

LES PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE EN 2024 SELON LES PRÉVISIONNISTES DE L'OFCN

Anissa Saumtally, Benoit Williatte

La 6^e édition de l'Observatoire français des comptes de la nation s'est tenue fin novembre 2023. Différents instituts réalisant des prévisions pour l'économie française ainsi que son environnement international (Banque de France, Direction Générale du Trésor, INSEE, OFCE, Rexecode ainsi que les équipes de prévisions de certains acteurs financiers) y ont pu échanger sur leurs scénarios et méthodes, tandis que deux tables rondes ont permis d'apporter des éclairages supplémentaires sur les situations des entreprises françaises et du marché immobilier. Nous présentons ici une synthèse des discussions de l'OFCN 2023.

L'OFCE organise depuis plusieurs années la rencontre de l'Observatoire français des comptes de la nation (OFCN), où les équipes de prévisionnistes de diverses institutions discutent de la situation de l'économie française, de l'environnement international et de leurs prévisions pour l'année à venir. Ce *Policy brief* synthétise les apports de cette 6^e édition qui s'est tenue le 22 novembre 2023. Les prévisions discutées lors de l'OFCN 2022 avaient été réalisées alors que l'Europe subissait pleinement le choc énergétique résultant de l'invasion de l'Ukraine, et que les banques centrales décidaient d'augmenter rapidement leurs taux directeurs. Un an plus tard, la hausse des prix de l'énergie s'étant majoritairement résorbée, l'environnement international serait davantage conditionné – en l'absence de nouveaux chocs énergétiques ou géopolitiques – par les effets des politiques monétaires sur l'activité.

S'agissant de l'économie française, cette édition de l'OFCN s'est focalisée sur certains aspects encore marqués par de fortes incertitudes : les comportements d'épargne des ménages, l'évolution de la productivité du travail, la situation financière des entreprises et enfin les perspectives sur le marché de l'immobilier. Ces deux derniers sujets ont été abordés en détail au cours de tables rondes.

À titre de rappel, nous attirons l'attention sur le fait que les calendriers de réalisation des prévisions varient selon les participants et donc qu'au-delà des différences d'interprétation économique, les éventuelles divergences peuvent être partiellement liées au fait que certaines équipes disposaient d'informations plus récentes que d'autres.

Calendrier des réalisations des prévisions présentées à l'OFCN 2023

Septembre 2023

Banque de France,
DG Trésor (PLF), Rexecode,
Société Générale

Octobre 2023

Crédit Agricole,
Commission européenne,
INSEE, FMI, OFCE

Novembre 2023

Allianz, BNP Paribas, ING,
Morgan Stanley, Natixis,
OCDE, Pair Conseil

De nombreux graphiques présentent les prévisions des divers instituts, chacun d'eux étant associé à une couleur :

● Allianz	● Crédit Agricole	● INSEE	● OFCE
● BNP Paribas	● DG Trésor	● Morgan Stanley	● Pair Conseil
● Banque de France	● FMI	● Natixis	● Rexecode
● Commission européenne	● ING	● OCDE	● Société Générale

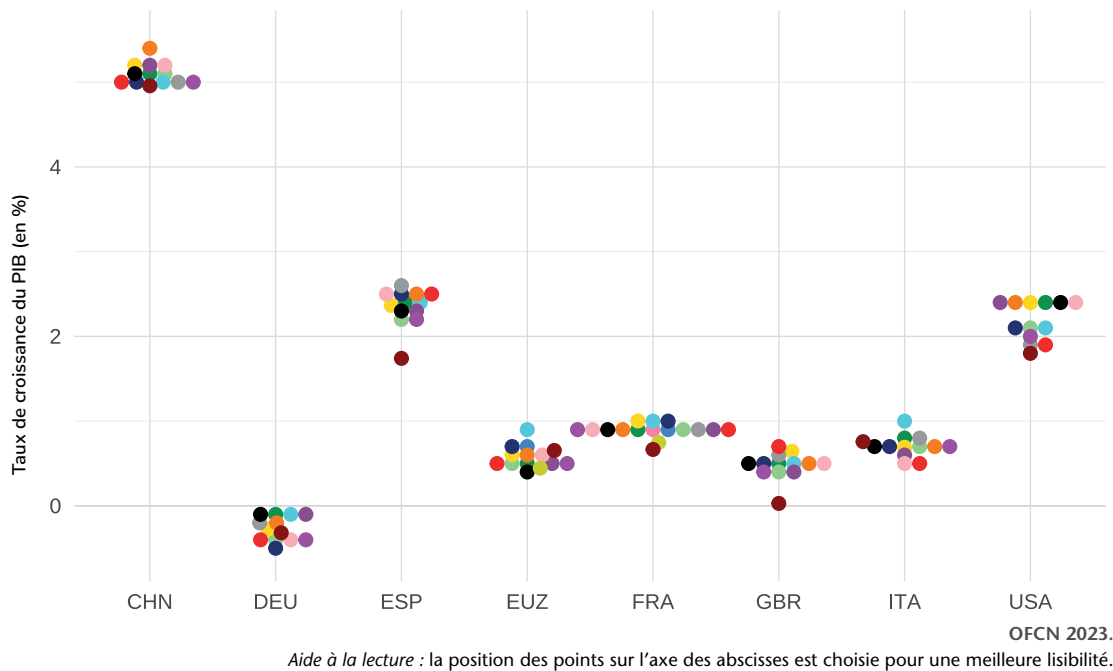
Croissance du PIB dans les principales économies développées

Prévisions du PIB pour 2023

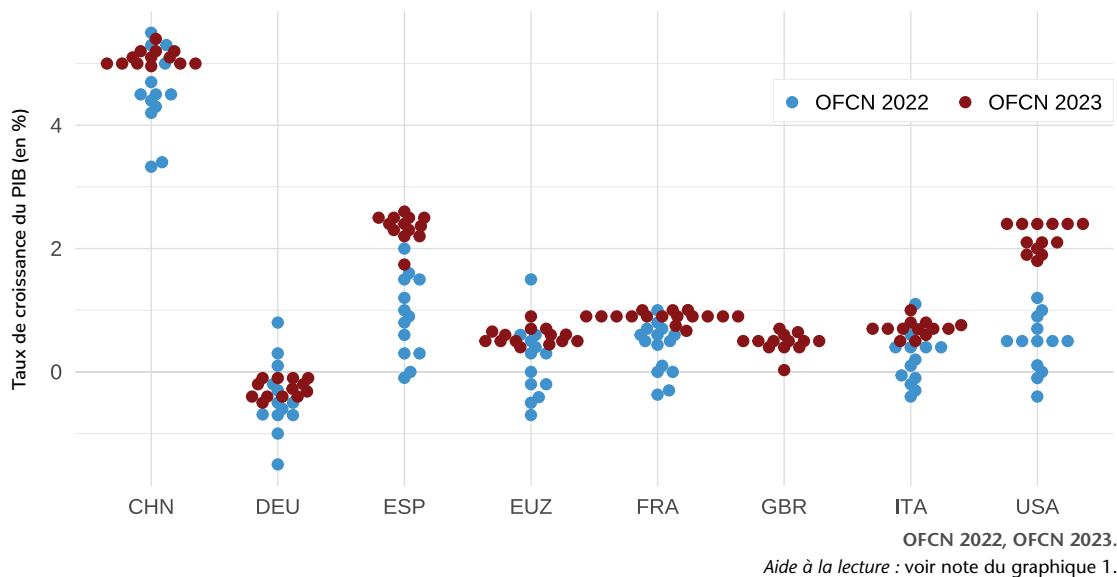
L'année 2022 avait d'abord vu la croissance mondiale tirée par les dynamiques de rattrapage post-Covid avant que la hausse des prix de l'énergie et des politiques monétaires plus restrictives n'assombrissent les perspectives de croissance. Les prévisions pour 2023 établissent un diagnostic de ralentissement des principales économies sans toutefois connaître de baisse du PIB, à l'exception de l'Allemagne (graphique 1). Les différences en termes d'exposition à la hausse des prix de l'énergie ainsi que les comportements d'épargne se traduisent par un contraste clair entre les États-Unis et les principales économies européennes, parmi lesquelles seule l'Espagne connaîtrait une croissance supérieure à +2 %. La Chine continuerait de réaliser une croissance plus forte que les économies développées, atteignant son objectif d'environ +5 %.

En comparant les prévisions réalisées fin 2022 et fin 2023, on constate que les taux de croissance ont généralement été révisés à la hausse pour l'année 2023 (graphique 2). En Europe, les ajustements ont été particulièrement forts pour l'Espagne ; pour la zone euro dans son ensemble, la récession anticipée par certains organismes pour 2023 n'est plus considérée comme probable. L'économie américaine a clairement surpris les analystes par son dynamisme en 2023, toutes les prévisions s'étant avérées trop pessimistes fin 2022. Au cours de la discussion, les participants ont plus généralement noté les difficultés à prévoir la croissance américaine depuis le Covid. La croissance inattendue en 2023 s'expliquerait surtout par un impact moins fort qu'attendu du resserrement monétaire de la Fed, une consommation des ménages plus robuste qu'anticipée grâce à l'utilisation de la « surépargne » induite par le soutien budgétaire de 2020-2021. L'utilisation d'une grande partie de ce « stock de surépargne » prévue pour 2023 devrait donc retirer un facteur d'incertitudes sur les prévisions américaines pour 2024.

