

Situation macroéconomique et finances publiques

23 octobre 2024

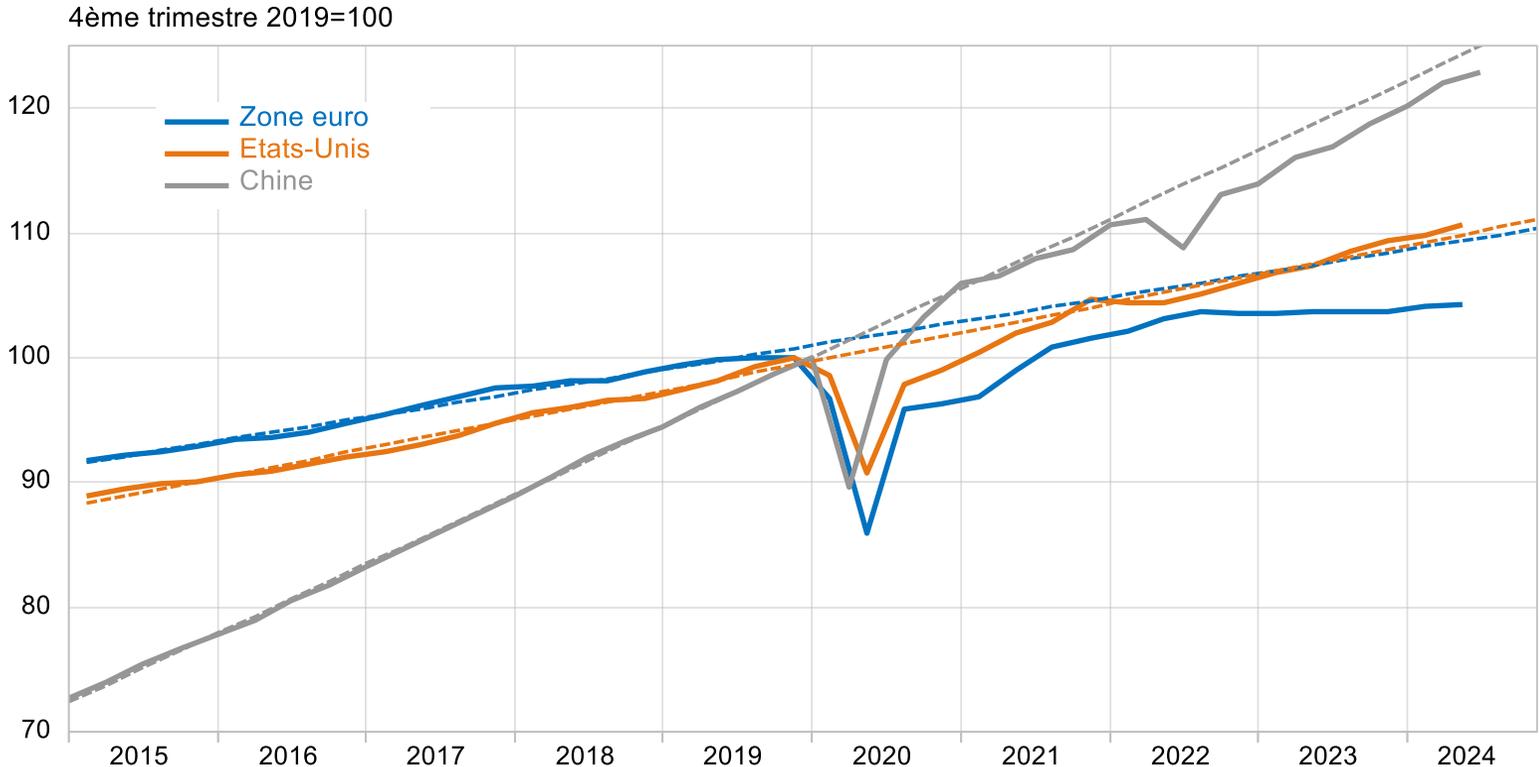
Olivier REDOULES
oredoules@reencode.fr

Les marqueurs de la conjoncture économique mondiale.

- Ralentissement structurel de la Chine, atterrissage en douceur aux États-Unis, ancrage dans la croissance molle en zone euro. Le continent européen s'efface de la carte de la croissance mondiale.
- Le grand écart industrie / services a repris, sur l'activité comme pour les prix.
- Les tensions macroéconomiques s'allègent : l'inflation reflue vite, les marchés du travail se détendent, l'espace des baisses de taux d'intérêt est ouvert.
- Les tensions commerciales s'exacerbent encore.
- Les fuites en avant budgétaires se prolongent.

Les États-Unis sont sur leur tendance de croissance, la Chine s'en éloigne, la zone euro en a décroché.

Zone Euro, Etats-Unis, Chine Niveau du PIB en volume

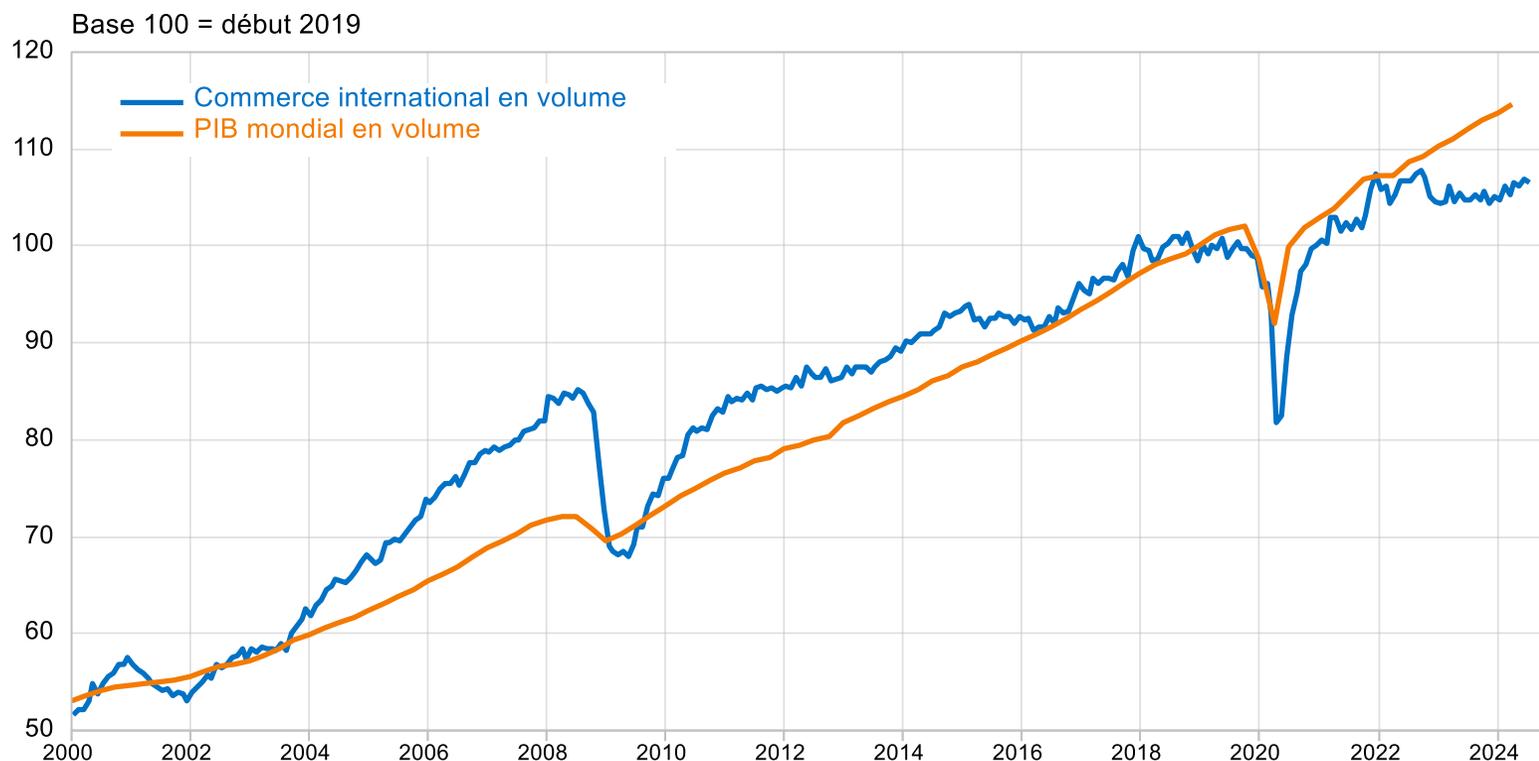


Source : Eurostat, BEA, NBS, calculs Rexecode

© Rexecode

Les échanges mondiaux ont décroché par le bas relativement au PIB mondial.

