

## 18 septembre 2023

- Par rapport à notre prévision de juin, nous anticipons une croissance cumulée très proche d'ici 2025, mais avec une séquence modifiée : plus élevée en 2023, suivie par une reprise plus progressive. L'économie française parviendrait donc à sortir progressivement de l'inflation sans récession, même si un contexte international peu favorable pèserait sur la reprise. Pour l'année 2023, portée par une croissance soutenue au premier semestre, notre prévision de croissance du PIB est rehaussée à 0,9 %. Ensuite, la révision à la hausse des prix de l'énergie sur notre horizon de prévision, et surtout celle à la baisse de la demande mondiale adressée à la France, nous conduisent à abaisser légèrement nos prévisions pour les années 2024 (0,9 %) et 2025 (1,3 %).
- Après avoir atteint son pic début 2023, l'inflation totale continuerait de refluer pour s'établir à 4,5 % sur un an au quatrième trimestre de cette année. En effet, les nouvelles hausses des prix de l'énergie de l'été 2023 sont différentes de celles observées en 2022 et seraient, d'après les anticipations actuelles des marchés, temporaires. Au-delà des soubresauts toujours possibles sur les composantes les plus volatiles, l'inflation baisserait clairement sur tout l'horizon de notre prévision, avec une généralisation de la tendance qui s'est enclenchée d'abord sur le prix des biens industriels, puis alimentaires, et qui gagnerait enfin les services. En l'absence de nouveau choc sur les matières premières importées, l'inflation totale reviendrait autour de 2 % en 2025.
- Nous anticipons un repli modéré de l'emploi, qui s'ajusterait avec retard au ralentissement économique observé depuis fin 2022. Ainsi, le taux de chômage remonterait progressivement sur notre horizon de prévision pour atteindre 7,8 % en 2025, un niveau cependant inférieur à celui qui préexistait avant la crise Covid.
- Même si le ressenti reste plus négatif, le pouvoir d'achat des ménages progresserait en moyenne à l'horizon de la prévision grâce essentiellement au rétablissement des salaires réels. La situation des entreprises serait résiliente avec un taux de marge qui resterait légèrement supérieur à celui observé avant la crise du Covid. Cette situation favorable des ménages et des entreprises à l'horizon de la prévision aurait cependant pour contrepartie un taux d'endettement public qui demeurerait à environ 110 % du PIB en 2025, soit un taux nettement plus élevé que la moyenne de la zone euro (88,5 %), qui, lui, baisserait d'environ 3 points de PIB entre 2022 et 2025.

### POINTS CLÉS DE LA PROJECTION FRANCE EN MOYENNE ANNUELLE

(révisions par rapport à juin 2023 en italique)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>PIB réel</b>	<b>1,9</b>	<b>- 7,7</b>	<b>6,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>- 0,4</i>	<i>- 0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>- 0,1</i>	<i>- 0,2</i>
<b>IPCH</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>
	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>- 0,1</i>
<b>IPCH hors énergie et alimentation</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>
	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>- 0,2</i>	<i>- 0,2</i>	<i>0,0</i>
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	8,5	8,0	7,9	7,3	7,2	7,5	7,8
	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>
Pouvoir d'achat par habitant <sup>a)</sup>	2,2	0,0	2,3	- 0,1	0,6	0,7	0,5
	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>1,0</i>	<i>- 0,2</i>	<i>0,0</i>
Dette publique (en % du PIB)	97,4	114,7	112,9	111,8	109,5	109,4	110,2
	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>- 1,2</i>	<i>- 1,6</i>	<i>- 1,5</i>

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire. Les révisions par rapport à la prévision de juin 2023, fondées sur les comptes trimestriels du 28 avril 2023, sont indiquées en italique, calculées en points de pourcentage et sur des chiffres arrondis. Projections fondées sur les comptes trimestriels du 31 août 2023 et réalisées sous des hypothèses techniques établies au 22 août 2023.

a) Rapporté au déflateur de la consommation.

Sources : Insee pour 2019 à 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.

Cette projection, arrêtée début septembre, intègre les résultats définitifs de l'inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) du mois de juillet, publiés le 11 août 2023. Elle intègre aussi les résultats détaillés des comptes nationaux du second trimestre 2023, publiés le 31 août 2023 par l'Insee, et les informations issues de l'enquête mensuelle de conjoncture (EMC) de la Banque de France pour le mois d'août. Elle se fonde enfin également sur les hypothèses techniques de l'Eurosystème arrêtées au 22 août 2023.

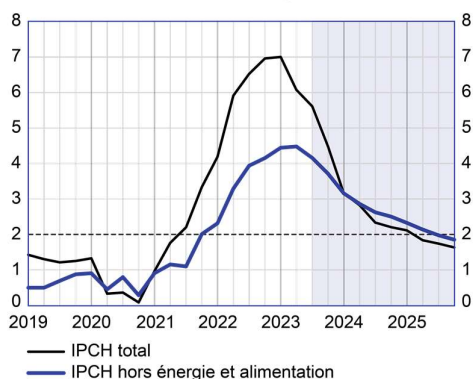
## Au-delà des soubresauts des prix de l'énergie, la tendance de fond serait à la baisse de l'inflation, avec un retour progressif vers 2 % d'ici 2025

L'inflation IPCH est en net recul depuis plusieurs mois. Après un pic à 7,3 % en février 2023, elle se replie à 5,1 % en glissement annuel en juillet. En août 2023, l'inflation connaît certes un rebond, à 5,7 % en glissement annuel, en lien avec la hausse des prix de l'énergie (hausse du prix du pétrole et hausse de 10 % des tarifs réglementés de vente de l'électricité effective au 1<sup>er</sup> août 2023), mais ce rebond devrait être temporaire (cf. *infra*). De son côté, l'inflation hors énergie et alimentation est également en baisse depuis plusieurs mois, à 4,0 % en glissement annuel en août 2023, après 4,4 % en mai-juin et un point haut à 4,7 % en avril.

Sur l'ensemble de l'année 2023, l'inflation totale en glissement annuel diminuerait progressivement, passant de 7,0 % au premier trimestre à 4,5 % au quatrième trimestre (cf. graphique 1). Ce serait également le cas du glissement annuel de l'inflation hors énergie et alimentation, qui passerait sur la même période de 4,4 % à 3,7 %. En moyenne annuelle, l'inflation totale s'établirait en 2023 à 5,8 %, et l'inflation hors énergie et alimentation à 4,2 %. Cette dernière est révisée à la baisse par rapport à la prévision de juin, dans laquelle nous l'anticipions à 4,4 % en moyenne annuelle.