Graphique 1. Prévisions du taux de croissance du PIB en 2023



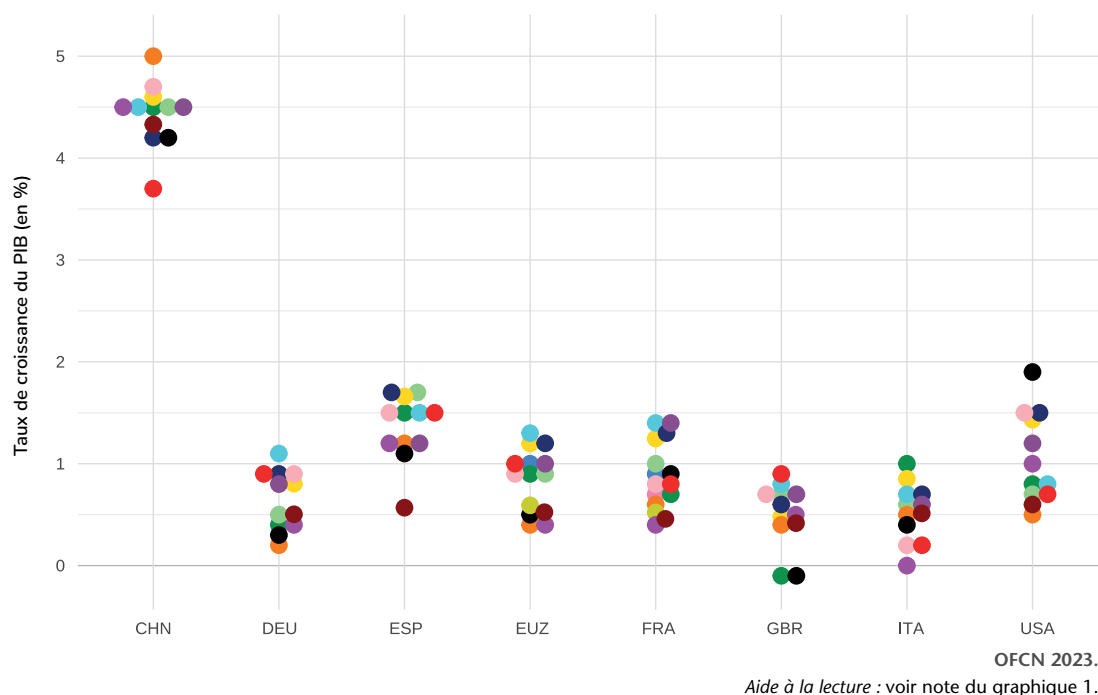
Graphique 2. Révisions des prévisions de la croissance du PIB en 2023



Prévisions du PIB pour 2024

Pour 2024, les participants de l'OFCN anticipent des taux de croissance encore pousifs pour les économies européennes, légèrement inférieurs à +1 % (graphique 3). L'Allemagne devrait connaître un léger rebond à mesure que les effets du choc énergétique s'estompent tandis que le dynamisme de l'économie espagnole serait atténué sous l'effet de la politique restrictive de la BCE et de la fin du rattrapage post-Covid. Les écarts de taux de croissance annuels entre États-Unis et zone euro devraient se résorber, avec des points médians de prévisions donnant des PIB augmentant de +0,9 %. L'économie chinoise ralentirait quelque peu, avec une prévision médiane de croissance de +4,5 %.

Graphique 3. Prévisions du taux croissance du PIB en 2024



Retour sur l'évolution du PIB depuis 2019

Avec la fin des chocs Covid et énergétiques, les prévisions pour 2024 fournissent l'occasion d'opérer une mise en perspective des quatre dernières années par rapport aux trajectoires de croissances prévues avant crise. Nous présentons ici les niveaux prévus pour le PIB en 2024 en écart à ceux de 2019 ainsi qu'en écart au PIB potentiel calculé sur la base des prévisions de croissance potentielle de l'OCDE en 2019 (graphique 4)¹.

Deux pays ont particulièrement attiré l'attention des participants. En premier lieu, les prévisions pour 2024 confirment l'idée que l'économie américaine aura connu une croissance nettement supérieure à celle des principales économies européennes depuis 2019. Cette sur-performance relative s'expliquerait intuitivement par les impacts différenciés du choc énergétique, l'intensité des politiques de soutien budgétaire et les comportements de (dés)épargne. Par ailleurs, l'Allemagne apparaît comme étant le pays le plus affecté par les chocs subis depuis 2020 tandis que l'Espagne et l'Italie connaîtraient la croissance la plus forte parmi les pays cités. Outre la plus grande dépendance énergétique, il a été noté que la moindre croissance allemande résultait aussi de sa plus grande exposition à la conjoncture mondiale, notamment du fait de l'importance de ses exportations vers la Chine. D'autres participants ont également rappelé qu'un ralentissement de la production industrielle allemande était visible dès 2017, possiblement en raison d'une réduction du différentiel de compétitivité par rapport aux autres économies majeures.

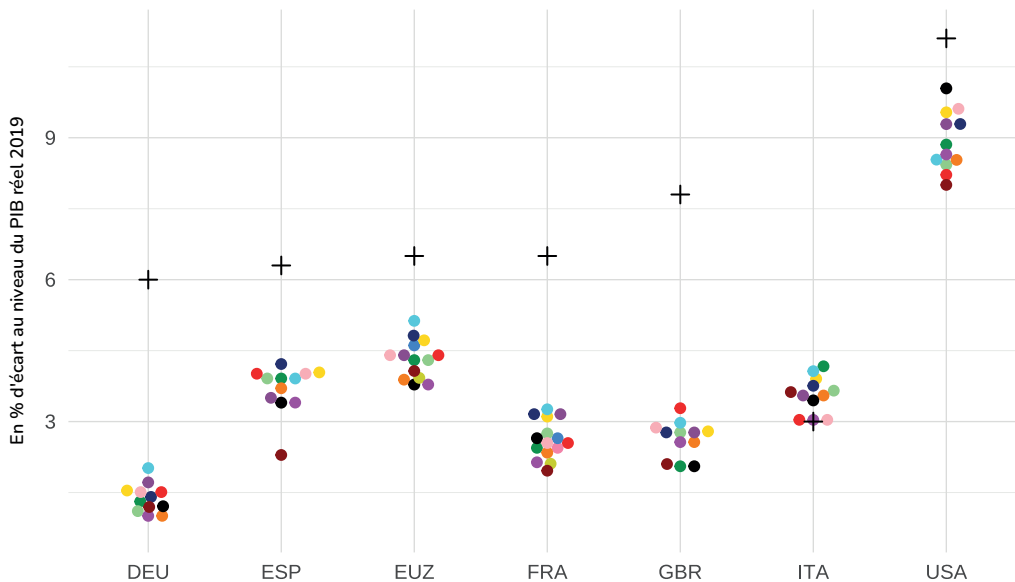
Au sujet de la divergence entre États-Unis et économies européennes, il a été commenté que l'écart prévu pourrait aussi être en partie lié à des différences de croissance potentielle, par exemple liées aux dynamiques démographiques. L'écart entre d'une part, les niveaux du PIB prévus pour 2024 par les participants de l'OFCN, et d'autre part les estimations réalisées en 2019 de PIB potentiel de 2024, permet de comparer les dernières prévisions à un scénario contrefactuel « sans crises ». D'après les points médians des niveaux de PIB prévus pour 2024, l'écart serait similaire pour la

1.

Les estimations de croissance potentielle sont issues de l'*Economic Outlook* publié par l'OCDE en novembre 2019. Pour 2023 et 2024, nous avons appliqué les taux de croissance potentielle estimés pour 2022.

zone euro (-2,1 points de %) et les États-Unis (-2,3 points de %). Le déficit de croissance observé par rapport au potentiel serait plus élevé pour l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni ; l'Italie se démarquerait en affichant une croissance du PIB légèrement supérieure à son (faible) potentiel estimé.

Graphique 4. Prévisions OFCN des niveaux de PIB 2024 et estimations pré-Covid des niveaux de PIB potentiels de 2024



OFCN 2023, WEO OCDE – Novembre 2019.

Note : les croix indiquent les prévisions réalisées par l'OCDE en 2019 du niveau atteint par le PIB potentiel en 2024.

Aide à la lecture : voir note du graphique 1.

L'inflation dans la zone euro

L'inflation en 2024 : des effets de second tour modérés

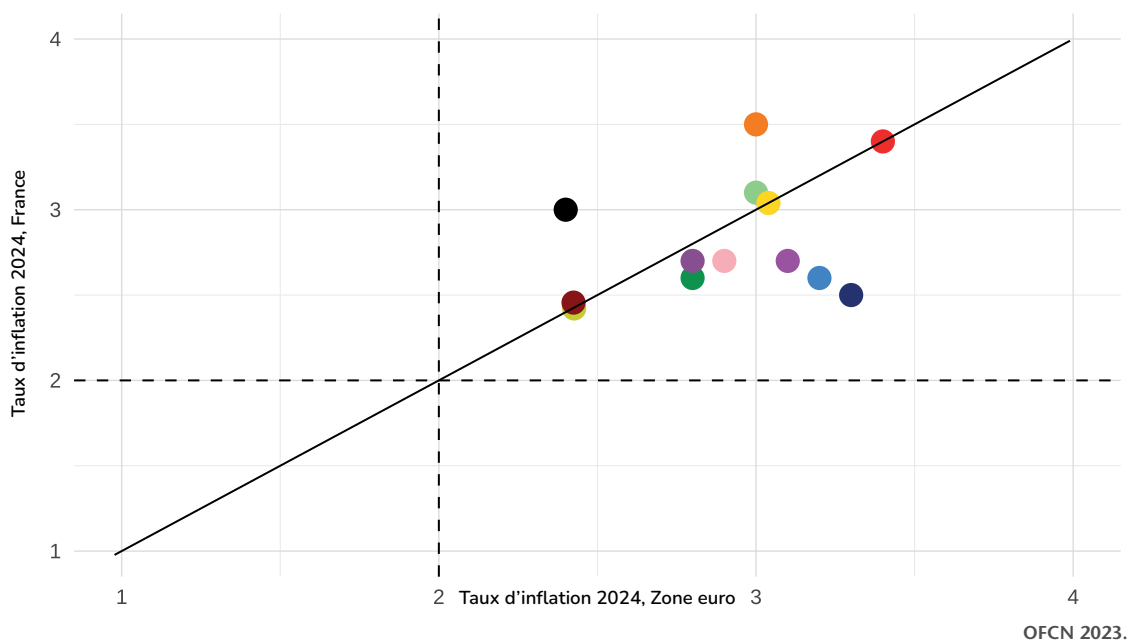
En prévision, l'inflation² s'établirait en 2023 autour de 5,4 % pour la France et la zone euro après avoir été mesurée à 5,9 % et 8,4 % en 2022, contrastant avec l'inflation modérée (au sens de la cible de la BCE) des dernières décennies. En 2024, les hausses de prix en France et pour la zone euro devraient être similaires – respectivement 2,7 % et 3 % si l'on retient les points médians des prévisions. La majorité des prévisionnistes voient l'inflation française légèrement en-dessous de celle de la zone euro.

