi à faire du surplace, comme d'ailleurs la zone euro où les mauvais résultats de l'Allemagne et de l'Autriche effacent les bons obtenus par l'Espagne.

Entre la fin 2019 et la fin 2023, le PIB français s'est raffermi de 10,8 milliards € constants, correspondant à un gain de 1,9 % (soit seulement + 0,1 % par trimestre en moyenne). En l'absence des chocs endurés depuis le Covid et en prolongeant la tendance qui avait été relevée entre 2013 et 2019, la progression de cet indicateur aurait été de l'ordre de 33 milliards d'€, de sorte que la perte de PIB ressort à environ 22 milliards d'€ constants sur la période.

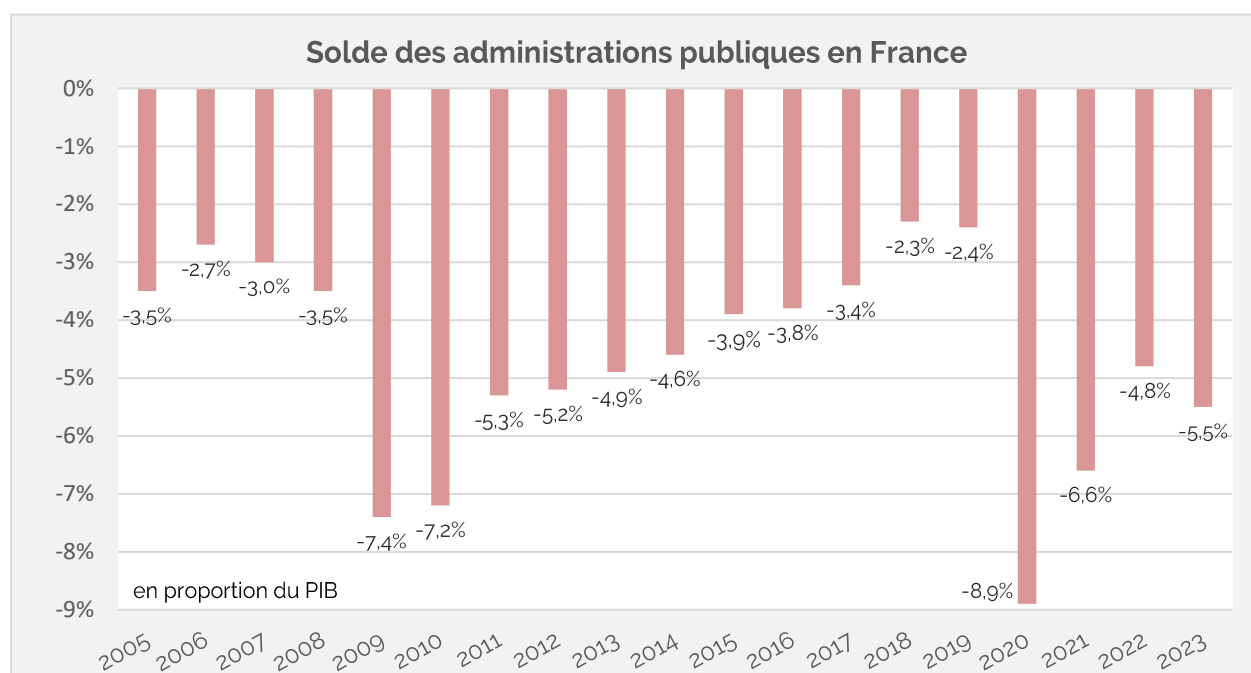
Si l'horizon de la prévision de l'Insee ne va pas jusqu'à la fin de l'exercice 2024, d'autres organismes ont actualisé leurs perspectives très récemment. **C'est le cas de la Banque de France, qui anticipe dans son scénario central une augmentation du PIB de 0,8 % en moyenne annuelle ; le consensus des économistes du mois de mars, qui rassemble les chiffres d'une vingtaine de professionnels (BNP Paribas, OFCE, Allianz, Rexecode, etc.) mise sur 0,7 % ;** si deux participants attendent un résultat au moins égal à 1 %, la fourchette de tous les autres est comprise entre 0,4 et 0,9 %. Notre pays serait alors encore distancé par les Etats-Unis (le consensus anticipe de nouveau une hausse supérieure à 2 % pour cette année) mais ferait mieux que l'Allemagne pour la cinquième fois en six ans. Exprimé par habitant, le PIB tricolore n'a gagné que 0,4 % depuis 2019 ; selon les statistiques publiées par Eurostat, il se situe désormais à peine au même niveau en valeur que celui calculé pour la zone euro, alors qu'il le dépassait de l'ordre de 9 % jusqu'en 2014.