Monde PIB et commerce international

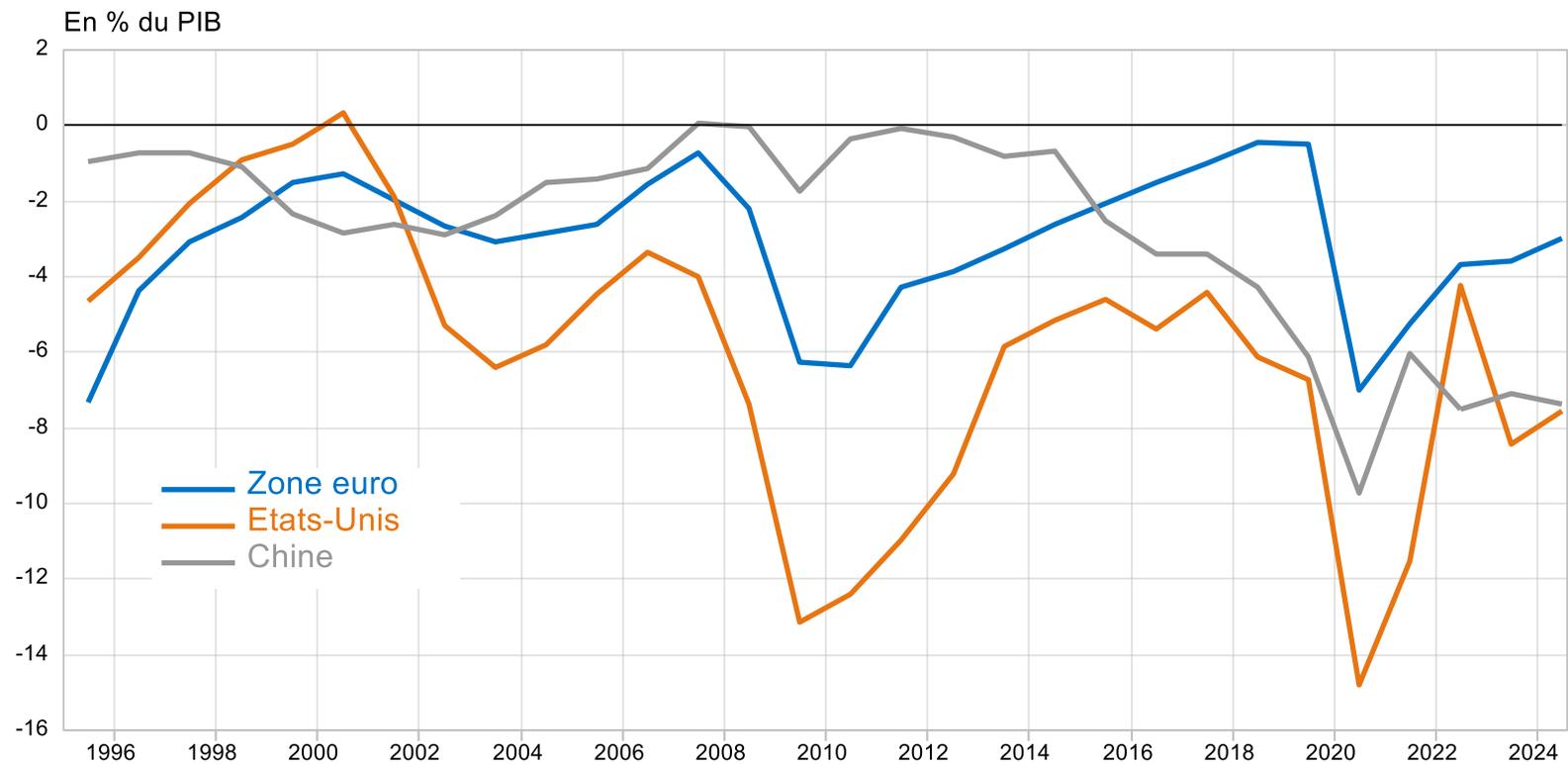


Source : CPB - Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Calculs Rexecode

© Rexecode

États-Unis et Chine sont engagés dans une fuite en avant budgétaire.

Zone euro, Etats-Unis, Chine Déficit public

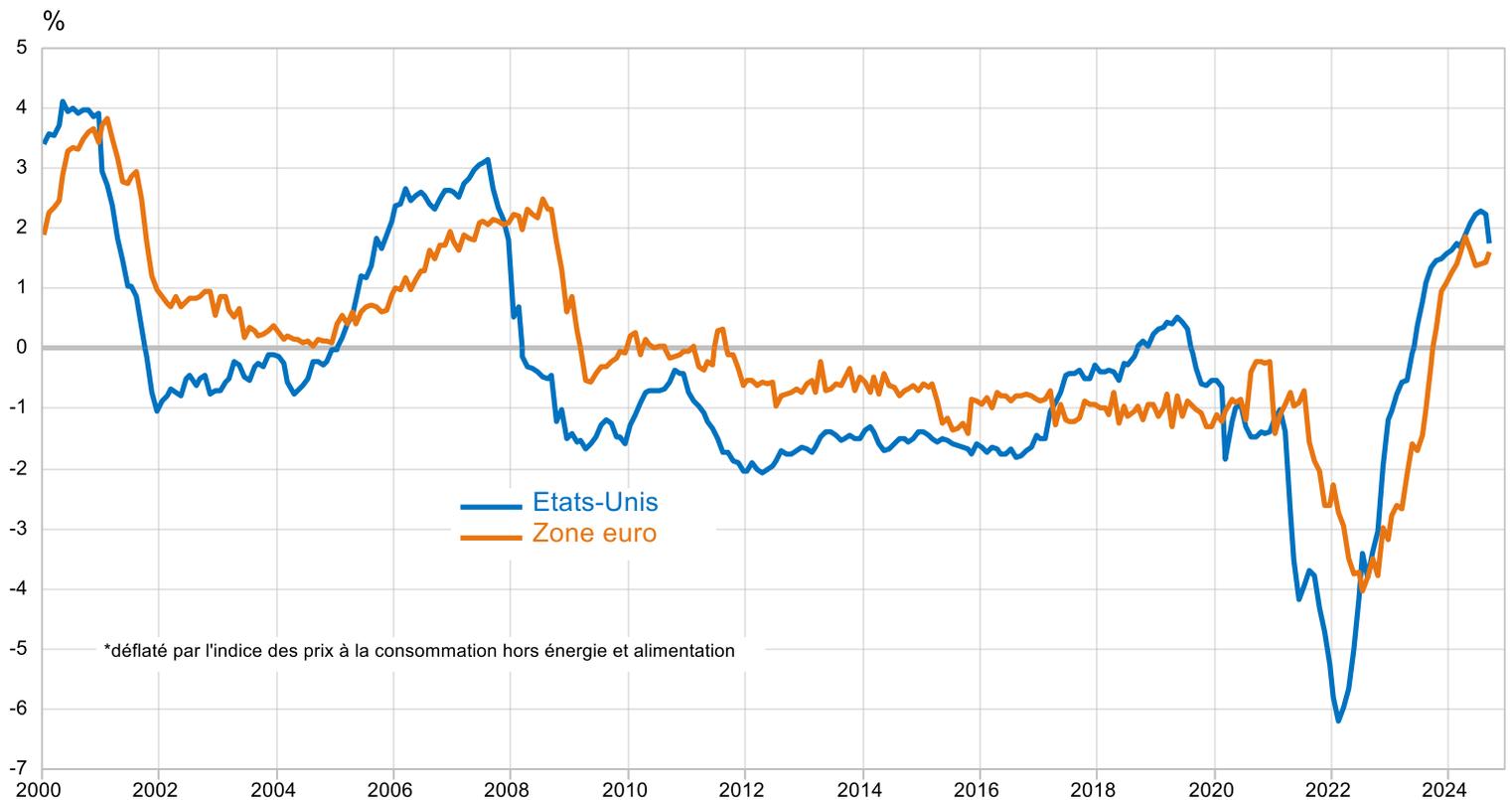


Sources et prévisions : AMECO, FMI

© Rexecode

Les conditions de la baisse des taux directeurs se sont réunies.

Taux directeurs réels *

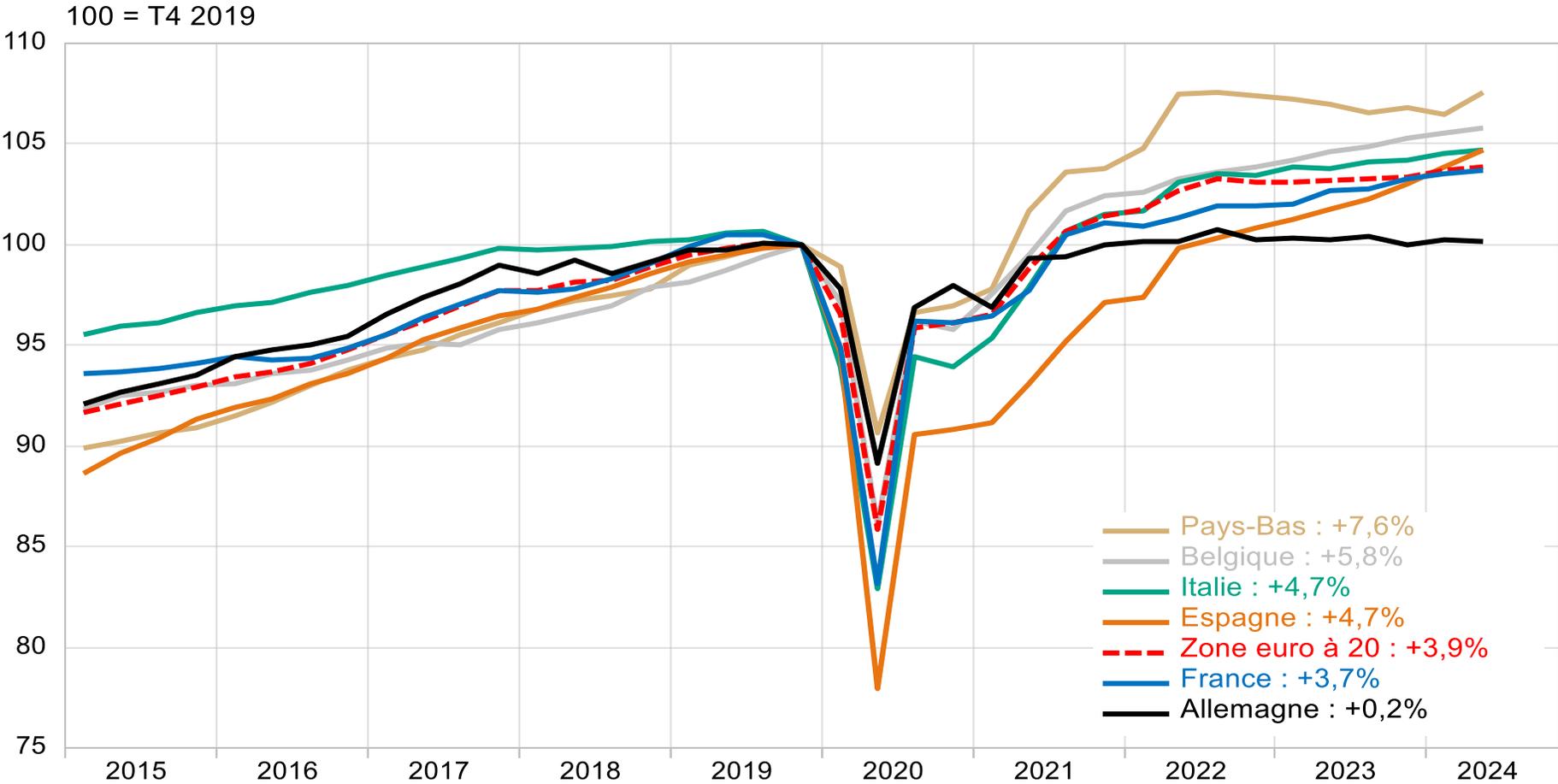


Sources : BEA, Bureau of Labor Statistics, ECB - European Central Bank, Eurostat

© Rexecode

La France suit globalement la trajectoire de PIB moyenne de la zone euro.