Les hausses du prix du gaz observées en 2022 ont eu un effet direct fort sur l'inflation, y compris sur les produits hors produits énergétiques, en raison de l'importance de ces derniers comme intrants dans la production de biens et services. Dans une moindre mesure, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement résultant du Covid avaient également contribué à la hausse de l'inflation. En comparaison, les dynamiques inflationnistes de 2024 devraient *a priori* être surtout marquées par les éventuels effets de second tour liés au rattrapage des salaires et à la diffusion de ceux-ci aux prix, selon les instituts sondés (graphique 6). Ces effets de second tour ne devraient toutefois pas avoir d'effets forts sur l'inflation. De possibles nouveaux chocs positifs sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires ou bien un regain de tensions sur les chaînes d'approvisionnements ont également été évoqués par les répondants comme facteurs inflationnistes potentiels. En termes d'éléments susceptibles d'agir à la baisse sur l'inflation, certains analystes ont cité la politique monétaire.

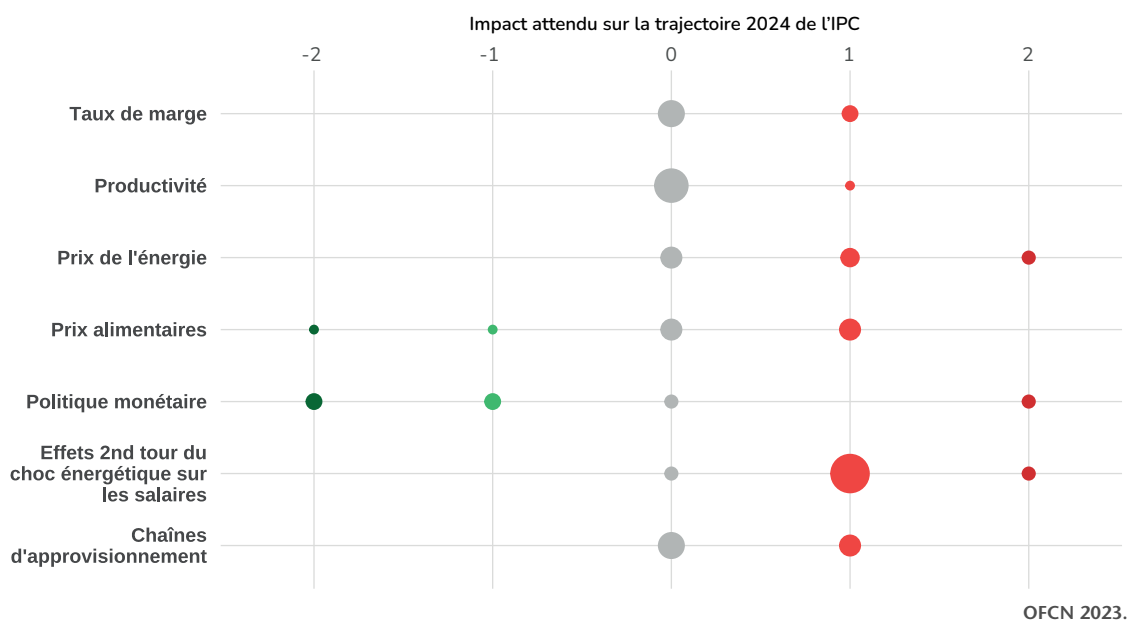
2.

Au sens de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

Graphique 5. Prévisions d'inflation en 2024 en France et en zone euro



Graphique 6. Les principaux déterminants de l'inflation en 2024



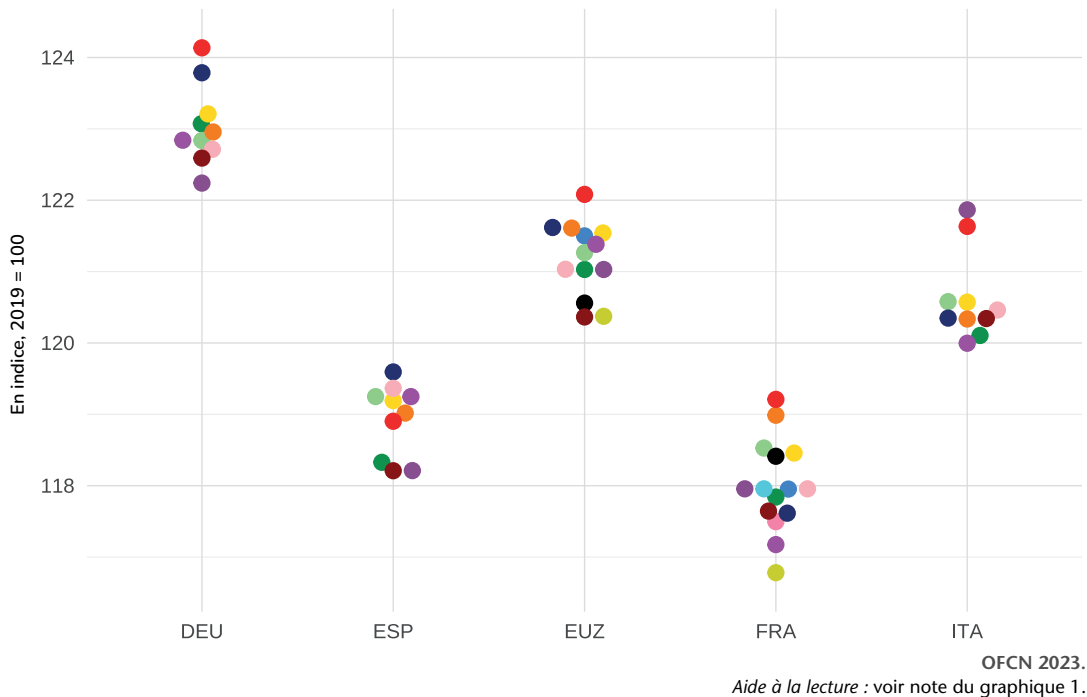
17 réponses reçues. Les valeurs 1 et 2 (resp. -1 et -2) correspondent à des effets inflationnistes attendus respectivement modérés et forts (resp. faibles et très faibles). La taille des points est proportionnelle au nombre de réponses.

Niveaux de prix au sein de la zone euro

Les prévisions d'inflation pour 2024 sont également l'occasion d'examiner les conséquences, en termes de niveaux de prix, des chocs survenus depuis 2019 dans les principales économies de la zone euro. Étant donné l'hétérogénéité en termes de vulnérabilité aux chocs (par exemple, l'exposition directe aux hausses du prix du gaz) ainsi que la diversité des réponses budgétaires apportées à ces chocs (boucliers tarifaires ou compensation sur le revenu des ménages), la zone euro aurait pu voir émerger en son sein des écarts de niveaux de prix potentiellement problématiques en termes

d'impacts sur la compétitivité des différents pays. Les prévisions d'inflation recueillies impliquent notamment des écarts de niveaux de prix non négligeables entre d'un côté l'Allemagne très pénalisée, et de l'autre l'Espagne et la France ; l'Italie se situerait dans la moyenne de la zone euro (graphique 7).

Graphique 7. Indices de prix à la consommation dans la zone euro prévus en 2024



Politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro

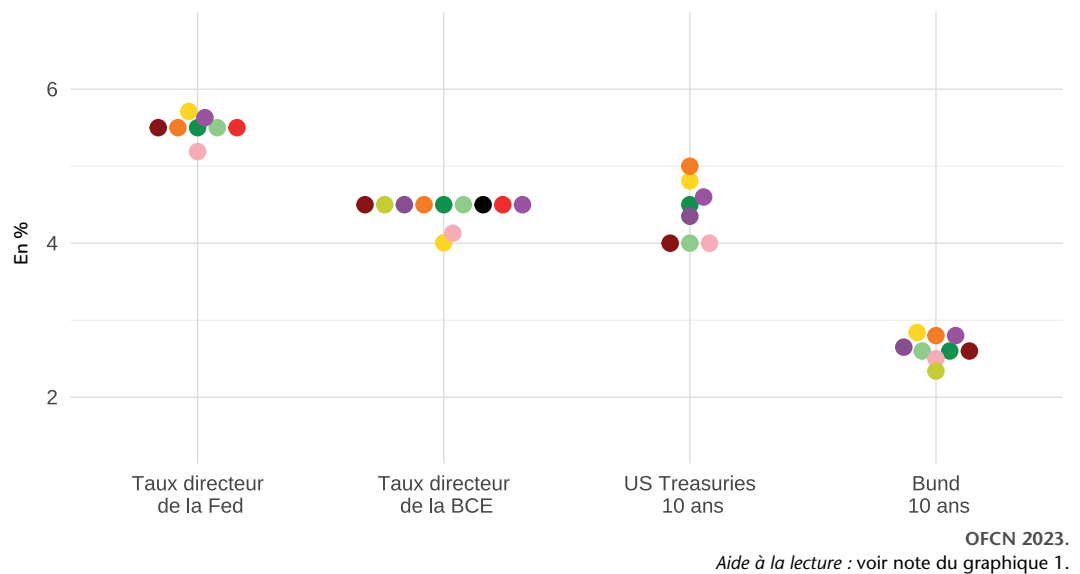
Prévisions de taux pour 2023 et 2024

La Réserve fédérale (Fed) ainsi que la Banque centrale européenne (BCE) avaient réagi à la forte augmentation de l'inflation en relevant nettement leurs taux directeurs en 2022 et 2023. Fin 2023, ceux-ci étaient respectivement fixés à 5,5 % et 4,5 %, soit des niveaux anticipés par la plupart des analystes et en conformité avec la *forward guidance* adoptée par les banques centrales. On constate toutefois une dispersion des prévisions pour les taux d'intérêt des bons du Trésor américain à 10 ans (entre 4 % et 5 %), suggérant une certaine incertitude autour de la transmission de la politique de la Fed aux taux longs de marché (graphique 8).