Des finances publiques mises à mal

A 154 milliards d'€, le déficit des administrations publiques a représenté l'équivalent de 5,5 % du PIB en 2023 après 4,8 % en 2022, alors même que les dépenses exceptionnelles de soutien et de relance (crise sanitaire, plan de relance, crise énergétique) étaient estimées dans le dernier projet de loi de finances en repli de 58 à 34 milliards d'€ en un an (près de 60 % de celles-ci relèvent des dépenses pour faire

¹ À l'occasion de la publication des comptes nationaux le 31 mai 2024, l'Insee mettra en œuvre le passage en nouvelle base 2020. Ce changement, effectué à intervalles réguliers, permet de recalculer l'intégralité des séries des comptes nationaux sur de meilleures sources et de modifier certaines méthodes afin de mieux décrire le fonctionnement de l'économie (sur la période 1949-2023). Une légère révision à la baisse de la croissance du PIB en 2023 devrait intervenir.

face à l'emballlement des tarifs énergétiques, à savoir le bouclier tarifaire). En fait, les dépenses se sont renchéries pour tous les grands postes (+ 3,7 % au total selon l'Insee), exception faite des charges d'intérêt : après un bond de 47 % en 2022, ces dernières ont connu un reflux transitoire l'an passé, porté par les titres indexés sur l'inflation (les charges d'intérêt sur les obligations non indexées ont, elles, progressé). Les dépenses de fonctionnement ont en effet grimpé de 6 % sous l'impulsion des consommations intermédiaires (énergie) et des rémunérations (revalorisations indiciaires, hausse de l'emploi public), et, les prestations sociales de 3,3 % (retraites, handicap, revalorisation de l'allocation de soutien familial). Parallèlement, les recettes se sont au total accrues de 2 % grâce notamment aux cotisations sociales, tandis que le montant des droits de mutation a plongé tout comme celui des impôts sur les sociétés en contrecoup d'un exercice 2022 exceptionnel. D'ores et déjà, en dépit de l'annonce en février d'une baisse de 10 milliards des dépenses de l'Etat, la prévision du gouvernement d'un déficit de 4,4 % en 2024 apparaît caduque compte tenu d'hypothèses trop favorables sur les recettes elles-mêmes liées à un scénario de croissance économique jugé optimiste. La Cour des comptes a indiqué opportunément que « *la situation des finances publiques de la France restera ainsi en 2024, comme en 2023, parmi les plus dégradées de la zone euro et risque d'exposer la France à des discussions difficiles avec la Commission et ses partenaires européens, que ce soit dans le cadre des règles budgétaires actuelles ou des nouvelles règles en cours de discussion* » ; **parmi les grands pays, seule l'Italie a obtenu un résultat plus médiocre, le déficit public ayant dépassé le seuil des 7 % du PIB en raison des montants spectaculaires alloués au bonus fiscal destiné à soutenir la filière de la rénovation de bâtiments.**



Source : Insee

En France, la dette publique brute a reculé d'1,3 point de PIB entre fin 2022 et fin 2023, pour ressortir à 110,6 %, seulement grâce à un « effet dénominateur » puisque le PIB a gonflé de plus de 6 % en valeur l'année dernière ; en valeur absolue, la dette publique a enflé de près de 148 milliards, et, de 715 milliards en l'espace de quatre ans. Ce mouvement de hausse continue suscite légitimement des inquiétudes², même s'il faut rappeler que c'est seulement une fraction de la dette qui est renouvelée tous les ans (selon l'Agence France Trésor, la maturité moyenne des titres émis par l'Etat est de 8,5 ans), et, que la demande lors de chaque émission d'obligations est au rendez-vous, notamment de la part des investisseurs étrangers³.