PIB en volume : évolution depuis le quatrième trimestre 2019



Source : comptes nationaux, calculs Rexecode

© Rexecode

Nos hypothèses pour la France, avant la présentation du budget (datées du 18 septembre 2024)

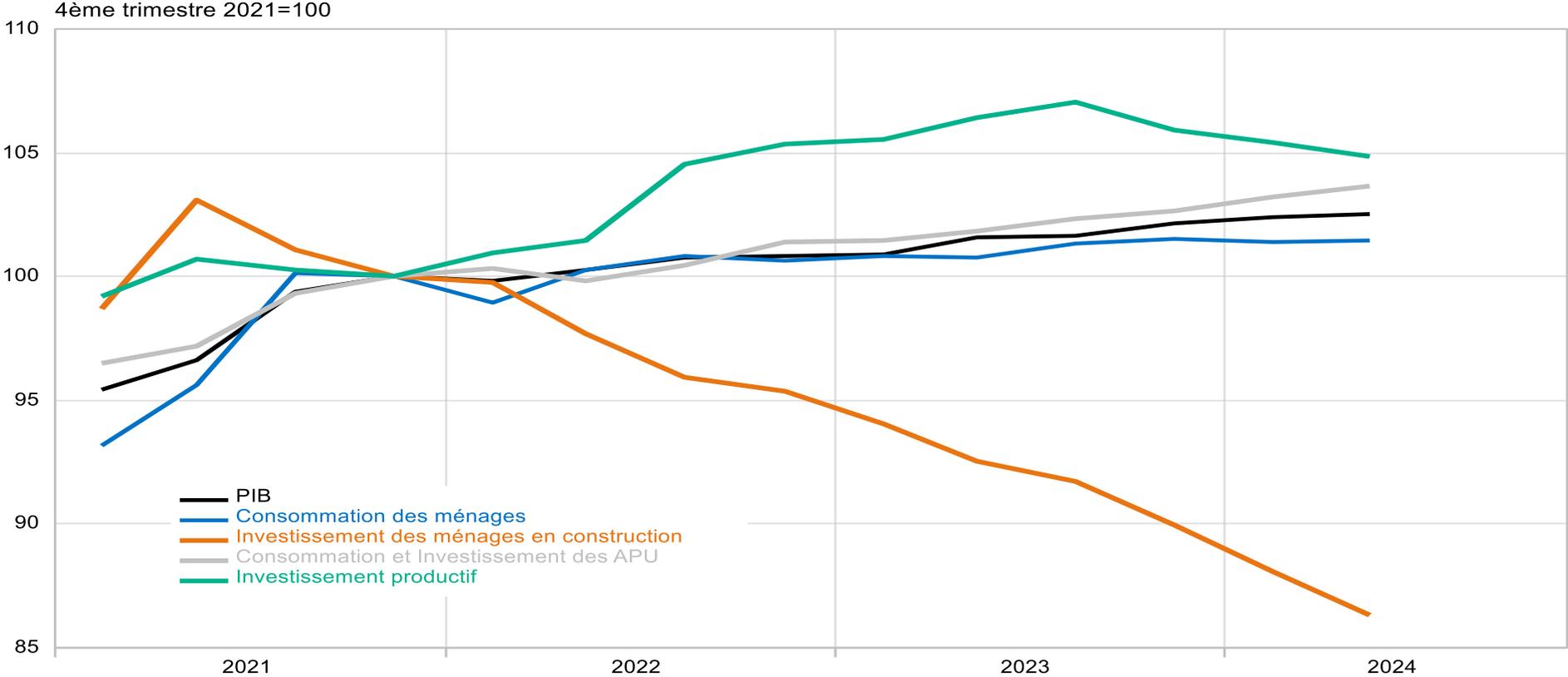
Évolution en %	2023	2024	2025
PIB	1,1	1,1	0,7
Emploi salarié marchand	1,2	0,0	-0,4
Taux de chômage	7,3	7,4	7,8
Prix à la consommation	4,9	2,3	1,6
Pouvoir d'achat du revenu des ménages	0,8	1,5	0,8
Consommation des ménages	0,9	0,6	1,0
Marge des sociétés non financières	9,0	-6,8	0,3
Investissement productif	3,1	-1,8	-1,4

Source : Perspectives économiques Rexecode septembre 2024

La croissance française est tirée par la demande publique et les exports quand la demande privée stagne, avec la chute de l'investissement des ménages.

France

PIB et principaux postes de la demande interne finale

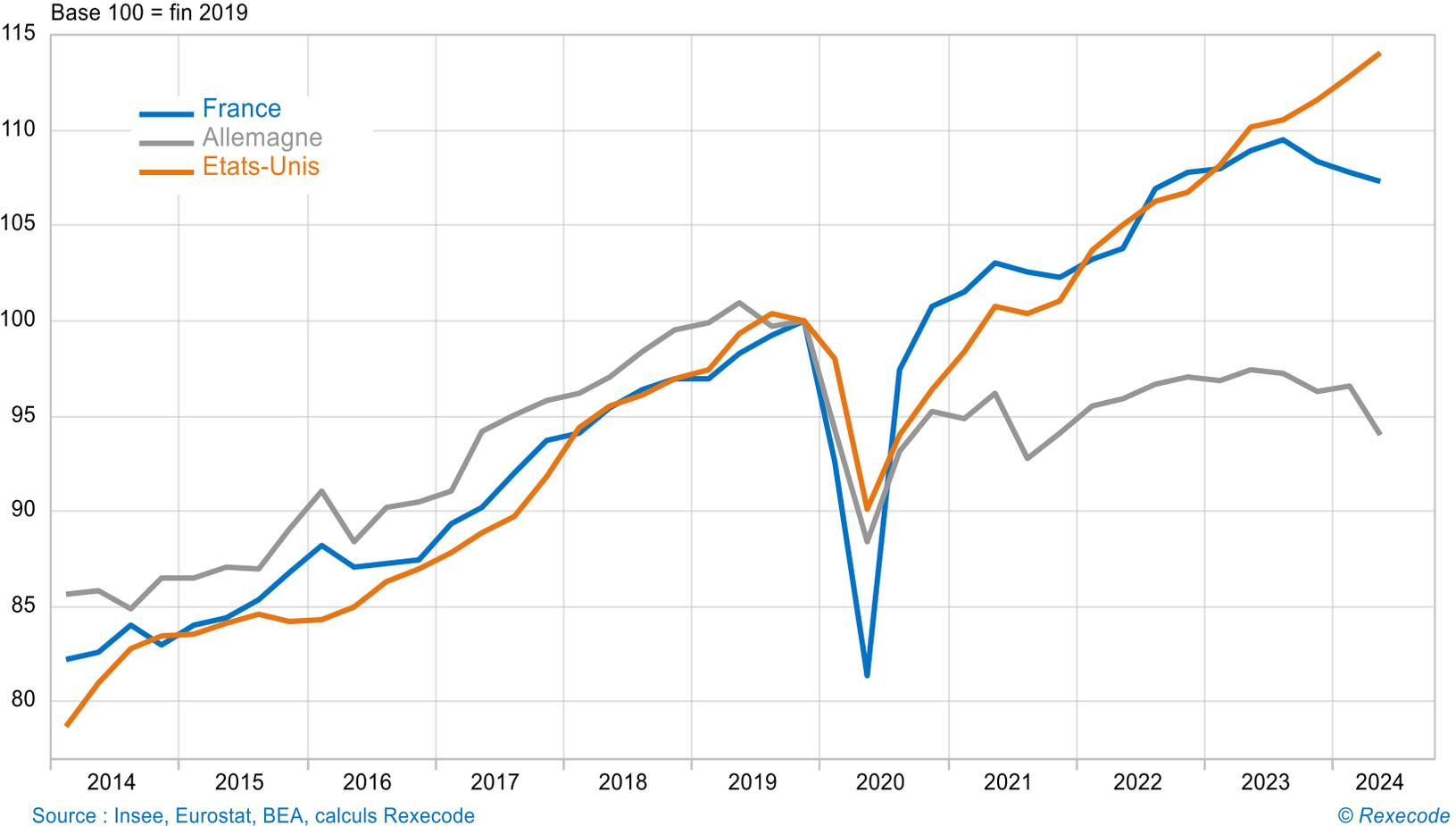


Source : Insee, comptes nationaux trimestriels

© Rexecode

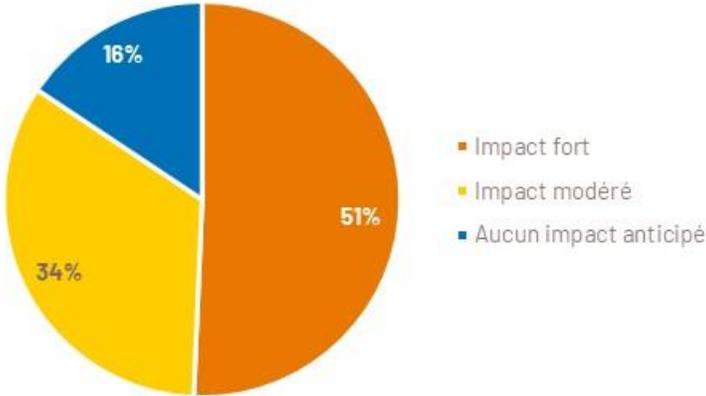
L'investissement des entreprises françaises a décroché depuis mi-2023.