### Graphique 1 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentation

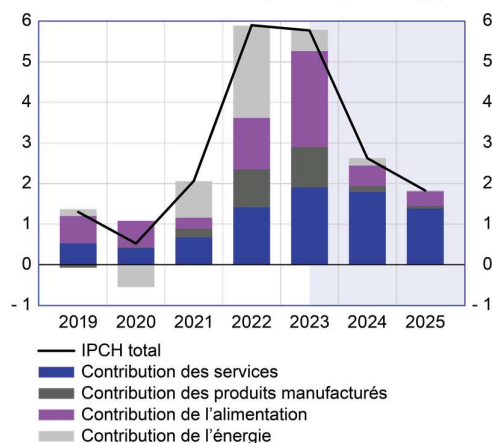
(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Note : IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.  
Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

### Graphique 2 : Décomposition de l'IPCH

(croissance annuelle en %, contributions en points de pourcentage)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

Dans le détail, les nouvelles hausses des prix de l'énergie de l'été 2023 sont sans commune mesure avec celles observées en 2022 lorsque les conséquences de l'invasion russe en Ukraine se sont manifestées (cf. encadré *infra*). S'agissant des produits alimentaires, nous anticipons une stabilisation progressive du niveau des prix de détail, alors que les hausses de prix négociées en début d'année entre les producteurs et les distributeurs se sont déjà diffusées pour la plupart. La réouverture des négociations commerciales à l'été n'a finalement pas eu d'effet notable, et notre prévision n'a à ce stade pas pris en compte un éventuel effet baissier spécifique des prochaines négociations. Au total, la hausse des prix de l'alimentation mesurée en glissement annuel continuerait de refluer au cours du second semestre 2023.

La hausse des prix des produits manufacturés reviendrait, elle aussi, rapidement sur un rythme modéré à partir du second semestre 2023, traduisant la poursuite du net recul des prix de production de l'industrie entamé au premier semestre, à la suite de celui des prix d'importation. La hausse des prix des services serait en revanche plus persistante, tirée plus durablement par les salaires, sous l'impulsion notamment des revalorisations du Smic et des

salaires négociés au niveau des branches d'activité. Nous prenons par ailleurs en compte la prolongation jusqu'au premier trimestre 2024 du plafonnement de l'indice de référence des loyers (IRL) à 3,5 % en métropole, qui devrait permettre de contenir la hausse des loyers. *In fine*, la hausse des prix des services atteindrait de façon retardée son pic au quatrième trimestre 2023, avec un glissement annuel de 4,5 %, et ne commencerait globalement à ralentir que début 2024.

En 2024, sous l'hypothèse d'accalmie sur les prix des matières premières telle qu'anticipée aujourd'hui par les marchés à terme, l'ensemble des composantes de l'inflation se replierait. La contribution principale à l'inflation viendrait alors des prix des services (cf. graphique 2), soutenus par les hausses retardées des salaires et des loyers et par la poursuite du rétablissement attendu des marges dans certains sous-secteurs des services. En moyenne annuelle, l'inflation totale reculerait à 2,6 % et l'inflation hors énergie et alimentation diminuerait plus lentement, à 2,8 %. Au quatrième trimestre 2024, en glissement annuel, l'inflation totale serait de 2,2 %.

En 2025, l'inflation totale et l'inflation hors énergie et alimentation continueraient de refluer, à respectivement 1,8 % et 2,1 % en moyenne annuelle, sous le double effet de la poursuite de la normalisation des prix des matières premières (énergétiques et alimentaires), mais aussi de l'impact progressif du resserrement passé de la politique monétaire sur l'inflation sous-jacente. En particulier, les prix des services commenceraient à ralentir, ne progressant plus en 2025 que sur un rythme de 3,0 % en moyenne annuelle, en lien avec des revalorisations salariales nominales moins marquées que dans les deux années précédentes (permettant cependant une hausse des salaires réels – cf. *infra*).

## Encadré

### L'ampleur du choc récent sur le prix du pétrole est différente de celle des multiples chocs de 2021-2022 sur les matières premières ; la hausse récente du prix du pétrole ne remet donc pas en cause notre prévision d'une trajectoire baissière de l'inflation

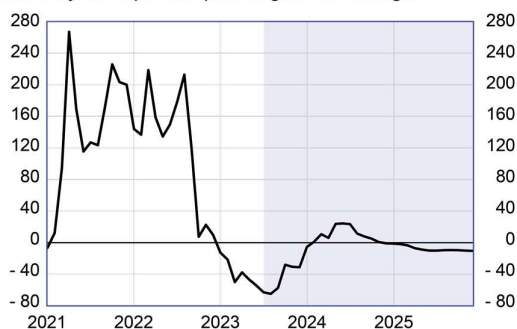
À l'été 2023, le prix du pétrole a augmenté, suite notamment à une politique de restriction de l'offre par l'Opep et la Russie, et laissé craindre une interruption dans la baisse de l'inflation totale amorcée au cours du premier semestre 2023. Cette nouvelle hausse est toutefois de nature différente et sans commune mesure avec les chocs observés en 2021 et 2022 qui ont provoqué de fortes tensions sur l'ensemble des prix des matières premières (rebond post-Covid, difficultés d'approvisionnement, puis invasion russe en Ukraine qui a provoqué une grave crise de l'énergie), touchant, outre le pétrole, le gaz, l'électricité, ainsi que les denrées alimentaires et certains métaux.

Suite à la crise ukrainienne, les craintes sur les approvisionnements européens en gaz avaient notamment porté le prix de gros du gaz à des niveaux sans précédent. Ces tensions s'étaient également transmises aux prix de gros de l'électricité, déterminés en grande partie par le prix du gaz en vertu du fonctionnement actuel sur le marché européen (transmission aggravée, dans le cas de la France, par les difficultés rencontrées sur son parc nucléaire). Au total, le glissement annuel du prix de gros de l'énergie – mesuré ici par un indicateur synthétique des prix de gros du gaz et du pétrole, exprimé en équivalent €/baril – a connu des pics de plus de 200 % au

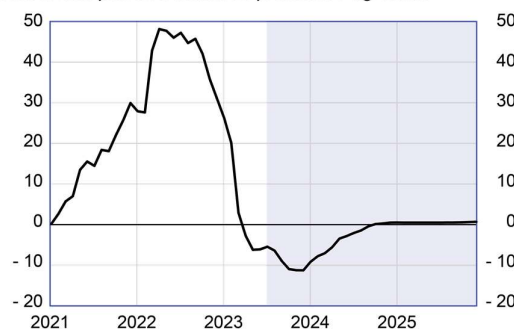
### Variations des prix des matières premières énergétiques et agricoles depuis début 2021

(glissement annuel de séries mensuelles, en %)

a) Indicateur synthétique des prix de gros de l'énergie



b) Indicateur des prix des matières premières agricoles



Source : Eurosysteme jusqu'au mois de juillet 2023, projections Eurosysteme sur fond bleuté.