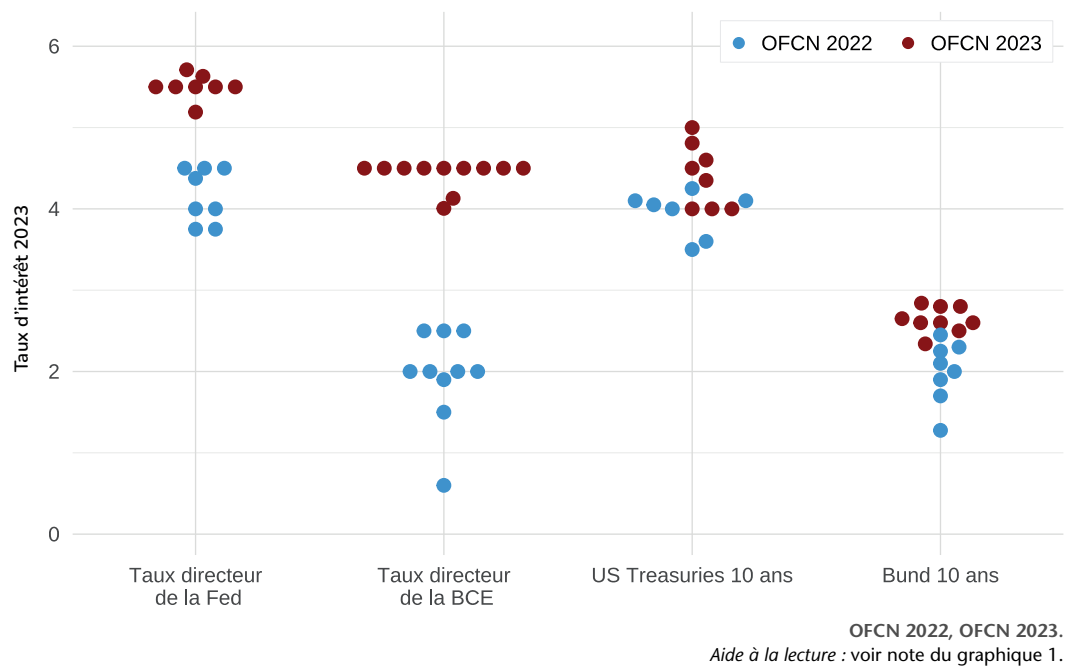
Les prévisions de taux pour la fin 2023 ont été nettement revues à la hausse par rapport à celles présentées lors de l'édition précédente de l'OFCN, avec des corrections médianes de 125 points de base pour la Fed et 250 points de base pour la BCE (graphique 9).

Ces révisions sur 2023 pourraient s'expliquer par des réévaluations des fondements macroéconomiques (croissance, marché du travail, inflation) et/ou des réinterprétations des fonctions de réaction des banques centrales (la politique monétaire qu'elles jugeraient adaptée à des taux d'inflation et de croissance donnés). Il est difficile d'attribuer avec certitude les corrections apportées aux prévisions de taux à l'un ou l'autre de ces facteurs ; on observe toutefois davantage de dispersion concernant les révisions de prévisions pour l'inflation que pour les taux directeurs en 2024.

Graphique 8. Prévisions de taux d'intérêt aux États-Unis et dans la zone euro fin 2023

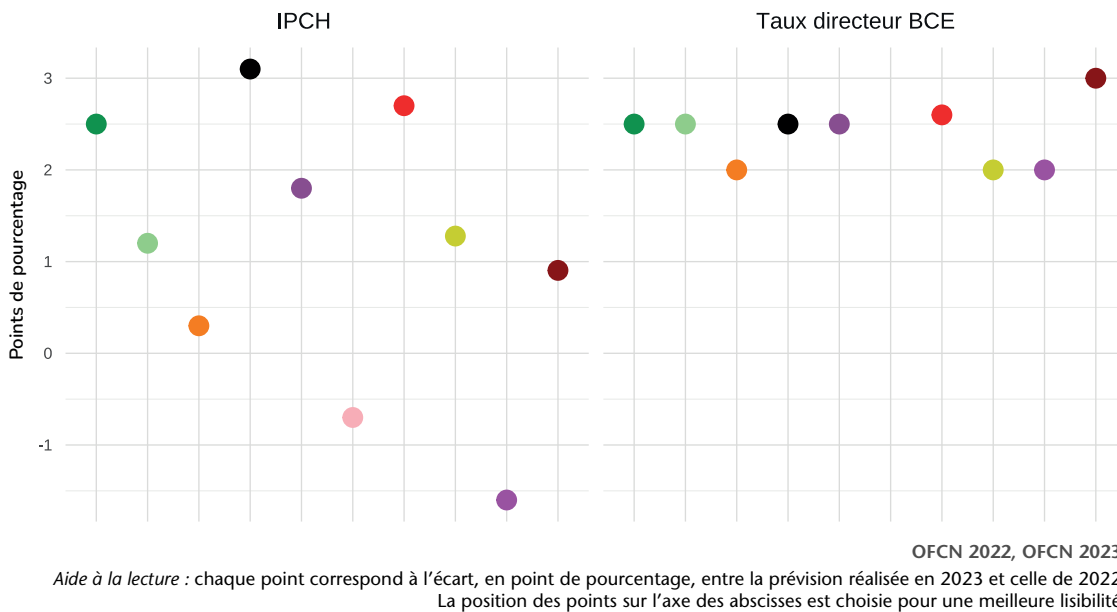


Graphique 9. Révisions des prévisions de taux d'intérêt pour la fin 2023

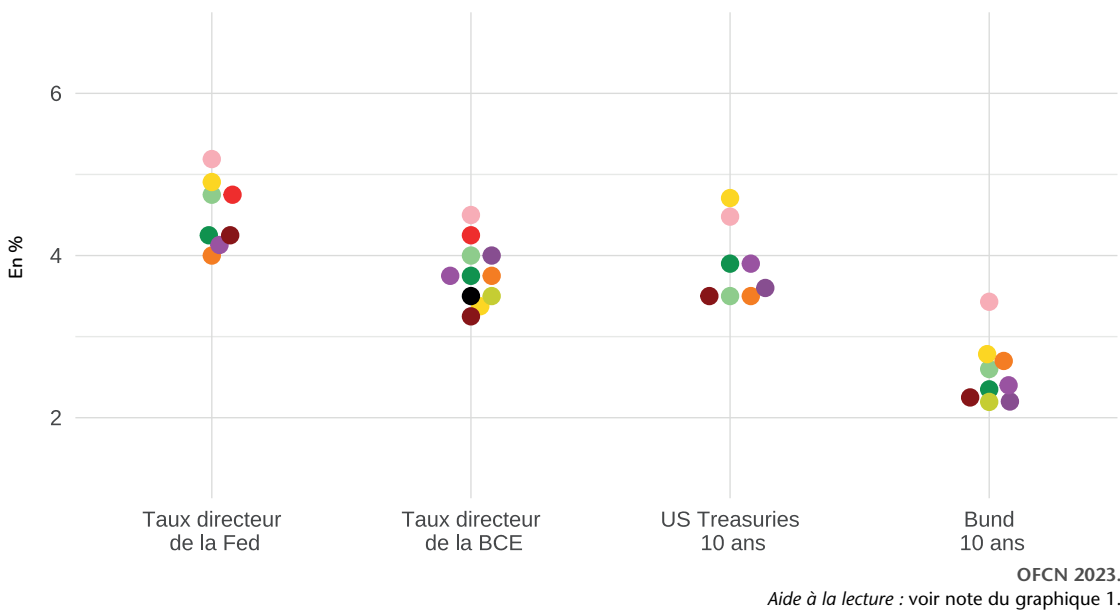


D'ici la fin 2024, les points médians des prévisions indiquent une baisse de 100 points de base des taux pour la Fed et 75 points de base pour la BCE. L'ensemble des participants anticipe une baisse des taux en cohérence avec une trajectoire d'inflation prévue en baisse pour 2024 ; on note toutefois une dispersion assez substantielle des prévisions de taux. Malgré les surprises de 2023, les participants ont indiqué qu'ils avaient peu d'incertitudes autour de leurs prévisions de taux pour 2024, en cohérence avec des dynamiques de prix beaucoup moins volatiles qu'en 2022-2023. La question d'éventuels signaux sur les perspectives de croissance ou d'inflation de long terme, contenus dans les niveaux relativement élevés des taux à 10 ans américains a été soulevée. Cependant, ces taux seraient fortement influencés par certaines caractéristiques du fonctionnement du marché souverain américain et la politique plus restrictive de la Fed.