France, Allemagne, Etats-Unis Investissement des entreprises non financières

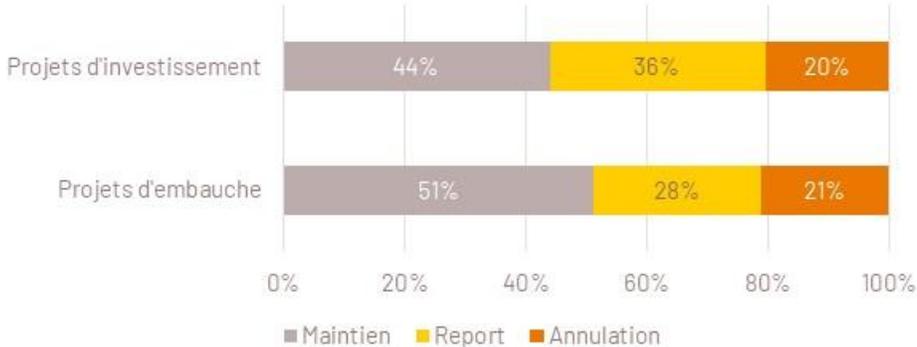


Dans le baromètre Bpifrance Le Lab / Rexecode, les TPE-PME font état des conséquences négatives de l'incertitude politique sur leur croissance.

Impact de l'incertitude politique sur l'activité



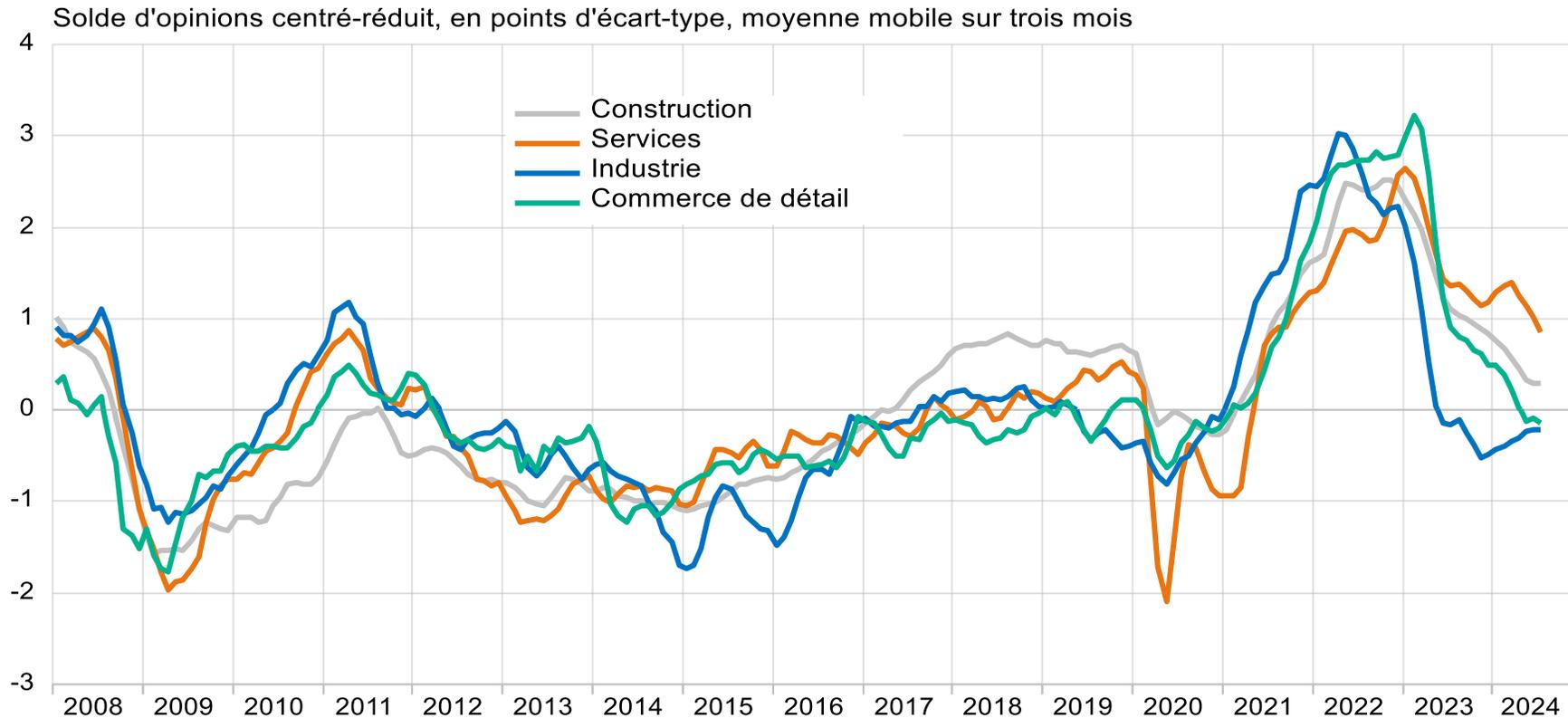
Impact sur les projets d'investissement et d'embauches



Le ralentissement des prix se poursuit dans l'économie.

France

Evolution anticipée des prix

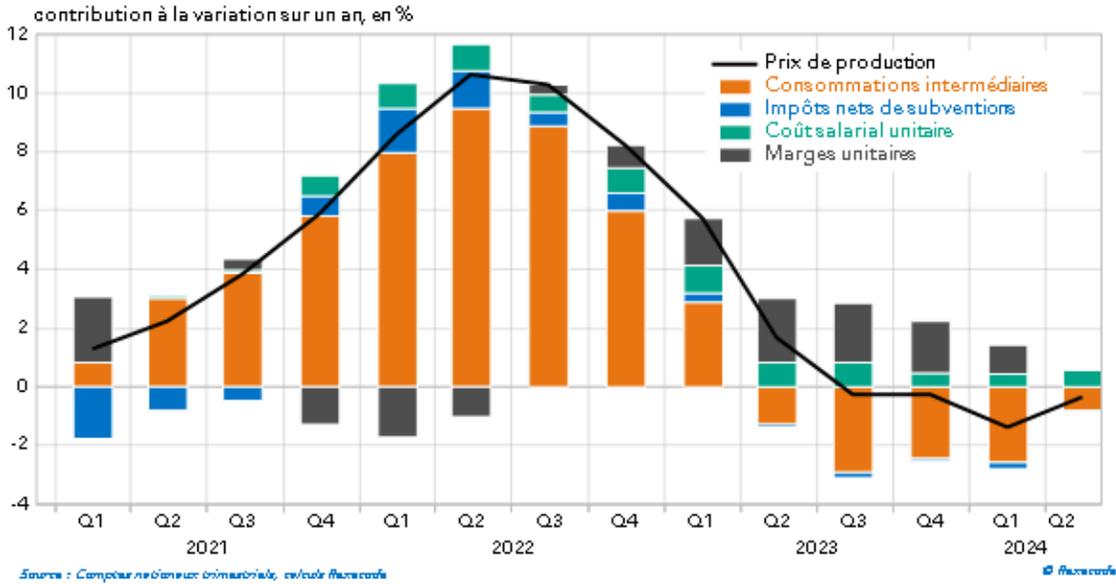


Source : Enquête Commission européenne

© Rexecode

Une inflation qui se modère rapidement, après une hausse des prix de 15 % entre janvier 2021 et août 2024, et une diffusion incomplète de celle-ci à la valeur ajoutée.

France : Contribution à l'évolution des prix de production Branches marchandes



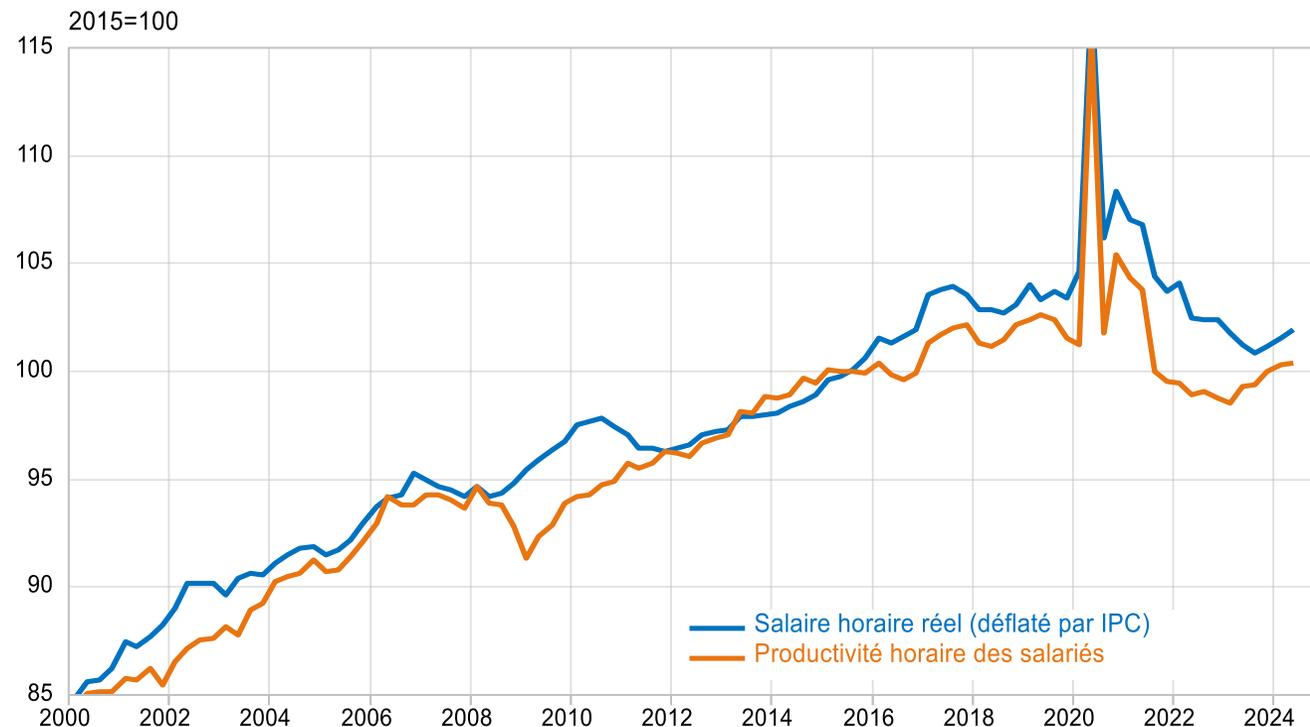
France

Taux de valeur ajoutée des sociétés non financières



Pas de déséquilibre manifeste dans le partage de la valeur ajoutée au niveau macroéconomique.