.../...

cours des années 2021 et 2022 (cf. graphique *supra*), avant de connaître par la suite une correction, tout en restant à un niveau supérieur à celui du premier semestre 2021. Dans le même temps, le glissement du prix des matières premières agricoles a aussi connu un pic à 48 % en avril 2022, en raison notamment de la chute des exportations ukrainiennes et russes de céréales.

Le contexte est très différent à l'été 2023. S'agissant des énergies fossiles, les chocs ne concernent aujourd'hui que le pétrole et non le gaz, pour lequel les craintes sur les difficultés d'approvisionnement ont nettement reflué grâce à la réduction de la dépendance européenne au gaz russe. Ainsi, selon les anticipations de prix sur les marchés à terme, le glissement annuel de l'indice synthétique des prix de l'énergie se redresserait progressivement à partir de l'été 2023 pour atteindre un pic de 24 % en juin 2024. En parallèle, les prix agricoles connaîtraient même un léger recul, suivant la normalisation progressive des marchés internationaux, même si les perspectives de prix sur les marchés à terme restent soumises à de nombreux aléas. Par ailleurs, le gouvernement a décidé d'augmenter de 10 % le tarif régulé de vente de l'électricité en août 2023, afin de sortir progressivement du bouclier tarifaire. Mais cela ne correspond pas à un nouveau choc sur les prix de gros ; il s'agit au contraire d'un processus de normalisation des prix finaux.

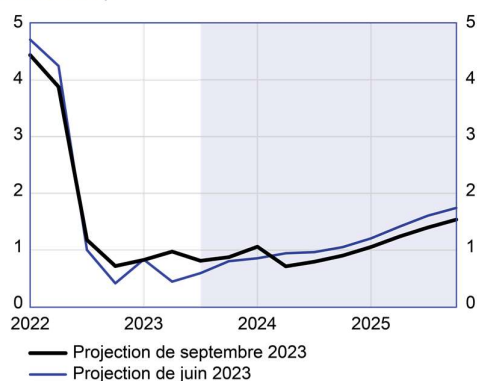
Finalement, dans notre prévision, la composante énergie de l'IPCH français (indice des prix à la consommation harmonisé) serait, entre 2022 et 2025, en ralentissement, passant d'une hausse de 24 % en 2022 à une quasi-stabilisation en 2025. La croissance de la composante alimentation de l'IPCH français atteindrait, elle, un pic en 2023, à près de 12%, avant également de se replier pour revenir à un peu moins de 2% en 2025. Ces projections restent bien sûr conditionnées par l'information disponible actuellement (cf. aussi la section sur les aléas relatifs à l'activité et à l'inflation, *infra*).

## La croissance serait plus résiliente qu'attendu en 2023, suivie par une reprise un peu plus progressive, si bien que l'évolution cumulée du PIB d'ici 2025 serait très proche de celle de notre projection de juin

Alors que l'activité a stagné au premier trimestre 2023, les chiffres de la croissance du PIB au second trimestre ont fortement surpris à la hausse. Ainsi, alors que nous anticipions une croissance trimestrielle de 0,1 %, celle-ci a atteint 0,5 %, soutenue notamment par l'activité de cokéfaction-raffinage (conséquence de la fin des grèves dans les raffineries), et par un retour à la normale de la production d'électricité. Ces facteurs étant des phénomènes de rattrapage et non des événements ponctuels, ils ne conduisent pas à anticiper une correction mécanique à la baisse de la croissance au troisième trimestre. Le principal facteur ponctuel qui pourrait donner lieu à une correction, la livraison du paquebot MSC Euribia, concernerait essentiellement les exportations ainsi que les variations de stocks, et n'aurait selon l'Insee qu'un impact limité sur l'activité. À l'inverse, la forte croissance du deuxième trimestre n'annonce pas non plus le début d'une reprise dynamique. En particulier, alors que l'acquis de croissance est au deuxième trimestre de 0,8 % pour 2023, il n'est que de 0,2 % pour la contribution de la demande intérieure hors stocks. Au cours du troisième trimestre 2023, la croissance garderait un rythme modéré, entre 0,1 % et 0,2 % selon la dernière EMC de début septembre. Elle resterait ensuite au dernier trimestre sur un rythme de l'ordre de 0,2 %. Au total, la surprise du deuxième trimestre nous amène à réviser notre prévision de croissance annuelle pour 2023 à la hausse par rapport à la prévision de juin. Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB s'élèverait à 0,9 % en 2023 (cf. graphique 3), en hausse de 0,2 point de pourcentage (pp) par rapport à la prévision de juin.

### Graphique 3 : Croissance du PIB réel, en comparaison de la prévision de juin

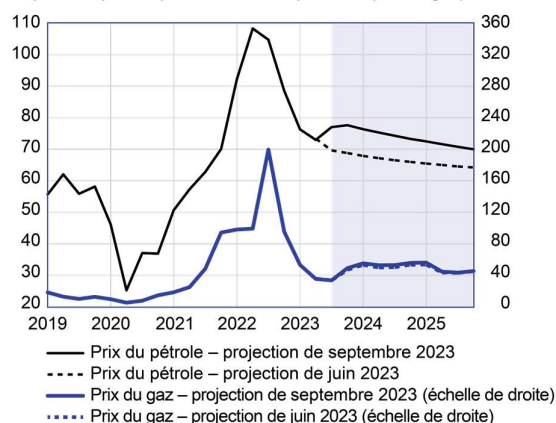
(glissement annuel en %)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

### Graphique 4 : Trajectoires attendues des prix du pétrole et du gaz : comparaison des prévisions de juin et de septembre 2023

(en euros par baril pour le pétrole, en euros par MWh pour le gaz)



Source : Eurosystem jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Eurosystem sur fond bleuté.