² Dans le scénario de référence communiqué lors de la parution de son *Debt Sustainability Monitor*, la Commission européenne envisage à ce stade que la dette publique s'élèverait à 130 % du PIB fin 2034.

³ Selon la Banque de France, au quatrième trimestre 2023, 53 % des détenteurs de titres de la dette négociable de l'Etat étaient des investisseurs non résidents.

Des consommateurs plutôt attentistes

Le bon chiffre relevé pour la consommation des ménages au troisième trimestre (+ 0,5 %) a laissé place à une stagnation au quatrième. Le glissement annuel s'inscrit à 0,7 %, pour une large part en liaison avec le repli des dépenses en alimentation, lesquelles représentent environ 15 % du panier moyen. La forte inflation enregistrée il y a quelques mois encore conduit bien à une diminution de la demande pour nombre de produits, comme le relève la Fédération du commerce et de la distribution dans sa dernière publication mensuelle : viande, produits de la mer, fruits et légumes. A l'inverse, les achats d'automobiles ont nettement progressé fin 2023, les Français ayant anticipé l'entrée en vigueur début 2024 de critères plus restrictifs sur l'attribution du bonus écologique pour l'achat d'un véhicule électrique ; enfin, les dépenses dédiées aux services s'inscrivent sur une pente positive pour tous les grands postes, à commencer par celui des transports. Précisons ici que certaines activités n'ont toujours pas retrouvé le niveau de demande qui était le leur avant la pandémie : c'est le cas du trafic aérien de passagers, qui, en février 2024, représentait 96 % de celui de février 2019 (source : DGAC), ou bien de la fréquentation des cinémas, qui, en 2023, représentait 85 % des entrées de 2019 et 90 % de celles de 2018 (source : CNC).

L'effort d'épargne des ménages reste massif : à 17,6 % de leurs revenus après prélèvements en 2023, il est supérieur de 3 points à la moyenne historique. Environ les deux tiers de cet écart tiennent à celui qui s'est creusé pour le seul taux d'épargne financière, correspondant à la part des revenus investie dans des actifs financiers ; sur les 121 milliards d'€ placés à l'été 2023 en cumulé sur quatre trimestres, près de 105 milliards étaient des dépôts bancaires rémunérés et 32 milliards relevaient de l'assurance-vie et de l'épargne-retraite, tandis que la Banque de France estime la décollecte des dépôts à vue à hauteur de 46 milliards, conséquence directe de la vive remontée des taux d'intérêt⁴. Comme le taux d'épargne n'a guère varié entre 2022 et 2023, c'est seulement l'augmentation du pouvoir d'achat des revenus après prélèvements (+ 0,8 %), qui a maintenu la consommation à flot, elle-même permise par la hausse nominale à la fois des revenus d'activité et du patrimoine.

L'hypothèse d'une accélération de la consommation en 2024 semble raisonnable compte tenu des moindres pressions inflationnistes, mais, repose pour beaucoup sur une érosion du taux d'épargne qui se fait attendre, à rebours d'ailleurs de ce qui est généralement observé ailleurs en Europe, où celle-ci s'est manifestée. Dans les deux dernières enquêtes mensuelles de l'Insee, la nette diminution du solde d'opinions des Français sur l'opportunité d'épargner constitue peut-être un premier signe en ce sens.