France : Productivité horaire des salariés
et salaire horaire réel des branches marchandes



Source : INSEE, comptes nationaux trimestriels, calcul Rexecode

© Rexecode

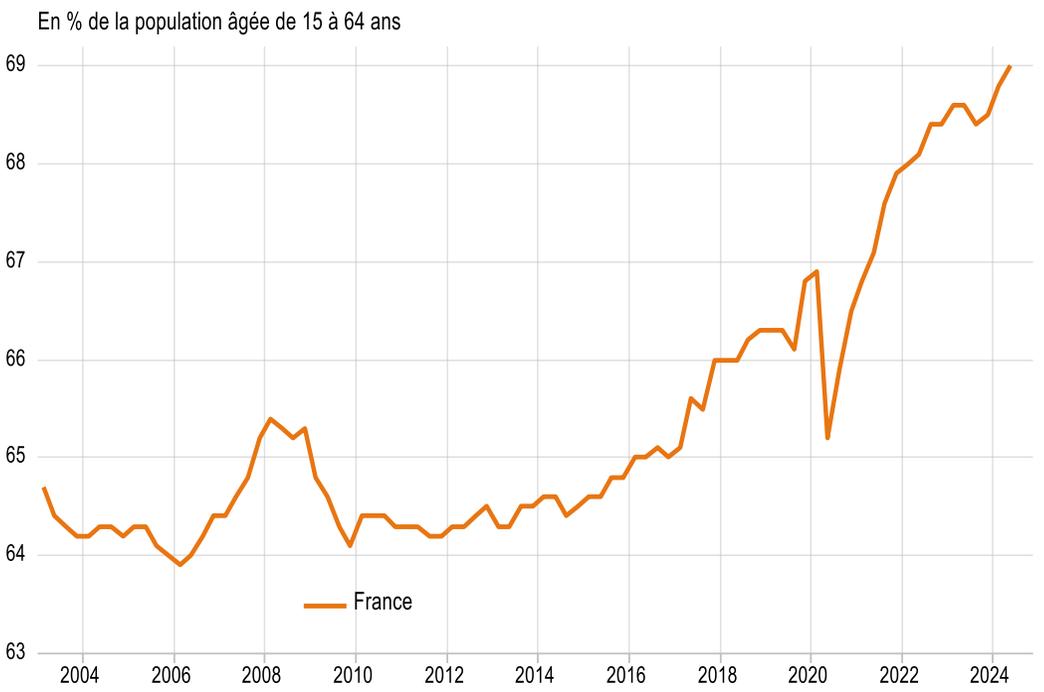
La baisse des salaires horaires réels moyens par rapport à 2019 résulte de celle de la productivité horaire moyenne, et non d'une déformation du partage de la valeur.

La perte de productivité et de salaire réel depuis 2019 résulte pour partie de l'apprentissage, et pour partie de facteurs plus larges (vieillesse, crise énergétique, transition écologique, etc.)

Un taux d'emploi élevé, un taux de chômage bas, par comparaison aux deux dernières décennies.

France

Taux d'emploi des personnes âgées de 15 à 64 ans



Source : BLS, INSEE

© Rexecode

France

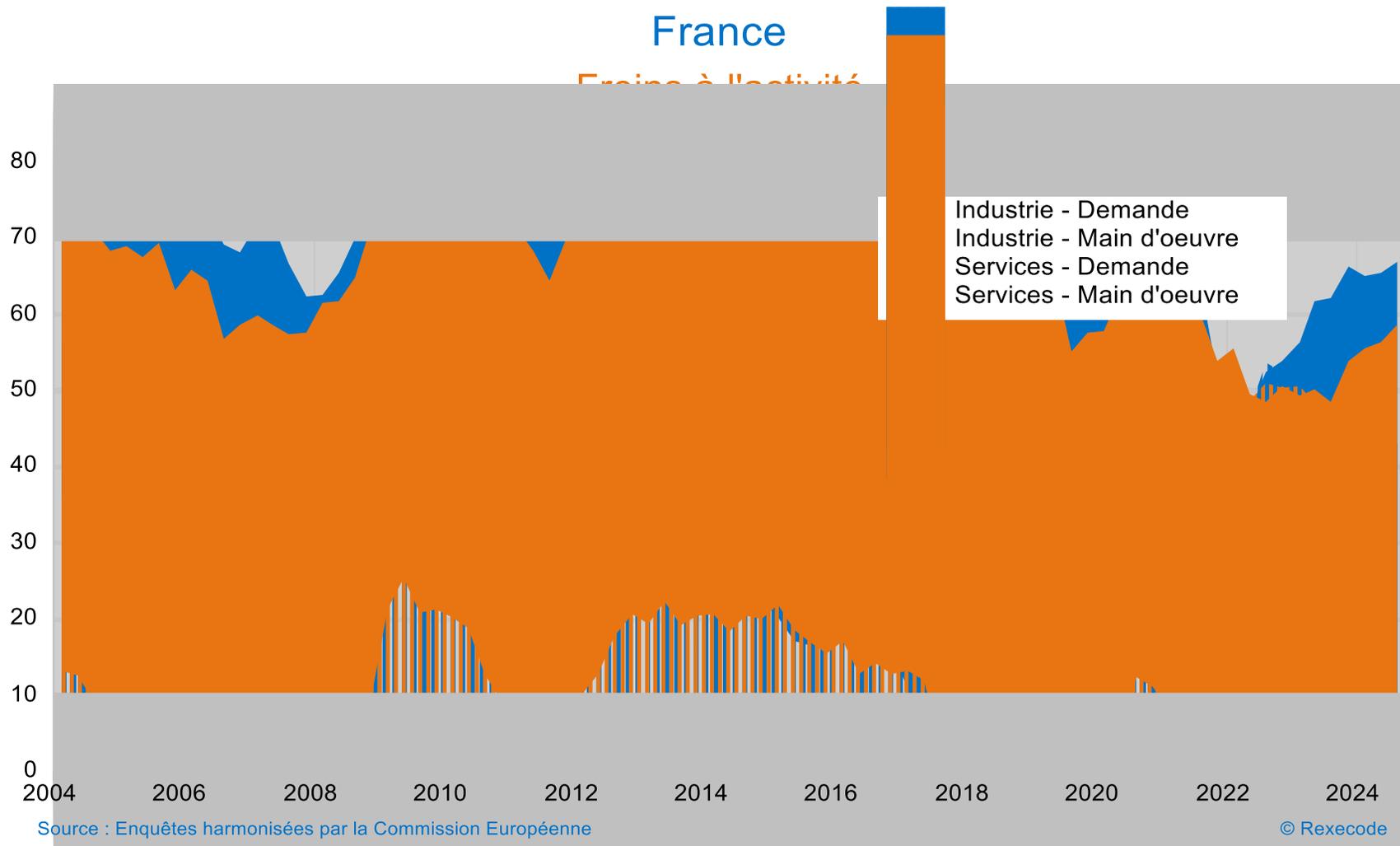
Taux de chômage



Source : Eurostat

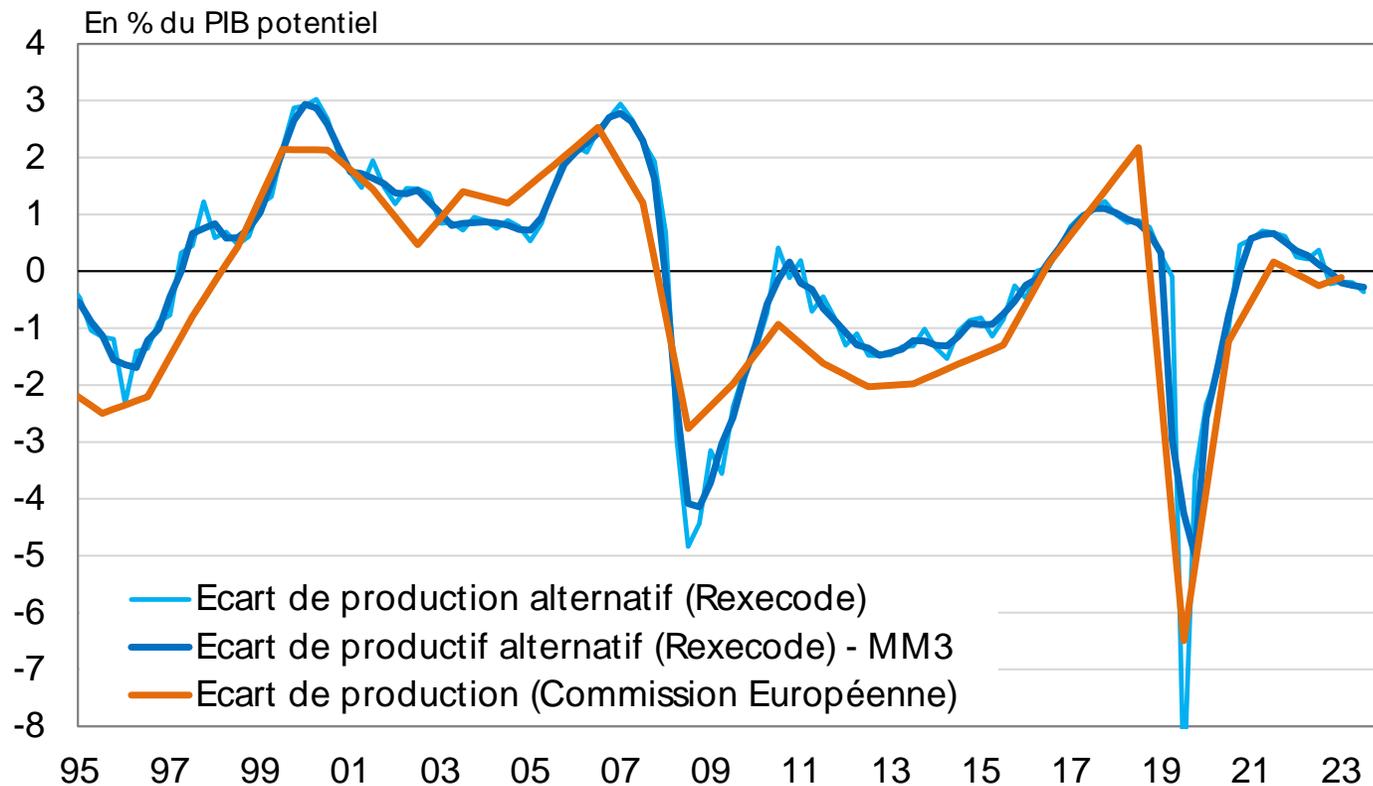
© Rexecode

L'équilibre sur le marché du travail est en train de s'infléchir, avec une remontée des freins liés à la demande, et une modération des difficultés de recrutement.