Sur le reste de notre horizon de prévision, la reprise de l'activité s'accompagnerait d'un rééquilibrage de la croissance en faveur de la demande intérieure, dont la contribution (hors stocks) augmenterait de 0,8 pp en 2024 et 1,3 pp en 2025, après 0,4 pp en 2023. La croissance du PIB que nous prévoyons pour 2024, de 0,9 %, proviendrait ainsi principalement de la demande intérieure hors stocks (pour 0,8 pp – cf. tableau C2 en annexe), tandis que la contribution du solde extérieur serait nulle en 2024 (après 0,6 pp en 2023). En 2025, la croissance du PIB augmenterait pour atteindre 1,3 %, toujours portée par les moteurs intérieurs de l'activité (consommation des ménages et investissement des entreprises). La consommation des ménages bénéficierait notamment de l'effet positif sur le pouvoir d'achat du retour de l'inflation vers 2 %, en partie atténuée par le tassement de l'emploi, conséquence décalée dans le temps du ralentissement économique passé. La reprise de la demande permettrait également à l'investissement des entreprises de réaccélérer. Au total, avec une croissance révisée à la hausse en 2023 et à la baisse en 2024 et 2025, la croissance cumulée du PIB entre 2022 et 2025 serait proche de celle de la prévision de juin.

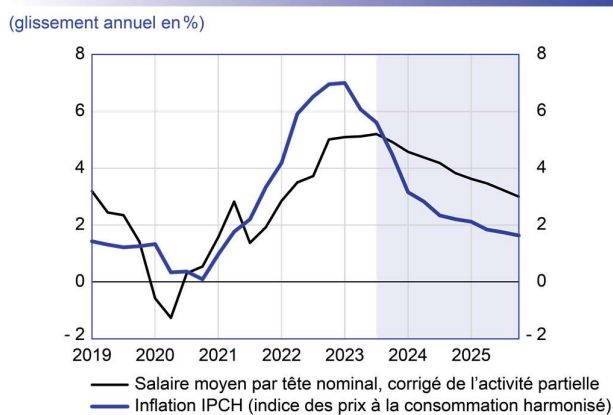
Sur notre horizon de prévision, le choc des termes de l'échange (défini comme l'évolution depuis 2021, due aux changements de prix, des dépenses d'importations nettes des recettes d'exportations, en points de PIB), conséquence de l'invasion russe en Ukraine, se réduirait progressivement à la faveur du repli des prix des matières premières (cf. graphique 4) et de la transmission des chocs passés dans les prix d'exportation français. D'environ 1,5 % du PIB en 2022, il reculerait à environ 0,5 % en 2023 (toujours par rapport à 2021), niveau auquel il se stabiliserait à l'horizon de la prévision. La résorption de ce prélèvement externe permettrait d'améliorer la situation des différents agents de l'économie française : des ménages, en termes de pouvoir d'achat, des entreprises, en termes de marges bénéficiaires, et des administrations publiques, en termes de solde public, même si ce dernier reste plus dégradé qu'avant la crise Covid.

### Compte tenu de la baisse de l'inflation, les salaires réels progresseraient sensiblement en 2024-2025, en dépit du ralentissement des salaires nominaux

La progression du salaire moyen par tête (SMPT), dont témoigne son glissement annuel de 5,0 % au deuxième trimestre 2023, reflète en particulier les versements élevés au titre de la prime de partage de la valeur (PPV), qui a succédé à la prime exceptionnelle de pouvoir d'achat. Le salaire mensuel de base (SMB), qui n'inclut notamment pas les primes, a progressé en glissement annuel de 4,6 % sur la même période.

Dans notre prévision pour 2023, les versements de PPV demeureraient soutenus, contribuant ainsi, avec les revalorisations à l'ancienneté, les hausses individuelles et le turnover, à maintenir l'écart observé récemment entre le glissement annuel du SMPT et celui du salaire mensuel de base. Le pic de la progression du SMPT serait atteint en 2023, avec une hausse en moyenne annuelle de 5,1 % (soit légèrement révisée par rapport à notre projection de 5,4 % en juin, dans les deux cas selon la mesure ajustée du chômage partiel). Cependant, en termes réels, le SMPT reculerait en 2023, comme cela avait été le cas en 2022. En revanche, en 2024 et 2025, le SMPT réel renouerait avec un taux de croissance nettement positif. Le SMPT nominal décélérerait certes, mais moins que les prix (cf. graphique 5). Ce décalage entre la dynamique de l'inflation et celle des salaires nominaux résulte du caractère annuel des négociations salariales, ainsi que de l'indexation retardée du Smic.

#### Graphique 5 : Croissance du salaire moyen par tête dans le secteur marchand et inflation



Source : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023 pour le salaire moyen par tête, projections Banque de France sur fond bleuté.

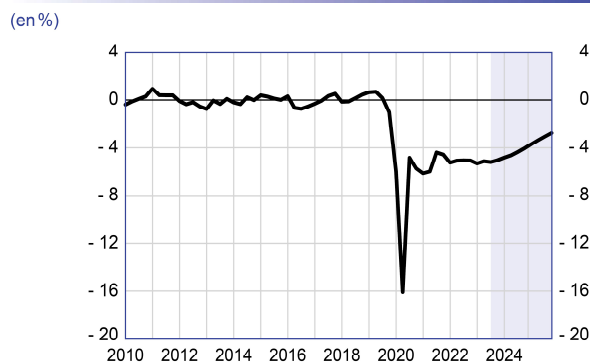
## L'emploi s'ajusterait un peu, après une évolution particulièrement dynamique ces dernières années

Sur la période récente, les créations nettes d'emplois salariés restent dynamiques, mais se modèrent : elles sont descendues à + 41 000 emplois au deuxième trimestre pour l'ensemble de l'économie, alors qu'elles se situaient sur un rythme trimestriel de plus de 100 000 emplois au début 2022. Sur la base des derniers indicateurs de court terme disponibles pour le troisième trimestre 2023, nous anticipons des créations nettes d'emplois salariés, mais à un rythme encore plus modéré.

La révision à la hausse de l'emploi dans les comptes annuels de 2022 contribue à élargir l'écart de la productivité à sa tendance au deuxième trimestre 2023 par rapport à la prévision de juin. Les entreprises ajusteraient ensuite progressivement leurs effectifs alors que la croissance deviendrait peu à peu plus dynamique, ce qui permettrait à cet écart de productivité de se réduire graduellement, mais sans être refermé à l'horizon de la projection (cf. graphique 6 *infra*).