Graphique 10. Révisions par institut des prévisions d'inflation et du taux directeur en zone euro pour fin 2023, entre OFCN 2022 et la présente édition



Graphique 11. Prévisions de taux d'intérêt aux États-Unis et dans la zone euro pour fin 2024



La transmission de la politique monétaire : l'immobilier en ligne de mire

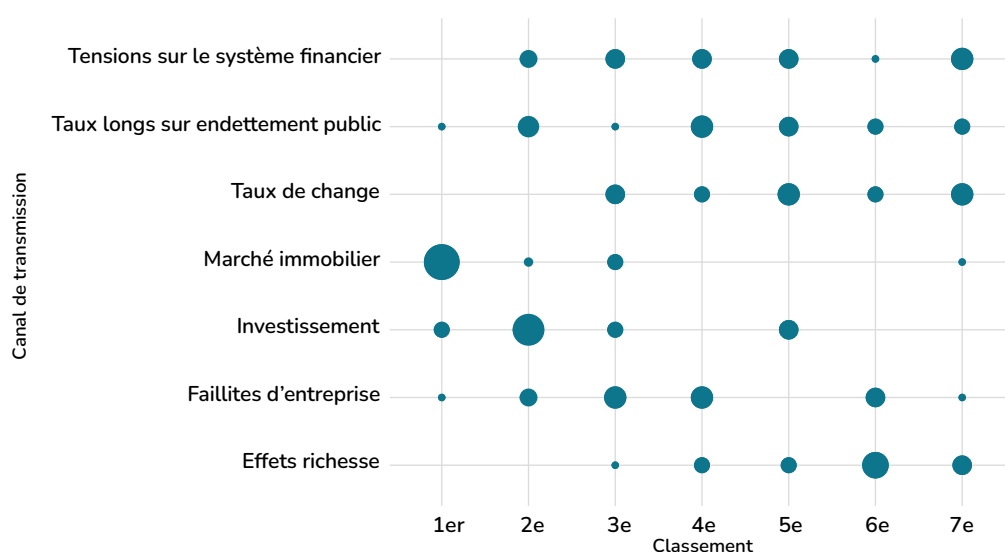
Étant donné les délais de transmission de la politique monétaire estimés par les études empiriques de 1 à 2 ans, l'impact négatif sur l'activité du resserrement monétaire mis en œuvre depuis 2022 devrait se faire ressentir en 2023 et plus particulièrement en 2024³. Les chocs mondiaux récents ayant produit leurs effets directs sur l'activité en 2022 et 2023, l'appréciation de la transmission monétaire via ses différents canaux constitue donc un enjeu de premier plan pour les prévisions macroéconomiques de 2024. En particulier, nous avons interrogé les participants sur leur

3.

Sur les délais de transmission, voir Christophe Blot, 2023, « Politique monétaire : à quel horizon le chômage devrait-il augmenter ? », OFCE le blog, 3 octobre,

évaluation de l'importance relative des différents canaux de transmission de la politique monétaire sur le PIB (graphique 12). Les impacts sur l'investissement des entreprises et surtout sur le marché immobilier apparaissent clairement comme les principaux mécanismes attendus ; les effets potentiels du resserrement monétaire sur les faillites d'entreprises ainsi que sur la stabilité du système financier sont cités en 3^e et 4^e position. Au sujet d'éventuelles déstabilisations du système financier, les fragilités potentielles seraient surtout situées sur certains types d'acteurs (comme cela avait été le cas pour les banques de moyenne taille aux États-Unis en mars 2023). Les assureurs, bien qu'exposés à des moins-values obligataires, n'afficheraient pas de signes alarmants (pas de retraits désordonnés d'investisseurs) et leurs exigences prudentielles en termes de capital seraient respectées au niveau agrégé – ce qui n'écarte toutefois pas la possibilité que certaines institutions soient plus fragiles.

Graphique 12. Importance relative des canaux de transmission de la politique monétaire



OFCN 2023.

Aide à la lecture : les répondants avaient été interrogés sur quels canaux de transmission ils jugeaient être les plus importants. L'axe des abscisses représente le classement relatif attribué par le répondant à un canal de transmission ; la taille des points est proportionnelle au nombre de répondants ayant attribué la n-ième place au classement. Par exemple, le marché immobilier est le canal ayant le plus fréquemment été classé premier, en termes d'impact sur l'économie réelle, parmi les canaux listés.

Encadré 1. Les perspectives de l'immobilier français pour 2024

La première table ronde de l'OFCN 2023, intitulée « Faut-il craindre une crise immobilière en France ? », a accueilli trois panélistes : Loïc Chapeaux, directeur des affaires économiques, financières et internationales de la Fédération française du bâtiment (FFB) ; Thomas Lefebvre, directeur scientifique de Meilleurs Agents, et Sophie Rivaud, économiste au sein de la Direction de la conjoncture et des prévisions macroéconomiques de la Banque de France (BDF).

Loïc Chapeaux a rappelé que le marché immobilier français était déjà en net repli en 2023, sous l'effet de la hausse des taux. Fin septembre 2023, les ventes sur 3 mois de logements neufs avaient baissé de -41,7 % pour les vendeurs individuels et de -18 % pour les promoteurs (en glissement annuel). Les mises en chantier en rythme annuel étaient attendues par la FFB à moins de 300 000 nouveaux logements, ce qui n'avait plus été observé depuis 1992. Toutefois, la construction de bâtiments administratifs et la rénovation devraient augmenter grâce aux soutiens publics. Les contraintes sur l'offre de construction se sont certes relâchées par rapport à 2021-2022 mais essentiellement en raison de la baisse de la

demande. Pour 2025, la FFB anticipe une baisse de la production de l'ordre de 14 milliards d'euros (aux prix de 2022), malgré une hausse de 6 milliards pour la rénovation, et la destruction de 150 000 emplois (en équivalent temps plein). Les participants ont noté le caractère inattendu du dynamisme de l'emploi avant 2023 : il semble vraisemblable que la rétention de main-d'œuvre dans la rénovation et les régularisations aient pu y contribuer, sans toutefois l'expliquer entièrement.

L'intervention de Sophie Rivaud s'est focalisée sur les conditions financières des ménages. Environ 12 milliards d'euros de nouveaux crédits à l'habitat avaient été octroyés entre les 1^{er} et 3^e trimestres 2023, contre un peu moins de 25 milliards en moyenne sur 2022, en raison d'une baisse de la demande de crédits. Le pouvoir d'achat immobilier tel que calculé par la BDF aurait diminué pour les principales économies de la zone euro (de 51,4 % au T3 2022 à 47,3 % au T3 2023 en France), à l'exception de l'Allemagne. La hausse des taux d'intérêt déterminerait largement la baisse du pouvoir d'achat immobilier depuis 2022, là où les augmentations de revenu avaient aussi joué un rôle important – en sens inverse – durant les années 2010. La comparaison européenne a fait ressortir la particularité du marché immobilier allemand où les variations de prix ont eu une forte influence sur le pouvoir d'achat depuis les années 2000 – il a toutefois été rappelé que l'Allemagne avait connu des cycles à contre-temps de ceux des autres économies européennes, rendant difficiles les comparaisons.

Thomas Lefebvre a analysé le ralentissement actuel du marché de l'immobilier français et ses conséquences sur les perspectives des locataires et des acheteurs. Il a rappelé que les indices de prix de l'immobilier montraient qu'une correction partielle de la hausse des années 2010 était en cours, sans toutefois enrayer la forte baisse du pouvoir d'achat immobilier. La baisse des transactions a conduit à une hausse du stock de logements en vente (+40 % entre janvier 2022 et septembre 2023) mais à une baisse du stock de logements à louer (-20 % sur la période). Cette évolution contrastée s'expliquerait notamment par les effets de la hausse des taux d'intérêt sur les ménages primo-accédants ; ceux-ci choisissent en effet de retarder leur achat et donc le départ du logement loué, d'où une baisse de l'offre de location. L'évolution des taux et des prix a également eu pour conséquence de rendre l'acquisition d'un bien moins intéressante, l'achat d'un appartement de 50 m² prenant désormais environ 12 années avant d'être rentable (contre 7 en 2021 et entre 2 et 3 ans sur la décennie 2010). Le schéma classique d'un ménage achetant son premier bien puis le revendant (après 8 ans en moyenne) ne serait donc plus viable dans le contexte actuel ; le marché serait alors surtout tiré par les secundo-accédants.

Perspectives de l'économie française à l'horizon 2024

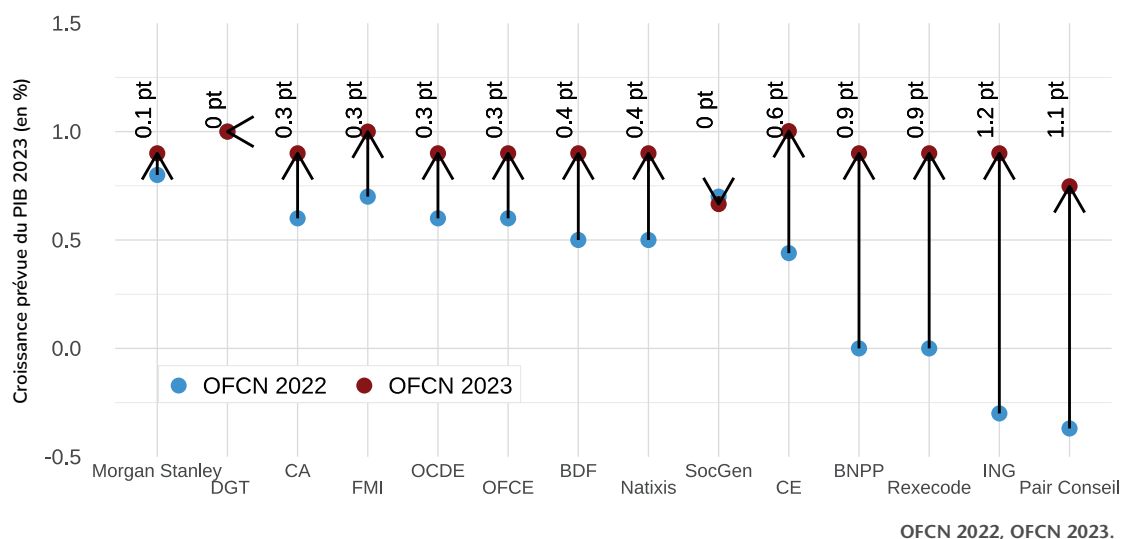
De fortes révisions à la hausse de la croissance du PIB pour 2023

L'activité française en 2023 a été plus dynamique qu'anticipé lors de la précédente édition de l'OFCN. Les instituts ont en effet revu leurs prévisions d'en moyenne 0,5 point de croissance pour converger vers une prévision de croissance à +0,9 % en moyenne, avec un acquis de croissance au troisième trimestre 2023 également à +0,9 %. Cette révision provient notamment du maintien de la croissance du pouvoir d'achat des ménages en 2023, alors que la majeure partie des instituts de l'OFCN prévoyait une baisse de celui-ci l'année passée⁴. Plusieurs facteurs ont surpris les prévisionnistes cette année, en particulier l'emploi dont le dynamisme aura permis de maintenir les revenus et ainsi d'appuyer la consommation des ménages malgré un contexte inflationniste éprouvant.

4.