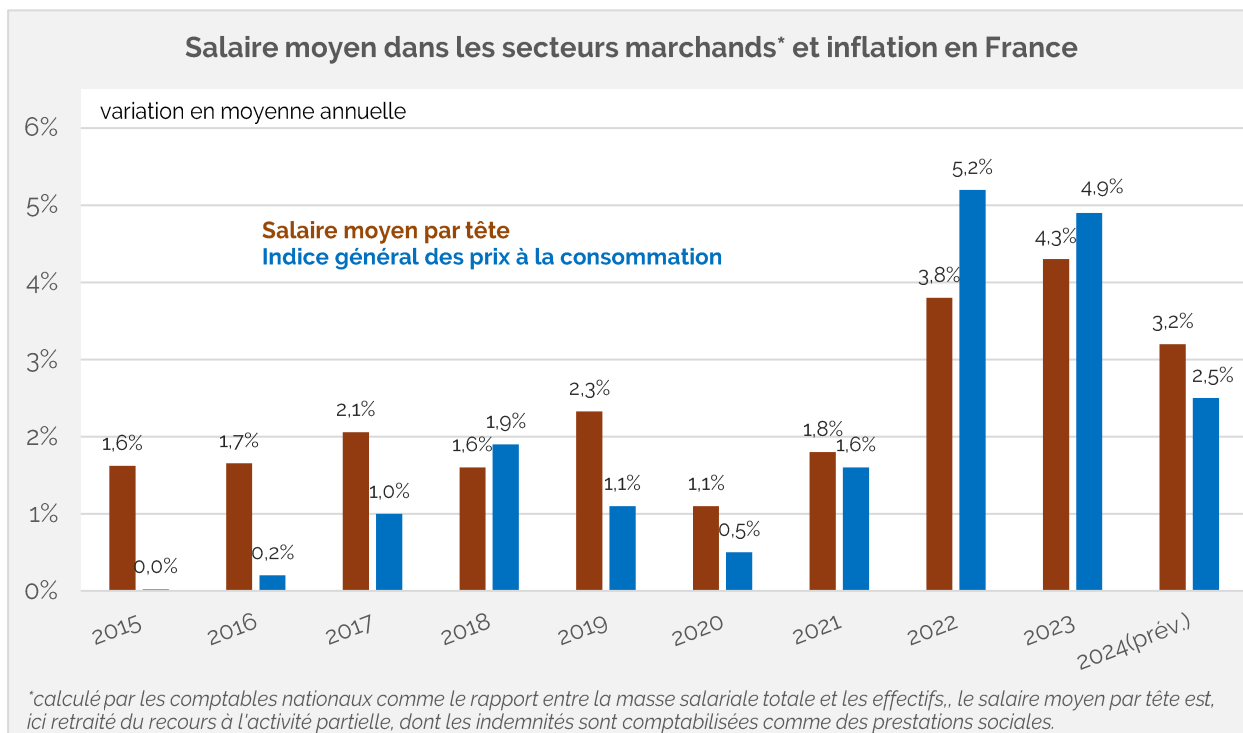
A l'exception des services, une désinflation notable pour les autres postes

Selon une estimation provisoire, le glissement sur douze mois des prix à la consommation dans l'Hexagone a atteint 2,3 % en mars 2024, en regard de + 3 % en février et une moyenne de + 6 % entre la mi-2022 et avril 2023. A présent en effet, les tarifs des biens industriels ne progressent guère (leur avance avait culminé à près de 5 %), tout comme ceux de l'alimentation (qui avaient connu des taux à deux chiffres). L'augmentation des prix de l'énergie ressort à près de 3,5 %, moyenne recouvrant une progression de 23 % pour l'électricité mais un repli de respectivement 6,6 % et 2,3 % pour le gaz et les carburants routiers (statistiques de février pour ces trois derniers postes). Pour le tabac, le glissement annuel atteint 10,7 %, résultat du double relèvement de la fiscalité intervenu en mars 2023 et en janvier 2024. Enfin, les services, qui comptent pour plus de la moitié dans le panier moyen, affichent des prix toujours en progression de l'ordre de 3 %, devenant clairement les premiers contributeurs à l'inflation d'ensemble sous l'impulsion notamment des tarifs des transports aériens, des assurances et des services de restauration. Un chiffre comparable serait peu ou prou observé au moins jusqu'à l'été.

En moyenne annuelle, l'accroissement de l'indice général des prix s'établirait à 2,5 % selon le dernier consensus des économistes, prévision qui n'a en fait quasiment pas été modifiée depuis juillet 2023. Dans le même temps, le salaire moyen par tête dans le privé- lequel comprend le salaire de base ainsi que les rémunérations annexes- gagnerait 3,2 % selon les projections de la Banque de France diffusées à la mi-mars (trois mois plus tôt, l'institution anticipait un gain supérieur à 4 %). De son côté, le SMIC serait revalorisé une seconde fois cette année, puisque, en août 2024, l'indice des prix

⁴ Durant le seul troisième trimestre 2023 (dernier connu), la décollecte sur les dépôts à vue a toutefois été limitée à 0,7 milliards d'€.

utilisé dans la formule dépasserait potentiellement de plus de 2 % l'indice du mois de novembre 2023 (lequel a servi à la revalorisation de 1,13 % le 1^{er} janvier dernier) : dans le cas de figure que nous retenons, le salaire minimum grimperait de 2,7 % le 1^{er} octobre 2024, puis d'environ 0,2 % au 1^{er} janvier 2025⁵.