Un niveau de PIB proche de son niveau potentiel, avec un « écart de production » quasi fermé.

France Ecart de production

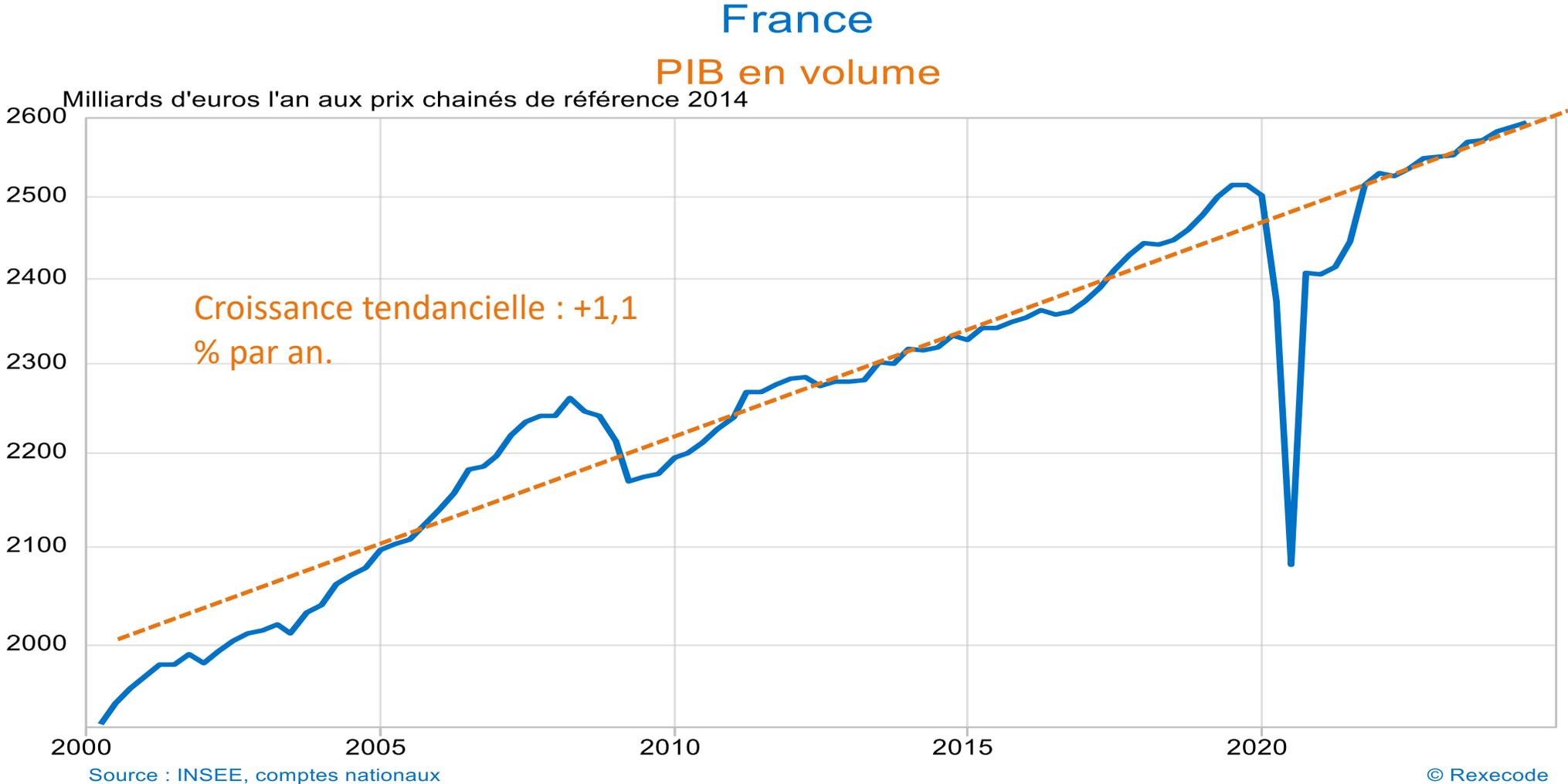


L'écart de production mesure la différence entre le PIB effectif et son niveau potentiel.

L'écart de production en temps réel est estimé sur la base d'enquêtes de conjoncture indiquant le niveau d'utilisation des capacités de production et les tensions d'offre et de demande.

Sources : AMECO, Eurostat, Insee, Banque de France, calculs Rexecode

Une croissance du PIB autour de 1,1 % en 2024, proche de sa tendance.

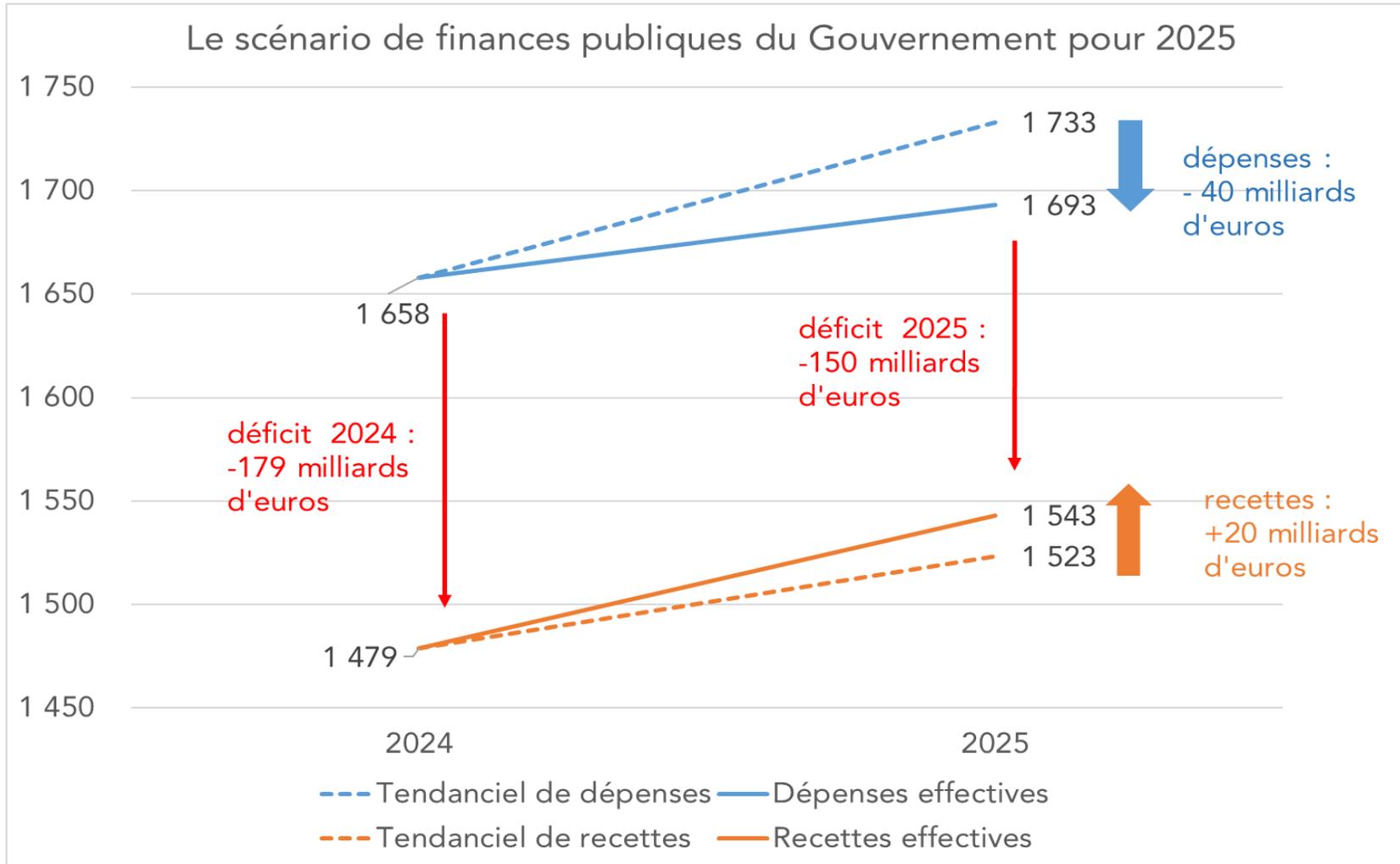


Un tableau des finances publiques assombri : 6 % de déficit en 2024 et 7 % en 2025 à politiques inchangées

- La trajectoire de la loi de programmation (LPFP) visait un déficit de 3,7 en 2025 sous l'hypothèse d'un ajustement structurel cumulé de 1 point de PIB de 2023 à 2025.
- Le programme de stabilité (PSTAB) d'avril visait 4,1 en 2025, sous l'hypothèse d'un ajustement cumulé de 1,5 point de PIB en 2024 et 2025 (et même de 2 points hors intérêts!).
- Ces trajectoires supposaient une maîtrise de la dépense, et une croissance du PIB élevée (« optimiste »).
- En 2024, le 6 % est probable sauf inflexion de dernière minute ; en 2025, le 7 % est à lire « avant mesure d'apurement », avec une hypothèse de croissance rapide de la dépense.