Elliot Aurissergues, Anissa Saumtally, 2023, « L'économie française en 2023 selon le panel des prévisionnistes de l'OFCN », OFCE Policy brief 111, 10 février.

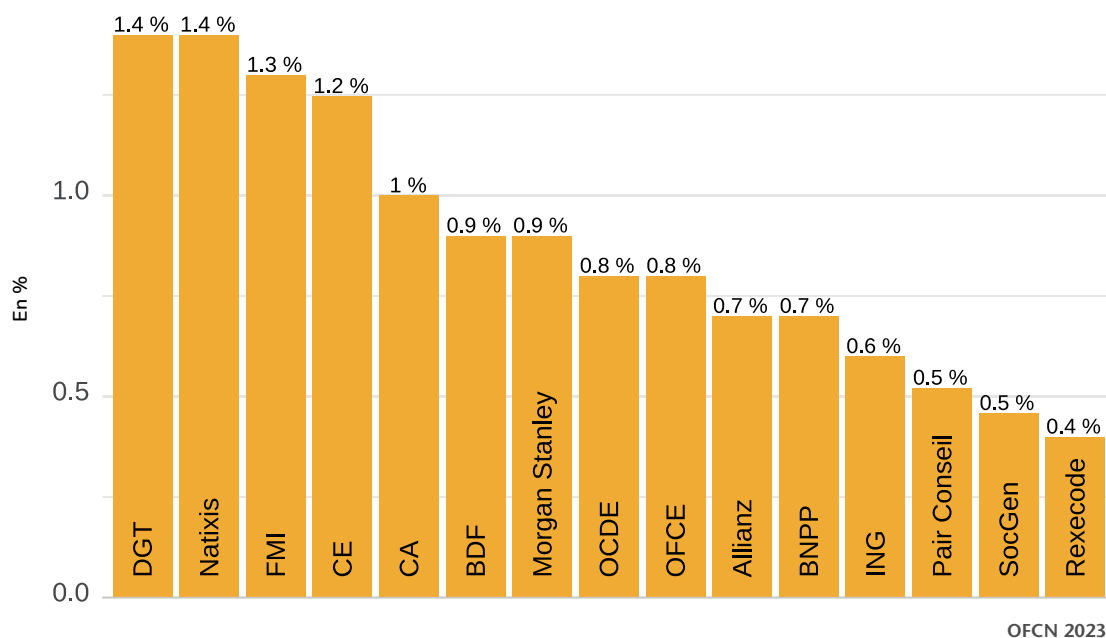
Graphique 13. Comparaison par institut des prévisions de PIB France pour 2023, entre OFCN 2022 et la présente édition



La reprise se poursuivrait en 2024 à un rythme modéré

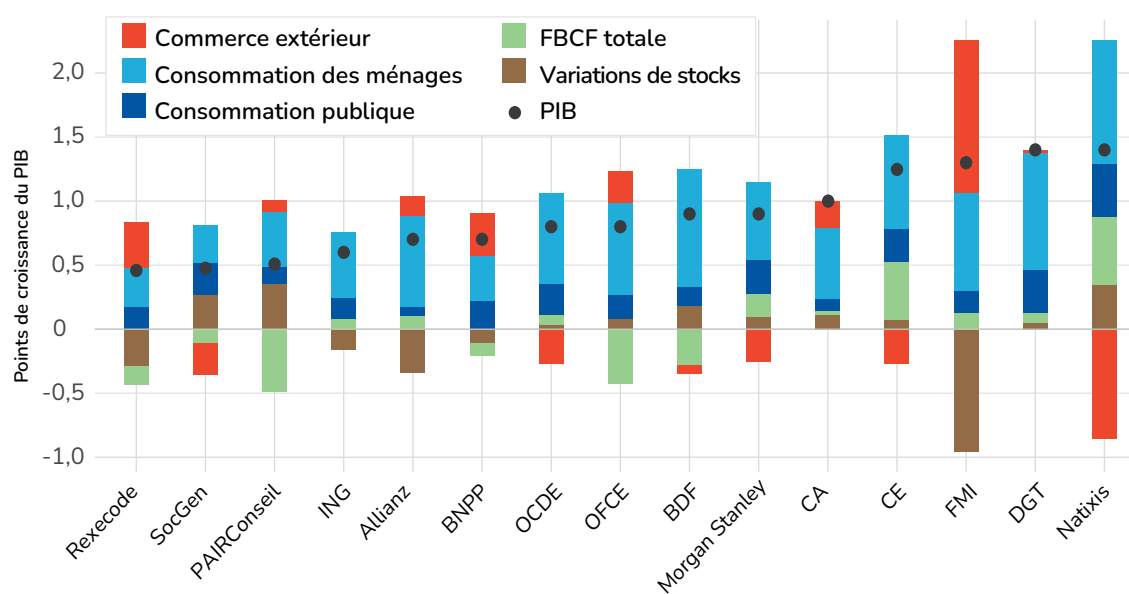
Les prévisions de croissance du PIB du panel OFCN pour 2024 se situent entre +1,4 % et +0,4 % (graphique 14). Cela placerait le PIB français entre 2 % et 3,5 % au-dessus du niveau de 2019, indiquant un rythme de reprise post-Covid plutôt tempéré.

Graphique 14. Prévisions du taux de croissance du PIB en 2024



Nous notons cette année encore, une divergence dans les scénarios présentés (graphique 15), notamment sur le commerce extérieur et l'investissement total.

Graphique 15. Contribution des différentes composantes à la croissance du PIB en 2024



OFCN 2023, calculs des auteurs.

Sur ce dernier point, si les prévisionnistes s'accordent en général sur un ralentissement, voire une baisse, de l'investissement des ménages du fait de la hausse des taux d'intérêt (en lien avec la crise immobilière, voir encadré 2), une incertitude plus forte demeure sur l'investissement des entreprises. Rexecode, Pair Conseil et l'OFCE prévoient une baisse alors que la DG Trésor et le Crédit Agricole anticipent une progression au ralenti par rapport à l'année précédente, ce qui expliquerait la contribution positive de l'investissement total dans leur scénario respectif. La Banque de France prévoit également une légère hausse de l'investissement des entreprises, mais son scénario présente une très forte dégradation de l'investissement des ménages, tirant l'investissement total vers le bas.

La consommation des ménages dans un contexte d'incertitudes

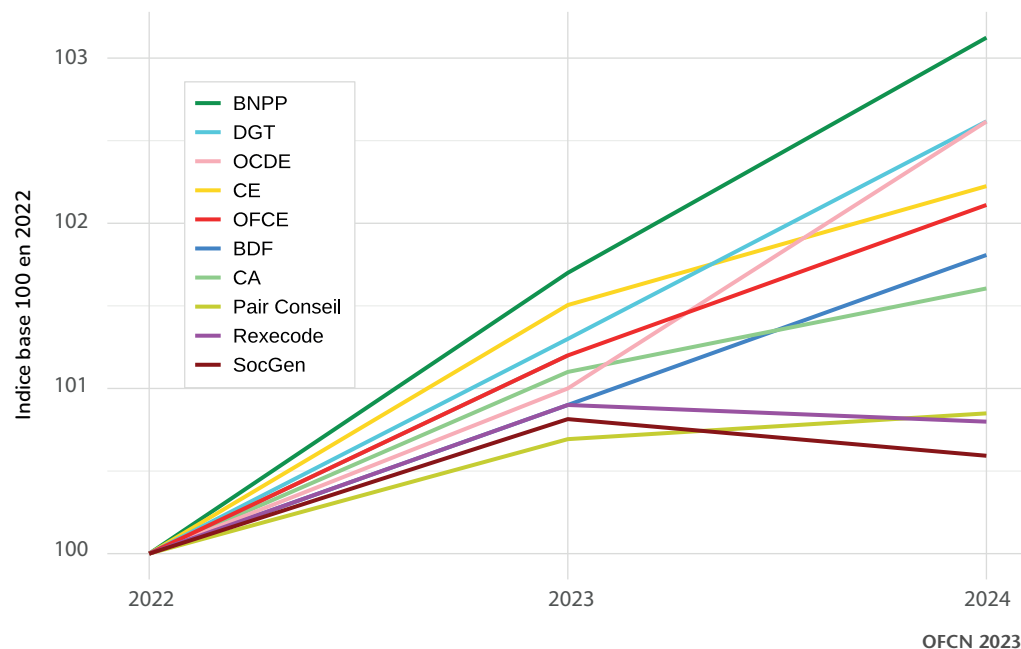
Si tous les instituts s'accordent sur une contribution positive de la consommation des ménages en 2024, l'ampleur de celle-ci est également sujette à des écarts entre les différents scénarios de prévisions, provenant d'hypothèses différentes sur le revenu et le taux d'épargne des ménages.

Selon la grande majorité des prévisionnistes de l'OFCN, les ménages français devraient voir augmenter leur pouvoir d'achat en 2024, avec une croissance d'en moyenne +0,7 % (dans une fourchette se situant entre +0,2 % et +1,4 %). Ces taux de croissance sont généralement plus faibles par rapport à ceux prévus pour 2023 (en moyenne de +1,1 %, voir graphique 16). Lors des discussions, il a été noté qu'il y avait par ailleurs une certaine résistance à la baisse des salaires situés dans le bas de l'échelle, contribuant ainsi à la résilience du pouvoir d'achat. Seuls Rexecode et la Société Générale envisagent une légère baisse de -0,1 % et -0,2 % du pouvoir d'achat des revenus.

Tous les panélistes prévoient une hausse de la consommation des ménages en 2024 et même une nette accélération par rapport à 2023 si l'on considère la croissance moyenne : +1,25 % en 2024 après +0,2 % prévue en moyenne par les instituts (-0,2 % par l'INSEE). Pour autant, d'importants écarts subsistent entre instituts, la fourchette est

comprise entre +0,6 % et +1,9 %. Cela placerait le niveau de consommation des ménages au-dessus du niveau de 2019 (de +0,5 % à +3 % selon les scénarios), indiquant ainsi un timide rattrapage par rapport à la tendance post-Covid.