Sources : Insee, Banque de France, Consensus

Le secteur de la construction a touché le fond

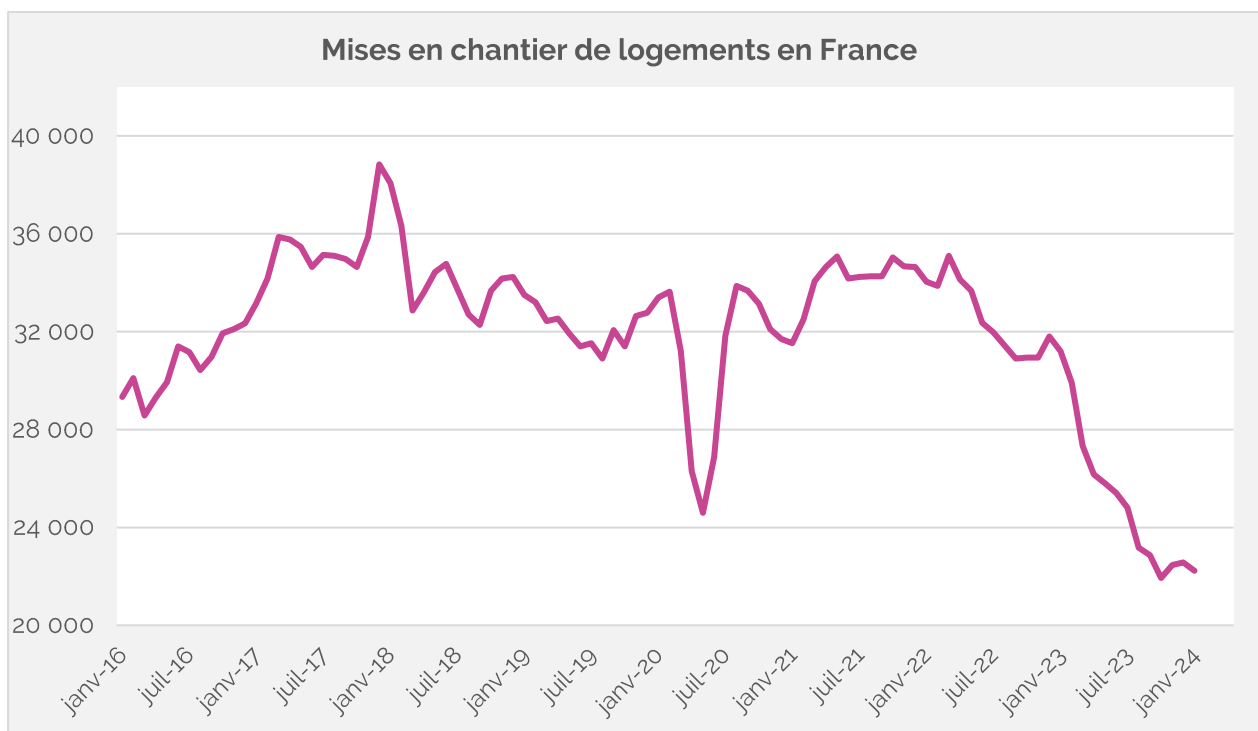
Le secteur immobilier traverse une crise profonde, illustrée par le niveau des mises en chantier, actuellement toujours en deçà du creux touché lors de l'apparition du Covid. Il faut dire que les fondamentaux ont largement joué en défaveur du secteur, à commencer par la montée brutale des taux d'emprunt, qui a conduit à une division par deux des flux de crédits bancaires distribués, ce en l'espace d'un peu plus d'un an seulement. En janvier 2024, le taux d'intérêt moyen est ressorti en moyenne à 4,2 % selon la Banque de France (hors renégociations), c'est-à-dire 3 points de plus que lors des premiers mois de 2022. De surcroît, s'ils ont amorcé une légère inflexion, les prix des logements demeurent particulièrement élevés puisque, entre 2015 et 2022, ils avaient bondi de 28 % dans le neuf et de 33 % dans l'ancien en métropole. Au total, le pouvoir d'achat immobilier des ménages⁶ est retombé sur son niveau relevé en 2013-2014 ; **précisions toutefois que ce dernier a cessé de diminuer au second semestre de l'an passé, l'augmentation des revenus des Français ayant compensé près de la moitié de l'impact de la montée des taux d'intérêt depuis fin 2021.**