Le taux de chômage a un peu remonté au deuxième trimestre 2023 (+ 0,1 pp), malgré les surprises positives relatives au PIB et à l'emploi, ce qui reflète une augmentation plus forte que l'anticipé de la population active. À l'horizon de la prévision, la hausse du taux de chômage résulterait aussi de la réaction retardée de l'emploi au ralentissement passé de l'activité. La hausse du chômage serait donc un peu plus forte que dans notre prévision de juin, à la fois en raison de la surprise à la hausse au deuxième trimestre et, avec un décalage temporel, de la croissance un peu plus lente en 2024 et 2025. Ainsi, le taux de chômage, qui s'est élevé à 7,2 % au deuxième trimestre 2023, augmenterait progressivement pour atteindre 7,8 % fin 2025 (cf. graphique 7). Cela resterait un niveau inférieur à celui de 2019.

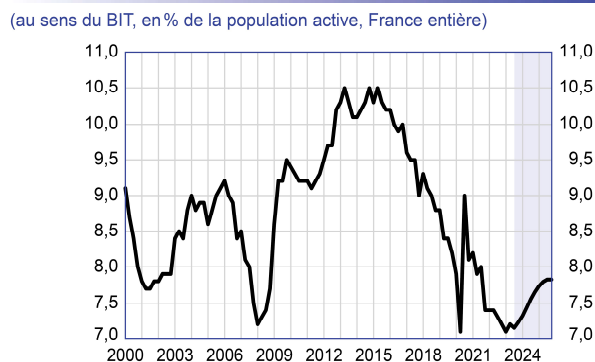
### Graphique 6 : Écart de productivité du travail



Lecture : L'écart de productivité est ici calculé comme l'écart en pourcentage entre la productivité par tête du travail et sa tendance de moyen-long terme, définie comme la tendance pré-Covid (période 2010-2019) ajustée par la suite des pertes durables liées aux crises Covid et énergétique. Au quatrième trimestre 2025, le niveau de productivité du travail serait inférieur de 2,7 % à sa tendance.

Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, calculs Banque de France, projections Banque de France sur fond bleuté.

### Graphique 7 : Taux de chômage



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

## Après avoir stagné en 2023, la consommation des ménages redémarrerait à partir de 2024

Le pouvoir d'achat par habitant, ou revenu disponible brut (RDB) réel par habitant, progresserait de 0,6 % en 2023 (cf. graphique 8 *infra*), alors que nous anticipions, dans notre prévision de juin, qu'il baisserait de 0,4 %. Cette large révision résulte principalement de la prise en compte des comptes nationaux trimestriels publiés depuis lors par l'Insee, qui font désormais apparaître à la mi-2023 un acquis de croissance de 1 % du pouvoir d'achat du RDB. Cela traduit une hausse plus importante que prévu des revenus non salariaux (notamment loyers et revenus nets d'intérêt). En revanche, notre diagnostic reste peu changé pour les revenus salariaux réels en 2023 : ceux-ci continueraient d'être tirés par les créations nettes d'emplois, toujours assez dynamiques au premier semestre, qui feraient plus que compenser la baisse du SMPT réel.

À partir de 2024, ces deux moteurs des revenus salariaux s'inverseraient : l'emploi ne soutiendrait plus la progression du pouvoir d'achat, mais les salaires nominaux progresseraient plus vite que l'inflation. De plus, le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait de mesures de soutien budgétaire, dont notamment la suppression de la dernière tranche de la taxe d'habitation, les mesures de revalorisation des retraites et des salaires des fonctionnaires, et aussi le bouclier tarifaire sur les prix de l'électricité qui serait retiré seulement progressivement d'ici à la fin 2024.

Ainsi, le pouvoir d'achat par habitant continuerait à progresser sur un rythme d'environ 0,5 % par an en 2024 et en 2025.

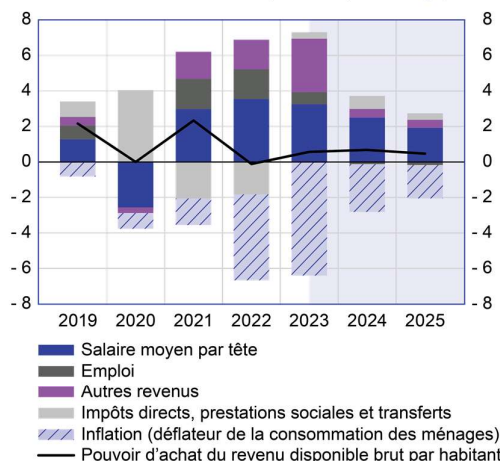
Si l'on considère les évolutions sur plus longue période en débutant en 2019, avant les deux chocs majeurs qui ont affecté l'économie française (crise sanitaire et impact de la crise ukrainienne), le pouvoir d'achat par habitant serait supérieur à son niveau pré-Covid d'environ 4 % en 2025. Cela proviendrait avant tout de l'emploi salarié, qui se situerait en 2025 à un niveau supérieur d'environ 6 % à son niveau pré-Covid. Le pouvoir d'achat du salaire moyen par tête, après avoir subi l'impact de la forte inflation en 2022 et 2023, serait quant à lui proche en 2025 de son niveau pré-Covid.

Cette progression du pouvoir d'achat par habitant diffère, pour de multiples raisons, d'un ressenti qui reste plus négatif. D'abord, il s'agit d'une évolution moyenne, alors que les situations peuvent évoluer différemment selon le niveau de revenu ou la localisation géographique. Ensuite, comme expliqué plus haut, les revenus totaux comprennent l'ensemble des revenus (y compris, notamment, les prestations sociales nettes des impôts) et pas seulement les revenus salariaux, qui influent peut-être le plus sur le ressenti des ménages. Enfin, et surtout, l'inflation ressentie au quotidien peut donner un poids plus important aux produits achetés fréquemment, comme les produits pétroliers et alimentaires, qu'à l'inflation totale mesurée par l'Insee, qui est pourtant le facteur pertinent pour une quantification du pouvoir d'achat total.

Les ménages ont un taux d'épargne étonnamment élevé au deuxième trimestre 2023, que ne suffisent pas à expliquer les déterminants traditionnels de la consommation (pouvoir d'achat et taux d'intérêt). Cela peut en partie refléter le niveau encore élevé de l'incertitude qui génère de l'épargne de précaution. Une hypothèse également possible serait la sensibilité des ménages à l'effet dit d'encaissements réelles, qui les pousserait à maintenir un flux élevé d'épargne pour compenser l'érosion par l'inflation de leur stock d'épargne existant. En prévision, avec la dissipation de ces deux effets, les ménages diminueraient leur taux d'épargne, ce qui soutiendrait leur consommation à moyen terme. Ainsi, le taux d'épargne diminuerait progressivement sur notre horizon de prévision pour atteindre 16,6 % au quatrième trimestre 2025 (cf. graphique 9), un niveau toutefois encore bien supérieur à celui observé avant la crise sanitaire (15,0 %). L'incertitude quant à l'évolution du taux d'épargne après les chocs à la fois importants et rares de ces dernières années rend cependant sa projection plus incertaine que celle d'autres variables macroéconomiques (cf. section sur les aléas relatifs à l'activité et à l'inflation, *infra*).