Graphique 16. Évolution du pouvoir d'achat depuis 2022, par institut



En 2024, le taux d'épargne des ménages serait en baisse par rapport aux prévisions pour 2023 (compris entre 17 % et 18,2 % en 2024), s'éloignant du pic des 18,7 % atteint en 2021 (graphique 17). Néanmoins, il resterait plutôt élevé par rapport au niveau de 2019, ce qui démontre une certaine précaution dans le comportement de consommation et d'épargne des ménages. Les panélistes ont été interrogés au préalable sur le niveau élevé du taux de l'épargne post-Covid. Les deux-tiers estiment que le comportement d'épargne des ménages aurait subi un choc persistant, avec comme facteurs principaux la précaution liée à l'incertitude conjoncturelle et la baisse du patrimoine en termes réels. Parmi les autres facteurs explicatifs, ont été évoqués le remboursement des crédits passés, des comportements de sobriété ainsi qu'une modification des comportements de consommation à partir d'un seuil psychologique de l'inflation. Dans une moindre mesure, il a été cité une déformation de la distribution des revenus des ménages et une incertitude sur le devenir du système social (i.e. réforme des retraites).

La modération de la consommation des ménages s'expliquerait également par l'état du marché du travail. Le taux de chômage (graphique 18) serait en effet en hausse par rapport aux prévisions pour 2023 (7,3 % en moyenne annuelle, avec 7,4 % observé au troisième trimestre 2023). Les instituts sont partagés quant à l'ampleur de cette hausse, avec une partie envisageant une relative stabilité (faible hausse) et une autre partie voyant une progression un peu plus forte allant jusqu'à un taux de chômage à 8 %. La question de la rétention de la main-d'œuvre dans un contexte de difficultés de recrutement comme facteur modérant a été soulevée, particulièrement dans les secteurs de l'industrie manufacturière et dans la construction.

Encadré 2. Investissement, marges, défaillances, où en sont les entreprises françaises ?

L'investissement des entreprises non financières a été particulièrement dynamique depuis les années 2015. Les discutants⁵ soulignent notamment le poids des dépenses en biens numériques qui ont soutenu l'investissement dans les branches de services. Allianz met également en avant la hausse des subventions publiques vers l'industrie ainsi que l'amélioration de la santé financière des entreprises, au vu de la constante baisse de leur ratio dette/fonds propres depuis la dernière crise financière.

Cependant, cette dynamique s'essoufflerait en 2024. Une enquête de Rexecode et BPI France fait état d'une baisse des intentions d'investissement des TPE et PME dès 2023. La hausse des taux d'intérêt en serait la raison première. Les crédits contractés pour financer l'investissement sont effectivement en baisse. Rexecode souligne le fait que les taux d'intérêt réels sont par ailleurs devenus nettement positifs après la hausse des taux, ce qui augmente le poids de la charge d'intérêts pour les entreprises. Aussi, la production de 2023 a bénéficié de nombreuses commandes passées en 2022 dans le secteur manufacturier comme dans la construction. Les carnets de commandes étant en forte baisse en 2023, les perspectives de croissance de la production pour 2024 seraient d'autant plus restreintes.

Contrairement à Allianz et Rexecode qui anticipent une baisse des investissements, la DG Trésor considère que l'investissement des entreprises ne ferait que ralentir en 2024, soutenu par une capacité d'autofinancement globalement préservée, et minimise la baisse des crédits octroyés à l'investissement qui est perçue comme très modérée relativement à la forte hausse des taux.

Allianz explique que depuis fin 2021, la majorité des investissements sont financés sur fonds internes, alors que le recours aux sources externes (crédit, marché) disparaît quasiment. D'après Rexecode, la trésorerie des entreprises, qui avait pu soutenir la dynamique des investissements (ainsi que l'emploi) post-Covid serait en forte baisse, ce qui pénaliserait davantage l'investissement sur 2024. Un point positif avancé par Rexecode concerne la part des PME-TPE orientant leurs investissements vers la transition écologique, qui continue de s'accroître en 2023.

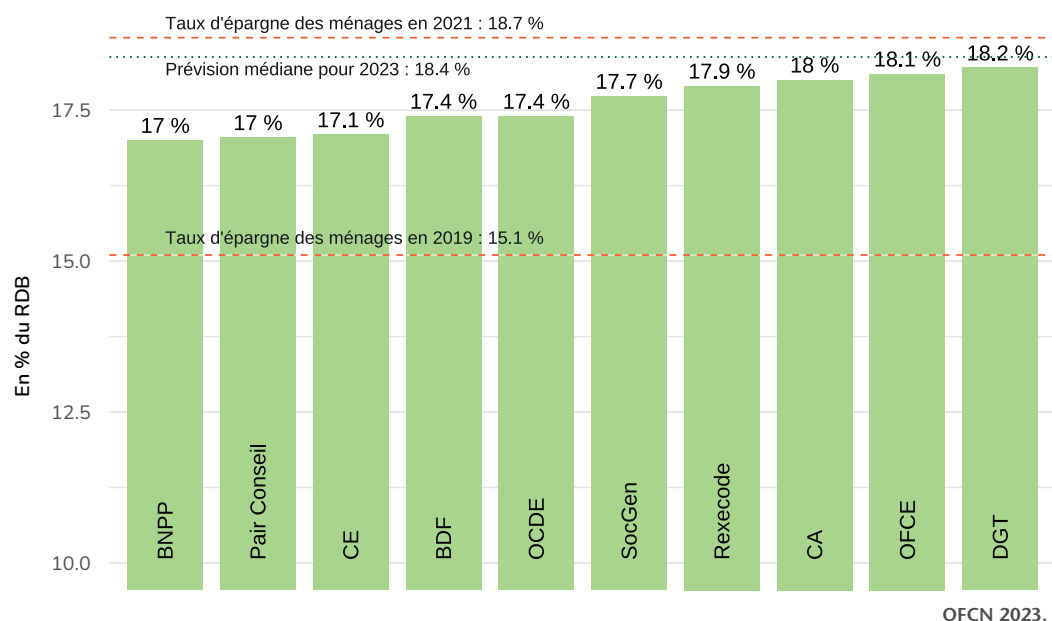
Les taux de marge fluctuant depuis la crise Covid devraient, selon la DG Trésor, se stabiliser à la hausse en 2024 autour des niveaux de 2019. Les fluctuations récentes distinguent des marges industrielles à la hausse alors les services subissent une pression à la baisse. Allianz, lui, met davantage en avant une pression à la baisse sur les taux de marge, citant comme facteur la hausse des salaires et la baisse de la productivité. Tous notent cependant que la fin des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement qui pesaient sur les prix à la production, devrait diminuer cette pression. De même, Rexecode note que la hausse récente observée des taux de marge n'est qu'un rattrapage et souligne que la faiblesse de la demande laisse peu de place à une augmentation des prix finaux pour accroître les marges.

Allianz et Rexecode notent le rebond des défaillances d'entreprises depuis la fin 2021. Les entreprises avaient bénéficié de nombreuses mesures de soutien lors de la crise du Covid-19, ce qui avait causé une chute des défaillances de l'ordre de 50 % en 2020. Depuis, ces défaillances ont atteint un niveau « normalisé » (Allianz) et « stable » (Rexecode), elles sont passées de 7 000 au T4 2021 à 15 000 au T4 2023, retrouvant les niveaux d'avant crise. Allianz note que 57 000 défaillances sont attendues en 2023 et 2024 et un peu moins en 2025. Le secteur de l'hébergement-restauration aura enregistré la plus forte hausse de défaillances avec +53 % (soit 14 % du total) sur les 12 derniers mois. Le secteur de la construction aura compté pour 20 % du total des entreprises concernées, le commerce du détail représentant quant à lui 17 %. Enfin si les défaillances concernaient au départ surtout les TPE et PME, la tendance s'est propagée vers les grandes entreprises, qui voient leurs défaillances augmenter de 70 % en 2023 par rapport à 2022.

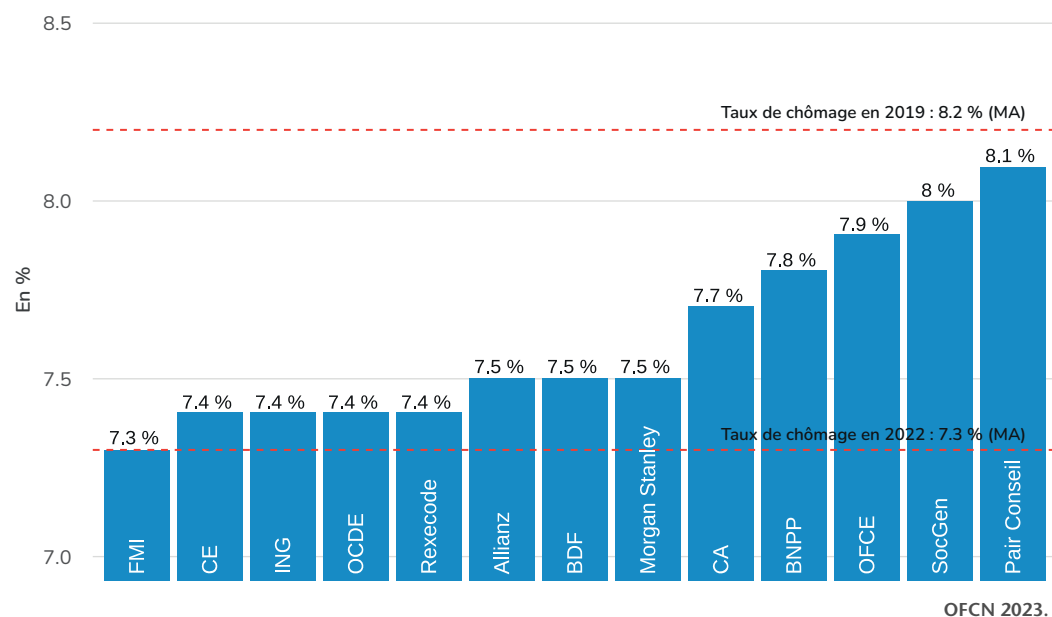
5.

La deuxième table ronde de cette édition de l'OFCN est composée de Simon Schatz pour la DG Trésor, Maxime Darmet pour Allianz et Anthony Morlet-Lavidalie pour Rexecode.