La chute de la demande sur les marchés du neuf et de l'ancien n'empêche pas le segment de l'amélioration-entretien de se maintenir en expansion. Selon les chiffres communiqués par la Fédération française du bâtiment, la production exprimée en volume dédiée à la rénovation de logements a grimpé de plus de 2 % en 2023, soutenue par les travaux favorisant l'efficacité énergétique.

Au total, selon les comptes nationaux, le volume des investissements résidentiels a cédé 5,1 % en 2023, repli qui a vocation à s'amplifier en 2024-2025 au vu des délais de transmission habituels de la chute des mises en chantier ainsi que des ventes (filière promoteurs et maisons individuelles).

⁵ Dans le cas où le SMIC serait revalorisé de 2,7 % en octobre 2024, il augmenterait à hauteur de 0,2 % au 1^{er} janvier 2025, conséquence de l'évolution des prix hors tabac des ménages du premier quintile de la distribution des niveaux de vie entre août et novembre 2024 (pas de hausse attendue), et, de la moitié du glissement annuel du pouvoir d'achat du SHBOE entre septembre 2023 et septembre 2024 (+ 0,2 %).

⁶ Nombre de mètres carrés pouvant être acquis par un ménage disposant d'un revenu médian et empruntant au maximum de sa capacité (calculs de la Banque de France)



Source : Ministère de la transition écologique

Interruption des créations d'emplois

Quasiment 1,1 million d'emplois privés ont été créés dans notre pays entre 2019 et 2022, hausse qui s'est poursuivie ensuite quoiqu'à une cadence nettement moins soutenue. Un recul est même intervenu au quatrième trimestre 2023 pour la première fois depuis 2020, conséquence de la poursuite de l'affaiblissement des effectifs dans la construction et de l'intérim, et, du retournement à l'œuvre dans les services (commerce de gros, restauration, information-communication et services administratifs). Le renforcement du stock d'apprentis dans le privé s'est prolongé en 2023, de sorte que celui-ci a atteint un record de 986 000 en fin d'exercice selon la Dares : ainsi, plus de 40 % de la progression du nombre de salariés du privé enregistrée ces quatre dernières années a tenu à celle des apprentis. **D'après une récente étude menée par la Banque de France, le boom de l'apprentissage, mais aussi la modification de la composition des qualifications et la rétention de main d'œuvre expliqueraient la moitié de la chute de la productivité intervenue depuis 2019, l'autre moitié étant pour une large part encore inexpliquée à ce stade.** Selon les industriels interrogés, le mouvement d'ensemble découle de nombreux facteurs, liés au raffermissement des coûts de production, aux problèmes d'approvisionnement, aux difficultés de recrutement (plus de 80 % des employeurs interrogés citant ces dernières comme un facteur important ou très important pour expliquer la contraction de la productivité). Malgré une inflexion au dernier trimestre 2023, le nombre d'emplois vacants dans les établissements industriels de plus de 10 salariés est ressorti à 53 000 en regard d'une moyenne de 30 000 jusqu'à la pandémie ; dans l'ensemble du privé, le nombre d'emplois vacants s'élève à près de 350 000⁷.

En progression continue jusque récemment, le taux d'emploi- calculé comme le rapport entre le nombre de personnes de 15 à 64 ans en emploi et la population âgée de cette classe d'âges- plafonne désormais autour de 68,5 %, bien que le ratio mesuré auprès des 50 ans et plus poursuive son ascension, dépassant pour la première fois 67 % (83 % pour les 50-54 ans, 77 % pour les 55-59 et 40 % pour les 60-64 ans, d'après les données détaillées d'Eurostat). Le taux de chômage est quelque peu reparti à la hausse, représentant 7,5 % de la population active fin 2023 contre un plus bas de 7,1 % en début d'exercice, dernière marque qui n'avait jamais été enfoncée lors des deux dernières décennies.