### Graphique 8 : Contributions aux gains de pouvoir d'achat des ménages et gains de pouvoir d'achat par habitant

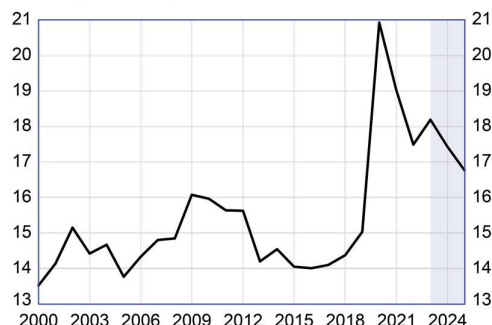
(croissance annuelle en %, contributions en points de pourcentage)



Note : L'inflation est ici mesurée par l'évolution du déflateur de la consommation des ménages, qui peut notamment différer de l'inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) en raison d'un poids plus fort des services et de la prise en compte de la consommation des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (Sifim).  
Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

### Graphique 9 : Taux d'épargne des ménages

(en % du revenu disponible brut)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

Dans ce contexte, après une croissance nulle en 2023, la consommation des ménages se rétablirait en 2024 et 2025, avec des taux de croissance de 1,8 % et 1,5 % respectivement, soit supérieurs aux gains de pouvoir d'achat. En revanche, l'investissement des ménages a baissé sur la période récente, en lien notamment avec la normalisation des conditions financières, et continuerait à fléchir pendant quelques trimestres, avant de commencer à se redresser courant 2025.

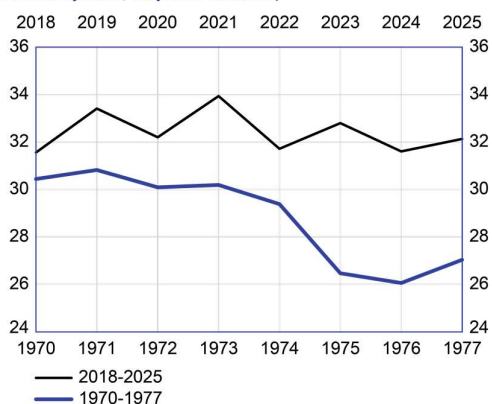
## Le taux de marge des entreprises retrouverait en 2025 un niveau proche des années pré-Covid et leur investissement serait résilient sur la période

Le taux de marge des sociétés non financières a augmenté au deuxième trimestre 2023, mais cela traduit des dynamiques sectorielles très contrastées et, sans doute, temporaires. En particulier, le taux de marge a progressé fortement dans les branches liées à l'énergie, qui n'ont que partiellement répercuté dans leur prix de production le repli du coût de leurs consommations intermédiaires. Cet effet devrait être transitoire et nous anticipons une moindre progression des prix de production dans les prochains trimestres. En revanche, les marges bénéficieraient à moyen terme de deux facteurs favorables. D'une part, l'effet positif du rétablissement des gains de productivité – le marché du travail s'ajustant avec retard au ralentissement économique – compenserait l'effet du regain de dynamisme des salaires réels sur le taux de marge des entreprises. D'autre part, les marges seraient légèrement soutenues par la suppression de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE), qui devait initialement prendre la forme d'une seconde baisse concentrée sur 2024, mais qui serait finalement étalée sur quatre ans. À la fin de l'horizon de la prévision, en 2025, le taux de marge des entreprises s'établirait ainsi à 32,1 %, un niveau légèrement supérieur à celui qui prévalait avant la crise Covid (cf. graphique 10).

L'investissement des entreprises s'est montré particulièrement résilient depuis plusieurs années : malgré la crise Covid et l'invasion de l'Ukraine, sa progression a été chaque année depuis 2020 plus rapide que celle de l'activité. Cela provient notamment de la dynamique de l'investissement dans les technologies de l'information et des communications. Grâce à cette dynamique, les effets du resserrement de la politique monétaire et des restrictions sur l'offre de crédit ne généreraient qu'un ralentissement temporaire et non une baisse de l'investissement (cf. graphique 11). À moyen terme, les investissements liés la transition énergétique et climatique pourraient prendre le relais de ceux liés à la transformation numérique. L'investissement des entreprises devrait donc rester résilient en prévision, même s'il croîtrait un peu moins que l'activité. Toutefois, des aléas existent par rapport à cette trajectoire d'investissement (cf. section sur les aléas relatifs à l'activité et à l'inflation, *infra*).

### Graphique 10 : Taux de marge des sociétés non financières, comparaison avec les chocs pétroliers des années 1970

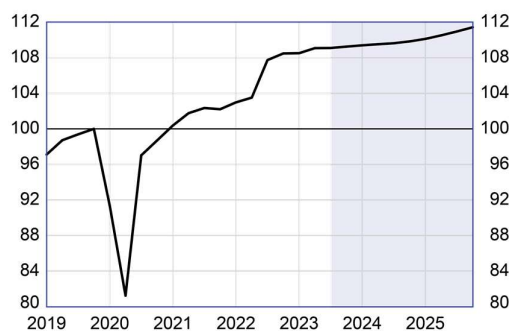
(en % de la valeur ajoutée, moyenne annuelle)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France à partir de 2023.

### Graphique 11 : Investissement des sociétés non financières

(volumes à prix chaînés, base 100 = T4 2019)



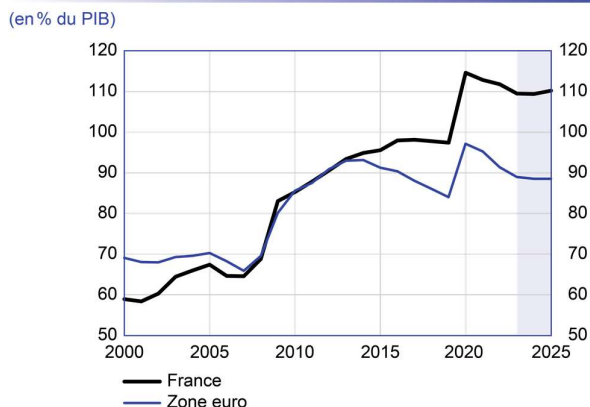
Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2023, projections Banque de France sur fond bleu.