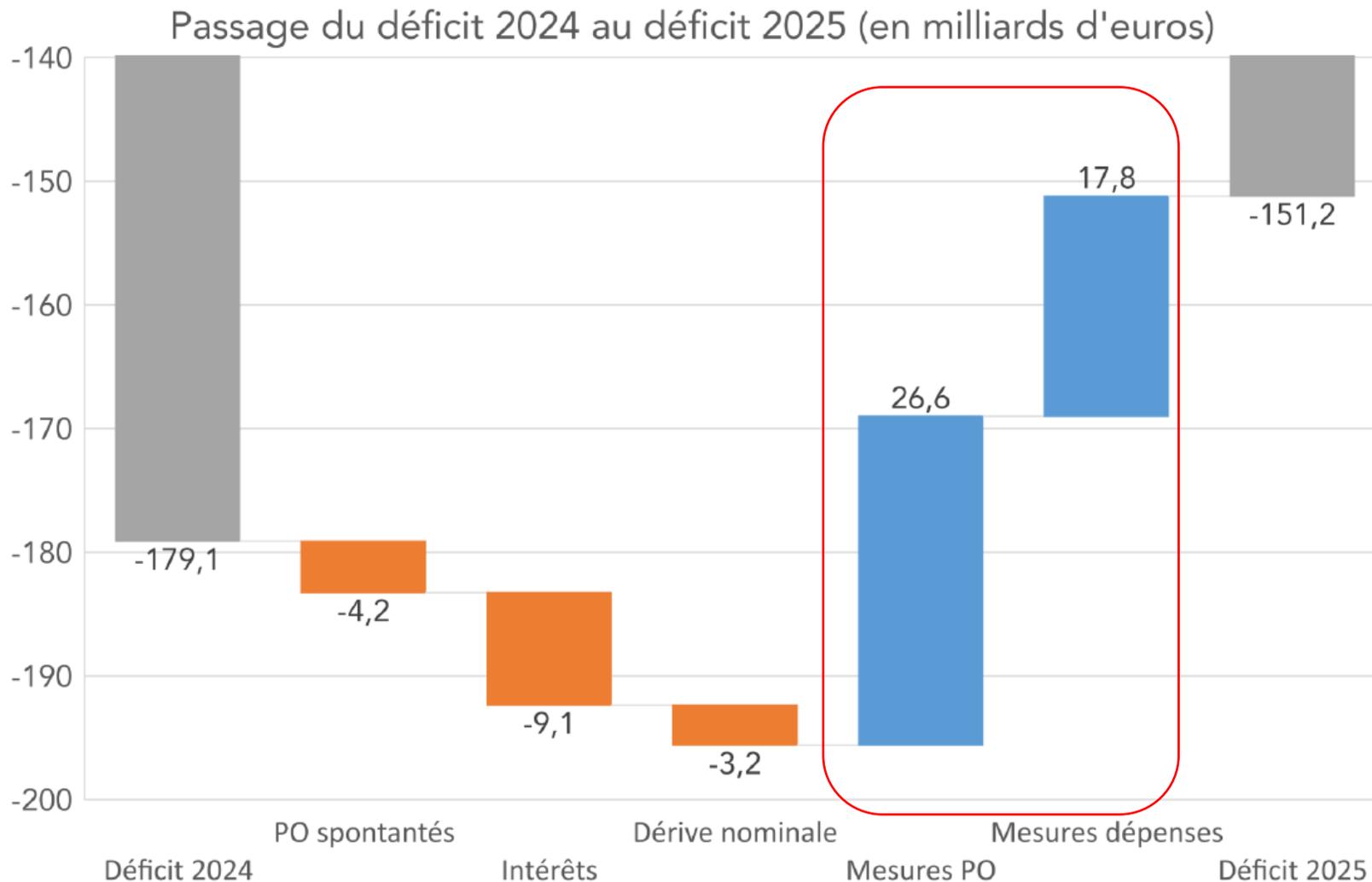
	2023	2024	2025
<i>Prévisions de déficit incluant des efforts non documentés (en points de PIB)</i>			
LPFP 2023	4,9	4,4	3,7
<i>Ajustement structurel</i>	-0,1	-0,5	-0,4
PSTAB 2024	5,5	5,1	4,1
<i>Ajustement structurel</i>	0,5	-0,6	-0,9
<i>Déficit réalisé et prévu à politique inchangée (en points de PIB)</i>			
Déficit	5,5	> 6	7

Dans son projet de budget, le Gouvernement annonce environ 60 milliards d' « économies » par rapport à des « tendances »



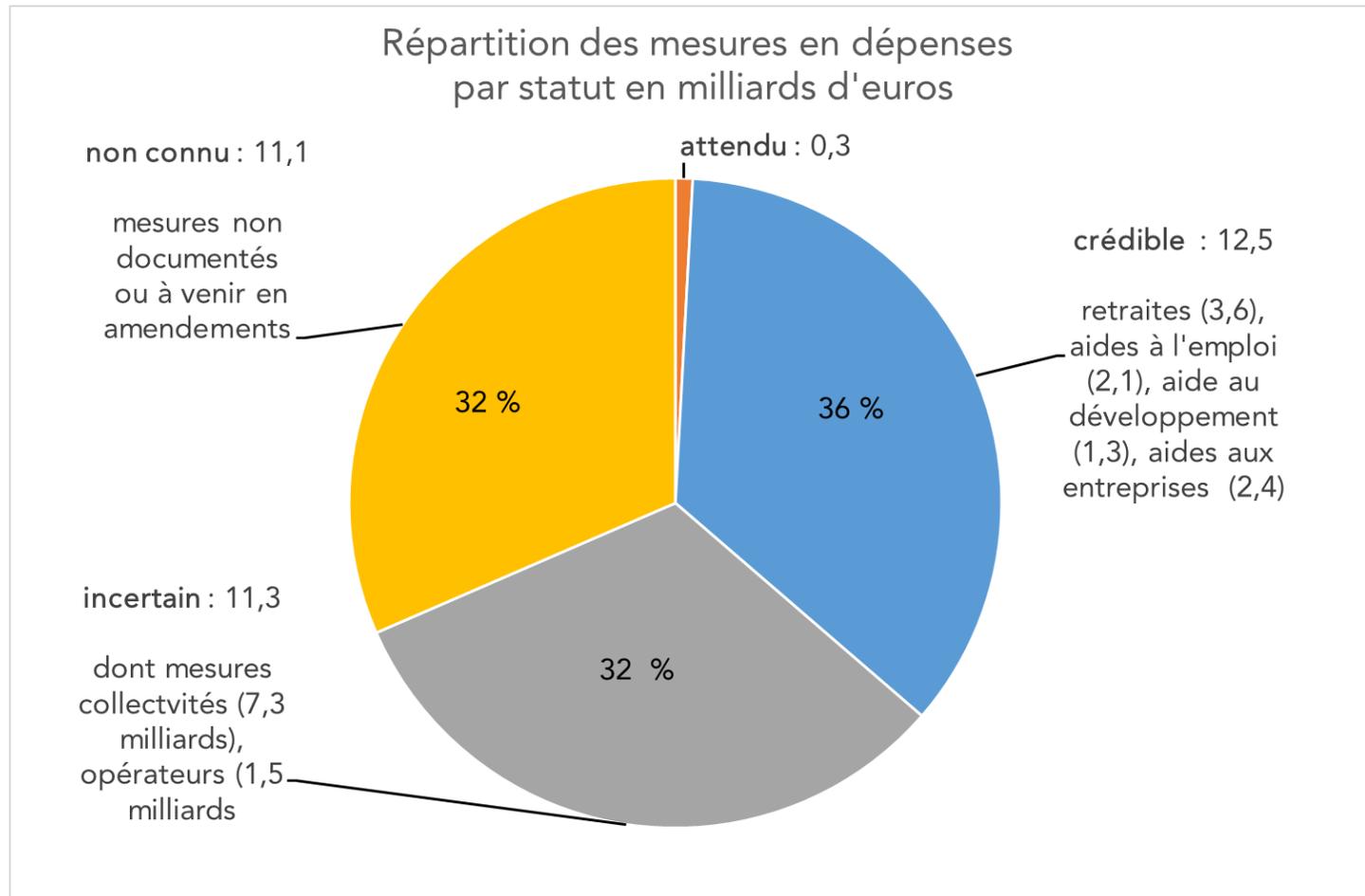
- **Le montant de dépenses affiché inclut certains prélèvements (baisses d'allègements).**
- **Après ajustements, on a plutôt 35 milliards en mesures de dépenses et 27 milliards en prélèvements, en comptant les hausses déjà actées.**

L' « effort structurel primaire » s'élève à 44,4 milliards d'euros, pour 60 % en prélèvements obligatoires.