Globalement donc, le marché du travail devient moins tendu, ce dont témoigne l'évolutions d'autres indicateurs comme la rotation de main d'œuvre qui marque le pas mais aussi la diminution des offres

⁷ La statistique du nombre d'emplois vacants dans les établissements de moins de 10 salariés n'est pas diffusée par la Dares.

d'emploi collectées par France Travail, lesquelles ont décroché d'environ 15 000 en à peine douze mois en métropole.

Les dépenses des entreprises très en verve jusque récemment

Les dépenses des entreprises ont largement tiré la croissance au cours des dernières années. Les seuls investissements en capital fixe se sont raffermis de 2,7 % en volume l'an dernier après + 3,8 % en 2022, grâce à la vitalité de ceux dédiés à l'information-communication (R&D, logiciels) : + 7 % en un an et + 36 % en quatre ! De surcroît, les investissements en biens manufacturés ont gagné près de 7 %, stimulés par les matériels de transport, après, il est vrai, un exercice 2022 très décevant. La montée brutale des taux d'intérêt et la dégradation de la trésorerie reflétée par la contraction de la valeur des actifs liquides détenus (en terme réels) n'ont donc pas véritablement bouleversé les projets des entrepreneurs à l'échelle macroéconomique. Néanmoins, les chiffres infra-annuels témoignent d'une baisse de 0,9 % lors des trois derniers mois de 2023, résultat de moindres achats d'automobiles de société et d'une orientation toujours négative des investissements en construction. Dans les enquêtes de l'Insee menées en janvier 2024, l'opinion des industriels sur l'évolution prévue des investissements à horizon de trois mois s'est brutalement dégradée, et, celle mesurée dans les services a continué de s'éloigner par le bas de sa moyenne de long terme.

Le repli des investissements fin 2023 coïncide avec l'ajustement des stocks et avec la décrue du volume des importations, particulièrement marquée pour les produits pharmaceutiques, les véhicules électriques (à l'issue d'un bond les trimestres précédents) et l'énergie (hydrocarbures et produits pétroliers raffinés). Selon les comptes nationaux, le déficit extérieur de biens industriels est revenu à 21,5 milliards d'€ au quatrième trimestre 2023 contre un maximum proche de 50 milliards à l'été 2022 mais un niveau moyen de 14 milliards entre 2017 et 2019. Il est loin d'être compensé par l'excédent calculé pour les services, évalué à 4,8 milliards (tourisme compris), performance équivalente à celle relevée les trois trimestres précédents.

De fortes disparités sectorielles pour les résultats d'exploitation

Malgré le décrochage de la productivité et la stabilité du poids des impôts de production nets de subventions, le taux de marge des sociétés non financières a gagné 1 point en 2023, à la faveur du repli des salaires déflatés de l'inflation et de l'amélioration des termes de l'échange intérieur⁸. A 32,7 % de la valeur ajoutée, le ratio est supérieur d'1,1 point à sa moyenne calculée en 2018, situation qui masque des écarts sectoriels d'ampleur ; progression sensible dans l'énergie, l'agroalimentaire et dans une moindre mesure les transports, et, à l'inverse, une baisse dans les services financiers, l'hébergement-restauration et les services aux ménages ; **dans l'industrie manufacturière hors agroalimentaire, le taux de marge demeure légèrement en retrait de celui d'il y a cinq ans (- 0,7 point) en raison uniquement des mauvaises performances observées pour les matériels de transport.**

Si le taux de marge s'est globalement raffermi, c'est aussi le cas des revenus de la propriété, en l'occurrence les intérêts nets versés, de sorte que, au final, en tenant compte de la variation des impôts directs et des autres postes (comme les transferts courants divers et les primes d'assurance par exemple), le taux d'épargne des sociétés non financières est resté rigoureusement stable en 2023 : 22,2 % de la valeur ajoutée. Comme le taux d'investissement a peu varié, le taux d'autofinancement est ressorti à 86,5 % contre 85,8 % un an plus tôt. Autrement dit, les revenus dégagés par les entreprises ne leur permettent pas de financer entièrement leurs dépenses d'équipement, situation se produisant d'ailleurs systématiquement depuis 2005.

⁸ Rapport entre le prix de la valeur ajoutée et le prix de consommation