## Le taux d'endettement public français ne ferait que se stabiliser, à un niveau durablement plus élevé que la moyenne de la zone euro

Cette prévision intègre les dernières mesures officiellement annoncées avant son bouclage fin août 2023. Elle ne prend pas en compte les mesures nouvelles ou autres informations qui devraient être présentées dans le projet de loi de finances pour 2024, ce qui sera fait dans la prévision de décembre. Cela nous conduit, comme dans la prévision de juin, à anticiper seulement une stabilisation du ratio de dette publique autour de 110 % du PIB (cf. graphique 12). Ce ratio pour la France resterait ainsi durablement plus élevé que celui de la moyenne de la zone euro, qui, lui, baisserait d'environ 3 points de PIB entre 2022 et 2025, pour se situer à 88,5 % en 2025. L'écart de ratios d'endettement public entre la France et la moyenne de la zone euro passerait d'environ 15 points de PIB avant la crise Covid à plus de 20 points à l'horizon de la prévision.

**Graphique 12 : Dette publique en France et en zone euro**



Sources : Insee et Eurostat jusqu'en 2022, projections Banque de France et Eurosystem sur fond bleu.

## Le scénario central sur l'environnement international n'inclut pas de nouveau choc majeur, mais serait moins favorable aux exportations à l'horizon 2025

Après le rebond consécutif à la crise sanitaire, le commerce mondial ralentit tendanciellement depuis début 2022. Cette relative atonie des échanges internationaux serait suivie par une reprise très progressive et entourée d'incertitudes ; en particulier, les perspectives sont plutôt orientées à la baisse en Chine, où les derniers indicateurs conjoncturels étaient inférieurs aux attentes. Mais c'est la situation en zone euro qui pénaliserait encore davantage les exportations françaises : depuis nos précédentes projections de juin, la demande extérieure adressée à la France est révisée le plus largement à la baisse pour la demande en provenance de la zone euro, avec notamment des projections d'importations revues à la baisse pour l'Espagne et l'Italie en 2023, et plus encore pour l'Allemagne en 2024.

Dans ce contexte, les exportations de la France ont néanmoins surpris à la hausse au deuxième trimestre, avec notamment la bonne tenue des exportations de matériels de transport, due en partie au facteur ponctuel de la livraison du paquebot MSC Euribia, mais aussi au rebond dans le secteur du tourisme. Sur l'ensemble de l'année 2023, les exportations françaises devraient progresser plus rapidement que la demande mondiale adressée à la France, ce qui signifie la poursuite du rattrapage progressif des parts de marché perdues pendant la crise sanitaire. En 2024 et 2025, nous prévoyons une stabilité des parts de marché, avec des facteurs qui se compenseraient globalement à cet horizon. D'un côté, l'appréciation passée du taux de change effectif de l'euro pèserait un peu sur la compétitivité des exportations françaises à destination de ses partenaires hors zone euro. D'un autre côté, les exportations françaises bénéficieraient encore d'un potentiel de rattrapage dans le secteur aéronautique et le tourisme.

## Les aléas sur l'activité et l'inflation par rapport à notre projection centrale sont dans l'ensemble équilibrés

Les aléas relatifs aux marchés de l'énergie ont changé de nature depuis l'hiver 2022-2023. À un risque de rupture d'approvisionnement en gaz et en électricité (lié à l'interruption des livraisons de gaz russe et aux difficultés du parc nucléaire français) a succédé un risque sur les prix du pétrole et du gaz en relation avec les déséquilibres entre l'offre et la demande sur ces marchés. Sur le marché du gaz, les aléas résultent notamment des tensions sur l'offre de gaz naturel liquéfié, comme l'ont montré les inquiétudes récentes autour des menaces de grèves en Australie. Sur le marché du pétrole, il existe des aléas de sens opposés sur l'équilibre offre-demande : d'un côté, la situation géopolitique continue de peser sur l'offre (comme l'ont montré les récentes décisions de limitation de la production par l'Opep et la Russie), mais de l'autre le risque baissier sur l'activité en Chine pourrait peser sur la demande.

En ce qui concerne la demande mondiale, les aléas baissiers proviennent là aussi de la Chine, où les chiffres publiés récemment confirment le ralentissement de l'activité depuis plusieurs mois, avec des inquiétudes grandissantes sur la crise immobilière et la situation sur le marché de l'emploi (chômage des jeunes). Les risques sont devenus plus équilibrés aux États-Unis, où le risque d'une récession (ou « hard landing ») a nettement diminué.

Du côté de la demande intérieure en France, les aléas sont plutôt haussiers sur la consommation des ménages et baissiers sur l'investissement des entreprises. D'une part, un rebond de la consommation des ménages plus marqué que ce que nous anticipons n'est pas à exclure, dans la mesure où, dans le scénario central, le taux d'épargne reste historiquement élevé à l'horizon de notre projection. Si ce taux d'épargne élevé est un mauvais signal à court terme sur la dynamique de la consommation des ménages, il leur fournit en revanche plus de marge de manœuvre pour augmenter leur consommation à moyen terme, une fois que l'incertitude actuelle liée notamment aux marchés de l'énergie se sera résorbée. D'autre part, alors que notre scénario central table seulement sur un ralentissement de l'investissement des entreprises, et non pas sur une baisse, il est possible que le resserrement des conditions financières puisse plus fortement peser sur ce dernier.

Enfin, certains aléas entourent plus spécifiquement notre projection de l'inflation française. En particulier, nous anticipons dans notre scénario central un retour rapide des marges de raffinage et de distribution sur les produits pétroliers à leur équilibre de long terme, ce qui expose à un aléa haussier si elles restaient élevées de façon persistante. À l'inverse, il est possible que la politique monétaire ait un impact plus fort ou plus rapide sur l'inflation que ce que nous inscrivons dans nos prévisions.

## Annexe A : Hypothèses techniques de l'Eurosystème

**Tableau A : Hypothèses techniques et environnement international** <sup>a)</sup>

	2022	2023	2024	2025
<b>Hypothèses techniques</b>				
Pétrole, baril de Brent (USD)	103,7	82,7	81,8	77,9
Pétrole, baril de Brent (EUR)	98,5	76,0	74,8	71,2
Matières premières hors énergie (EUR, évolution en %)	19,4	- 16,2	- 3,6	3,2
USD/EUR	1,05	1,09	1,09	1,09
Taux de change effectif nominal (évolution en %) <sup>b)</sup>	- 3,5	5,3	1,5	0,0
Euribor à 3 mois <sup>c)</sup>	0,3	3,4	3,7	3,1
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans <sup>c)</sup>	1,7	3,0	3,2	3,3
<b>Environnement international, évolution en %</b>				
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	21,3	- 5,1	1,1	2,5
PIB mondial	3,3	2,9	2,7	3,0
PIB mondial hors zone euro	3,3	3,2	3,0	3,2
Commerce mondial hors zone euro	5,3	0,2	3,2	3,3
Demande adressée à la France	6,9	0,3	2,8	3,0
<i>Intra-zone euro</i>	7,6	0,6	2,5	3,0
<i>Extra-zone euro</i>	6,4	0,0	3,0	3,0

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par l'Eurosystème au 22 août 2023 pour les données de marché et de demande adressée à la France selon des principes explicités dans la publication *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, juillet 2016, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguide201607.en.pdf>. La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail « Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview », disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp108.pdf>.

b) Calculé par rapport à 41 pays partenaires de la zone euro.

c) Les prévisions de taux d'intérêt sont obtenues à partir de l'information extraite de la courbe des taux.