Graphique 17. Prévisions du taux d'épargne des ménages en 2024, par institut



Graphique 18. Prévisions du taux de chômage (au sens du BIT) en 2024, par institut

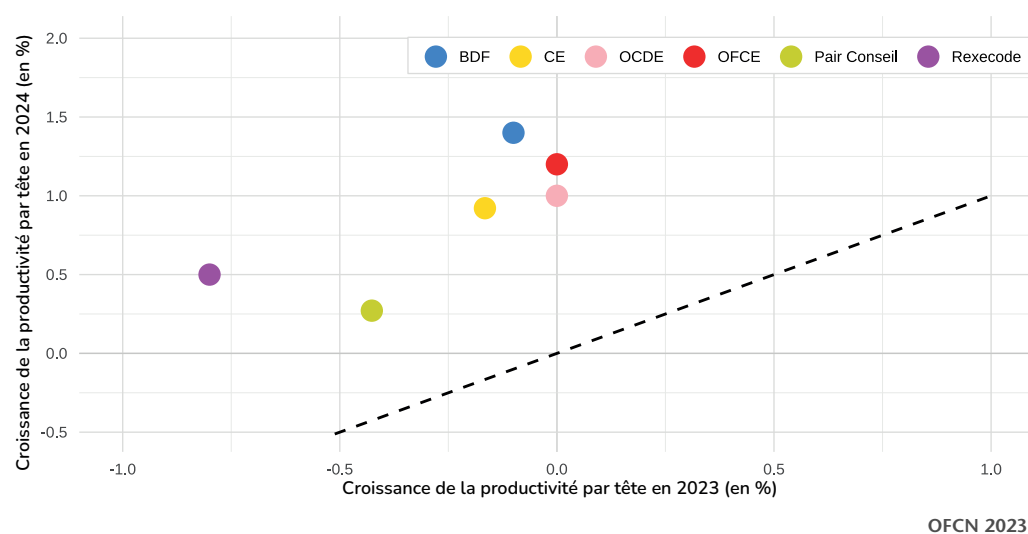


Des chocs persistants sur la productivité et le potentiel ?

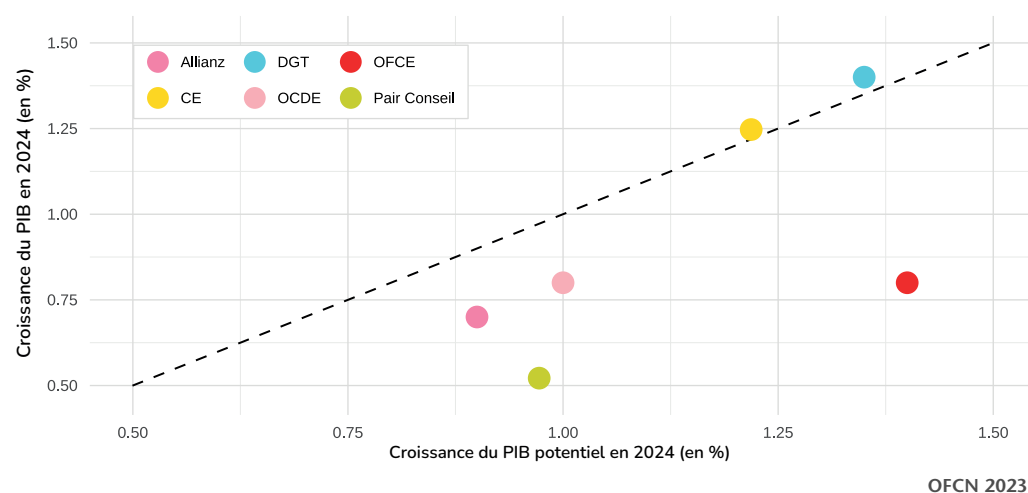
L'ensemble des répondants à la question signalent une reprise de la productivité par tête sur un rythme prévu entre +0,5 % et +1,4 %, après un recul prévu en 2023 (graphique 19). Cette hausse prévue a quelque peu surpris lors des discussions car la faible croissance en 2024 semble pour certains discutants peu propice à cette dynamique. Une question sur la persistance du choc de productivité avait été posée aux participants, où la majorité répondait que le choc ne se résorberait pas en 2024. Parmi les éléments qui laissent à penser que ce choc serait persistant, nous pouvons citer la hausse du coût du travail, des effets de composition de la main-d'œuvre hors apprentissage, une régularisation du travail dissimulé et la baisse du travail détaché

pendant le Covid. Cependant, certaines explications au choc de productivité ont été notées comme transitoires, il serait donc possible qu'une partie de la baisse récente de la productivité soit effacée à moyen terme. Cela concernerait notamment les chocs sectoriels, le taux d'absence élevé, la réorganisation des chaînes de valeur liée aux crises sanitaire et énergétique, la fin des aides et le remboursement des prêts garantis par l'État et encore la montée des défaillances (voir encadré 2). Par ailleurs, il a été rappelé que la baisse de la productivité s'inscrit dans un contexte de fortes créations d'emplois et donc vraisemblablement d'intégration de travailleurs à plus faible productivité. Il en résulterait certes un choc sur le niveau de productivité moyen par effet de composition, mais aussi un effet positif sur le PIB.

Graphique 19. Prévisions de croissance de la productivité par tête en 2023 et 2024



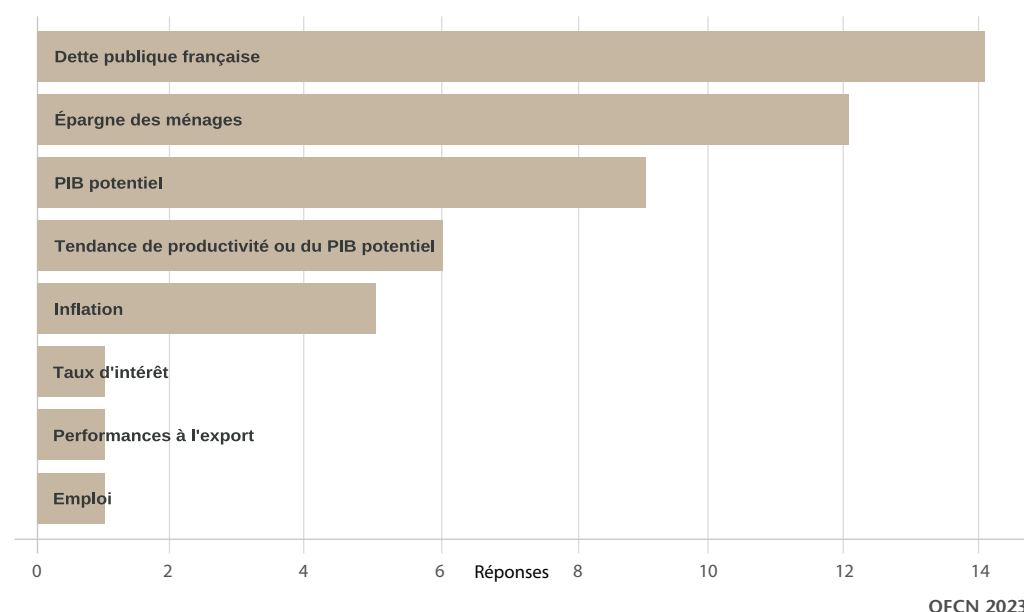
Graphique 20. Prévisions de croissance du PIB et du PIB potentiel en 2024



En lien avec le choc de productivité, les résultats du questionnaire montrent que le PIB potentiel ainsi que sa trajectoire sont perçus comme subissant également un choc persistant depuis la crise du Covid-19 (graphique 21). Cependant, il apparaît que les questions autour du PIB potentiel et de l'écart de production restent en suspens devant les diverses crises économiques subies. En effet, nous notons dans un premier temps que peu d'instituts se prononcent sur la question de la croissance potentielle

(voir graphique 20) et que selon les répondants, celle-ci se situerait sur une échelle large, soit entre +0,9 % et +1,4 % pour 2024 (soit systématiquement en hausse par rapport à 2023, à l'exception de la DG Trésor). Un flou similaire peut s'observer sur la question de l'écart de production. La plupart des instituts répondants dénotent qu'en 2024, l'écart de production continuerait de se creuser. Seules la DG Trésor et la Commission européenne anticiperaient un début de fermeture de cet écart.

Graphique 21. Quelles sont les variables économiques que vous jugez avoir été affectées par un choc persistant depuis 2020 ?



Conclusion

Les années 2020-2023 ont été caractérisées par une volatilité économique très élevée du fait de chocs majeurs imprévus. L'exercice de prévisions s'est donc heurté à la difficulté d'anticiper les effets de ces chocs dont l'ampleur est historique et dont les impacts affectent l'ensemble des agents économiques. Les révisions de prévisions pour 2023 entre l'année précédente et cette édition de l'OFCN témoignent à leur façon de la difficulté à analyser en temps réel un environnement économique aussi perturbé. En comparaison, l'année 2024 devrait voir le retour à un terrain économique plus familier. Toutefois, la sortie de cet environnement de crise pose la question de la mesure dans laquelle ces chocs successifs ont causé des transformations profondes et durables au sein des économies. Les discussions autour des trajectoires d'épargne des ménages et de productivité de travail en France ont notamment montré la nécessité de distinguer des effets relativement persistants – mais voués à se résorber – de chocs permanents sur des variables fondamentales. Plutôt que d'envisager un « retour à la normale », les futures prévisions, y compris celles portant sur un horizon de court terme, nécessiteront d'intégrer une réflexion sur les impacts structurels des chocs passés. ■



Anissa Saumtally, Benoit Williatte, 2024, « Les perspectives de l'économie française en 2024 selon les prévisionnistes de l'OFCN », OFCE Policy brief 123, 8 février.

Directeur de la publication : Xavier Ragot
 Rédactrice en chef du blog et des Policy briefs : Christine Riffart
 Réalisation : Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2024 – OFCE policy brief ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

www.ofce.sciences-po.fr

[@ofceparis](https://twitter.com/ofceparis)