Source : Eurosystème, projections Eurosystème sur fond bleuté.

## Annexe B : Points clés de la projection France en fin d'année

**Tableau B : Points clés de la projection France en glissement et niveau en fin d'année**

	T4 2022	T4 2023	T4 2024	T4 2025
<b>PIB réel</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>
<b>IPCH</b>	<b>7,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>
<b>IPCH hors énergie et alimentation</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,2	7,2	7,7	7,8

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance en glissement annuel sauf indication contraire.

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.

## Annexe C : Contributions à la croissance du PIB

### Tableau C1 : Projections détaillées France

	2022	2023	2024	2025
<b>PIB réel</b>	<b>2,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
Contributions (points de PIB) <sup>a)</sup>				
Demande intérieure hors stocks	2,4	0,4	0,8	1,3
Exportations nettes	- 0,6	0,6	0,0	0,0
Variations de stocks	0,8	- 0,2	0,1	0,0
Consommation des ménages (52 %) <sup>b)</sup>	2,1	0,0	1,8	1,5
Consommation publique (24 %)	2,6	0,5	0,6	1,1
Investissement total (23 %)	2,3	0,9	- 1,1	1,1
Investissement public (3 %)	1,5	2,8	- 0,7	4,0
Investissement des ménages (5 %)	- 1,2	- 5,8	- 5,9	- 0,9
Investissement des entreprises (SNF-SF-EI) (14 %)	3,9	3,1	0,6	1,1
Exportations (32 %)	7,4	2,2	2,8	2,9
Importations (34 %)	8,8	0,4	2,7	2,6
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	0,2	0,9	0,9	0,7
Créations nettes d'emplois (en milliers)	775	319	- 60	- 80
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,3	7,2	7,5	7,8
<b>IPCH</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>
<b>IPCH hors énergie et alimentation</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>
Déflateur du PIB	3,0	5,5	2,5	1,8

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2018.

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.

### Tableau C2 : Contributions détaillées à la croissance du PIB

	2022	2023	2024	2025
<b>PIB réel</b>	<b>2,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
Contributions (points de PIB) <sup>a)</sup>				
Demande intérieure hors stocks	2,4	0,4	0,8	1,3
<i>Consommation privée</i>	1,2	0,0	1,0	0,8
<i>Investissement privé</i> <sup>b)</sup>	0,5	0,1	- 0,2	0,1
<i>Demande publique</i> <sup>c)</sup>	0,7	0,2	0,1	0,4
Exportations nettes	- 0,6	0,6	0,0	0,0
Variations de stocks	0,8	- 0,2	0,1	0,0

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) L'investissement privé regroupe l'investissement des entreprises et celui des ménages.

c) La demande publique regroupe consommation et investissement publics.

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.

## Annexe D : Indicateurs complémentaires

### Tableau D1 : Évolution de la consommation et du pouvoir d'achat des ménages

(croissance annuelle en %)	2022	2023	2024	2025
Consommation réelle des ménages	2,1	0,0	1,8	1,5
Déflateur de la consommation	4,8	6,4	2,7	1,9
Pouvoir d'achat <sup>a)</sup>	0,2	0,9	0,9	0,7
Pouvoir d'achat par habitant <sup>a)</sup>	- 0,1	0,6	0,7	0,5
Taux d'épargne (en % du revenu disponible brut)	17,5	18,2	17,4	16,8

a) Rapporté au déflateur de la consommation.

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.

### Tableau D2 : Évolution des salaires et de la productivité dans le secteur marchand

(croissance annuelle en %)	2022	2023	2024	2025
Déflateur de la valeur ajoutée	4,2	6,3	1,8	1,8
Déflateur de la consommation des ménages	4,8	6,4	2,7	1,9
Coûts salariaux unitaires (CSU)	5,1	4,7	2,7	1,2
Productivité par tête	- 0,3	- 0,1	1,4	2,0
Productivité horaire	- 3,3	- 0,8	1,3	2,0
Salaire moyen par tête, nominal	5,6	5,0	4,2	3,4
Salaire moyen par tête, nominal, corrigé du chômage partiel	3,8	5,1	4,2	3,3
SMPT réel rapporté au déflateur de la consommation <sup>a)</sup>	0,8	- 1,3	1,5	1,5
SMPT réel, corrigé du chômage partiel, rapporté au déflateur de la consommation <sup>a)</sup>	- 1,0	- 1,2	1,5	1,4
SMPT réel rapporté au déflateur de la valeur ajoutée marchande <sup>a)</sup>	1,4	- 1,3	2,4	1,6
SMPT réel, corrigé du chômage partiel, rapporté au déflateur de la valeur ajoutée marchande <sup>a)</sup>	- 0,4	- 1,2	2,4	1,5

a) SMPT, salaire moyen par tête.

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.

### Tableau D3 : Variation de l'emploi et du chômage dans l'ensemble de l'économie

(en milliers, moyenne annuelle)	2022	2023	2024	2025
Emploi total	775	319	- 60	- 80
<i>Emplois salariés marchands</i>	625	197	- 89	- 103
<i>Emplois salariés non marchands</i>	15	5	- 1	0
<i>Emplois non salariés</i>	135	116	29	22
Population active	625	284	47	31
Chômage	- 150	- 35	107	111
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,3	7,2	7,5	7,8

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.

### Tableau D4 : Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)	2022	2023	2024	2025
Taux de marge (en % de la valeur ajoutée)	31,7	32,8	31,6	32,1
Taux d'investissement (en % de la valeur ajoutée)	25,9	25,8	26,0	25,8
Taux d'autofinancement (épargne/investissement)	85,8	86,9	81,6	84,3

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 31 août 2023), projections Banque de France sur fond bleuté.