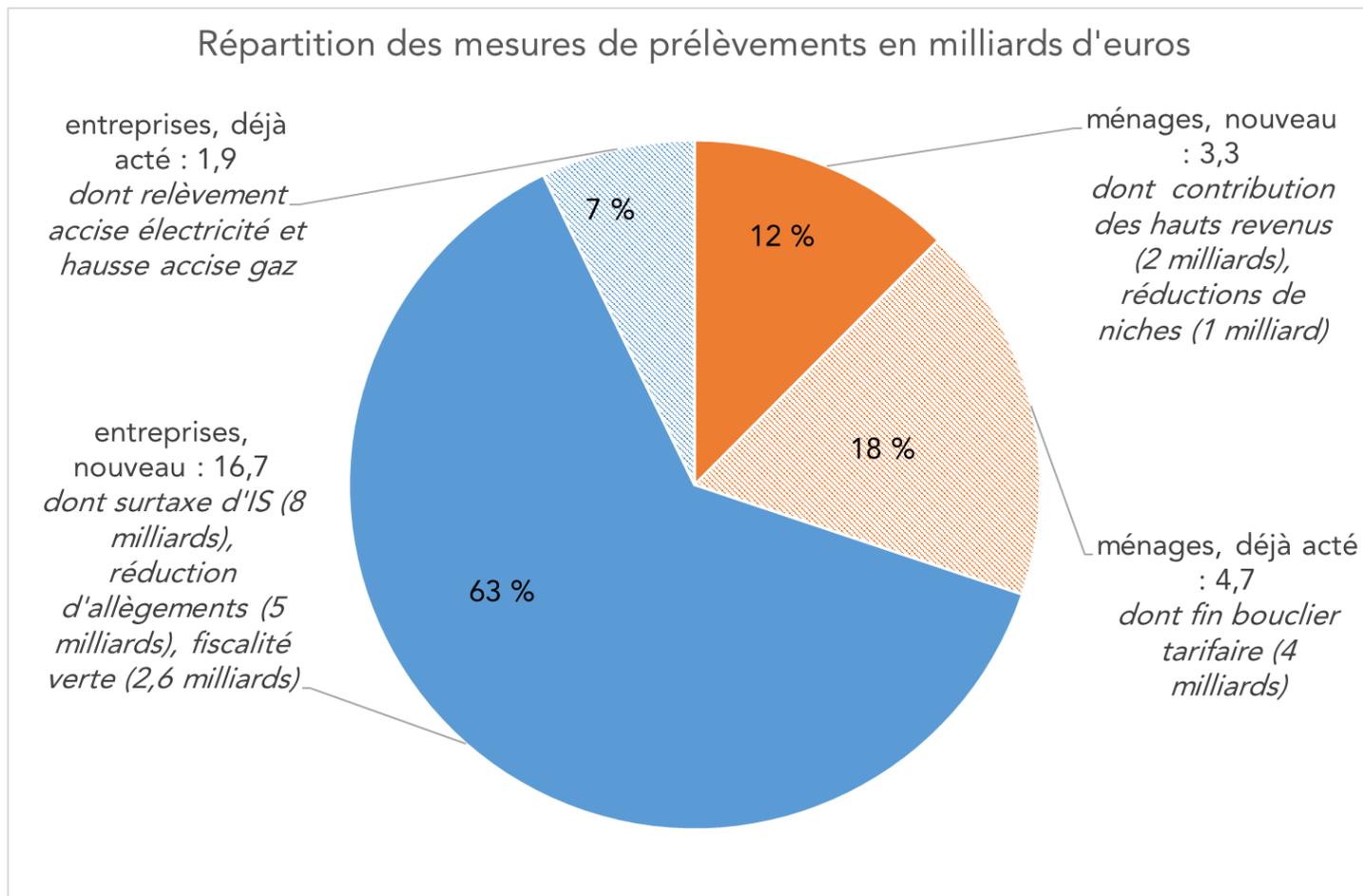
- L'effort structurel s'élève à 27 milliards d'euros pour les mesures de prélèvements.
- Côté dépenses, hors charge de la dette qui augmente, l'effort structurel est de 18 milliards.

Sur les 35 milliards de dépenses, les deux-tiers sont non connues ou incertaines.



- Près de la moitié des mesures de dépenses (18,7 milliards) portent sur l'administration elle-même.
- 11 milliards d'euros concernent les ménages et 5,5 milliards, les entreprises.
- Une partie des mesures de dépenses pourraient prendre *in fine* la forme de prélèvements (réduction de « dépenses » fiscales ou sociales).

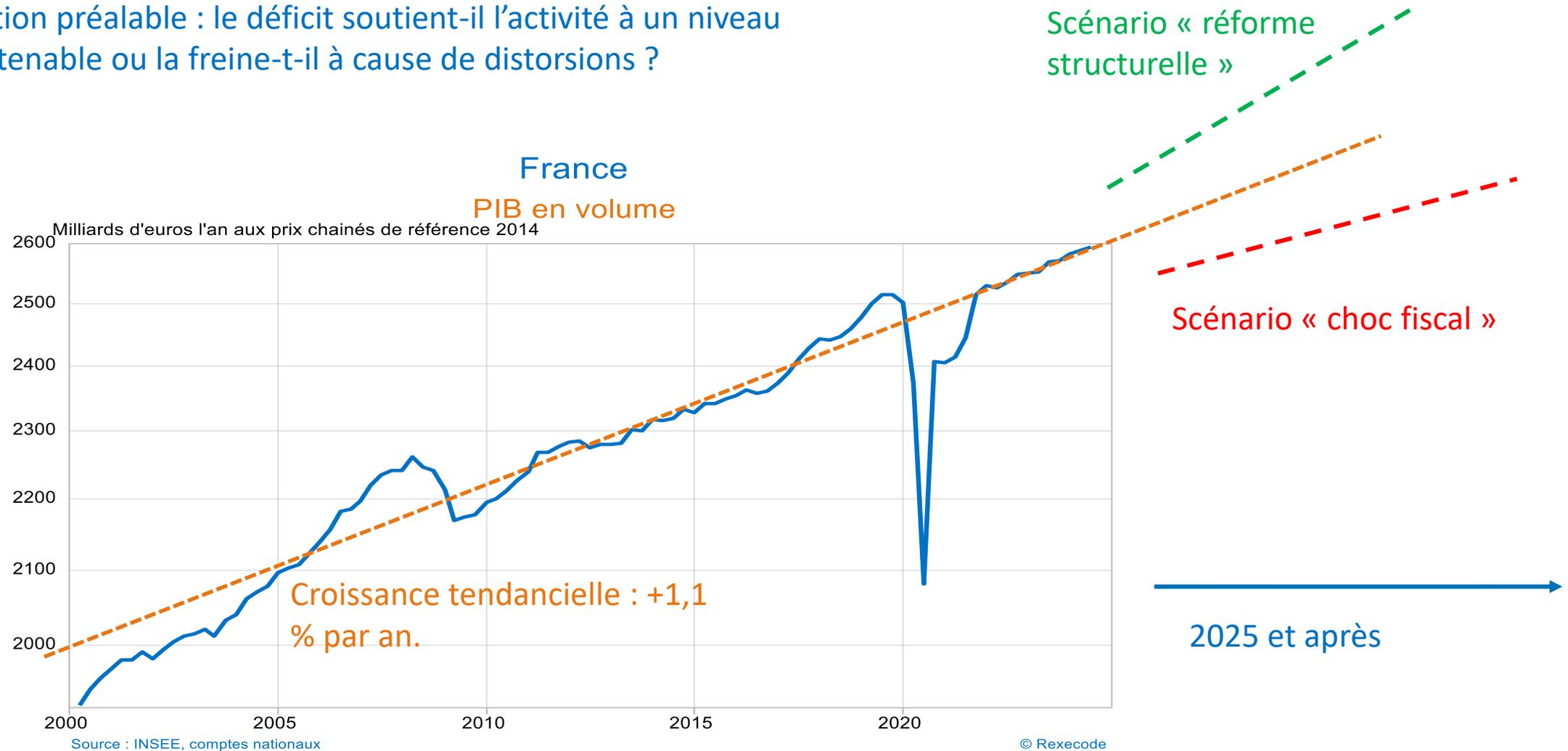
Les mesures de prélèvements touchent majoritairement les entreprises.



- Au total, 26,7 milliards d'euros de mesures de prélèvements, dont 20 milliards nouvelles et 6,7 milliards déjà actées (ou programmées)
- 70 % des mesures de prélèvements portent sur les entreprises, et notamment 85 % des nouvelles mesures annoncées.

Quels effets sur la croissance des mesures de consolidation ? La future trajectoire potentielle du PIB dépendra des mesures qui seront prises.

Question préalable : le déficit soutient-il l'activité à un niveau insoutenable ou la freine-t-il à cause de distorsions ?



Comment juger les mesures budgétaires qui sont envisagées au prisme des effets sur l'activité économique à moyen terme ?

- **Plus de 10 milliards d'euros de hausses de prélèvements plutôt défavorables à l'activité à moyen terme**
 - Hausse du coût du travail de près de 5 milliards d'euros à partir de 2025.
 - Surtaxe d'IS de 8 milliards d'euros en 2025 et de 4 milliards en 2026.
 - Maintien de la CVAE jusqu'en 2028.

- **Les principales baisses de dépenses connues auraient des effets plutôt neutres sur l'activité à moyen terme**
 - Décalage de la revalorisation des retraites pour 3,6 milliards d'euros en 2025.
 - Ralentissement des dépenses de santé.
 - Aide publique au développement pour 1,3 milliard d'euros.
 - Mesures de soutien à l'emploi pour 2,1 milliards d'euros.

Quels effets sur la croissance pour 2025?

- **Incertitude importante sur le niveau des « multiplicateurs budgétaires » pour plusieurs raisons :**
 - La position dans le cycle et la trajectoire baissière des taux plaide pour des multiplicateurs faibles
 - La nature des mesures atténuée aussi l'effet récessif à court terme.
 - A l'inverse, l'incertitude sur la fiscalité future et sur les craintes sur la soutenabilité des finances publiques peuvent peser sur l'activité, via l'investissement des entreprises notamment.
- **Les mesures les plus dommageables à court terme :**
 - La hausse de cotisations qui va s'appliquer, notamment au voisinage du SMIC si les entreprises ne peuvent pas répercuter sur les prix et disposent de marges étroites.
 - Certaines baisses de dépenses sociales/hausse d'impôts lorsqu'elles touchent des ménages contraints financièrement.
 - Les baisses de dépenses des administrations, si elles sont effectives.
 - + les mesures que l'on ne connaît pas encore.
- => Un effet relativement limité sur la croissance, mais incertain.
- => Importance de disposer de marges d'erreurs.

Annexes

Depuis 2017, une hausse de la dépense et une baisse du poids des PO par habitant, à partir d'un déficit déjà important.

- Une lecture en points de PIB attribue aux baisses de PO les 4/5 de la dégradation du déficit depuis 2017

⇒ suppose que la dépense et les PO doivent être stables en % PIB (= élasticité unitaire à long terme)

⇒ Le taux de PO est revenu au niveau du début des années 2010.

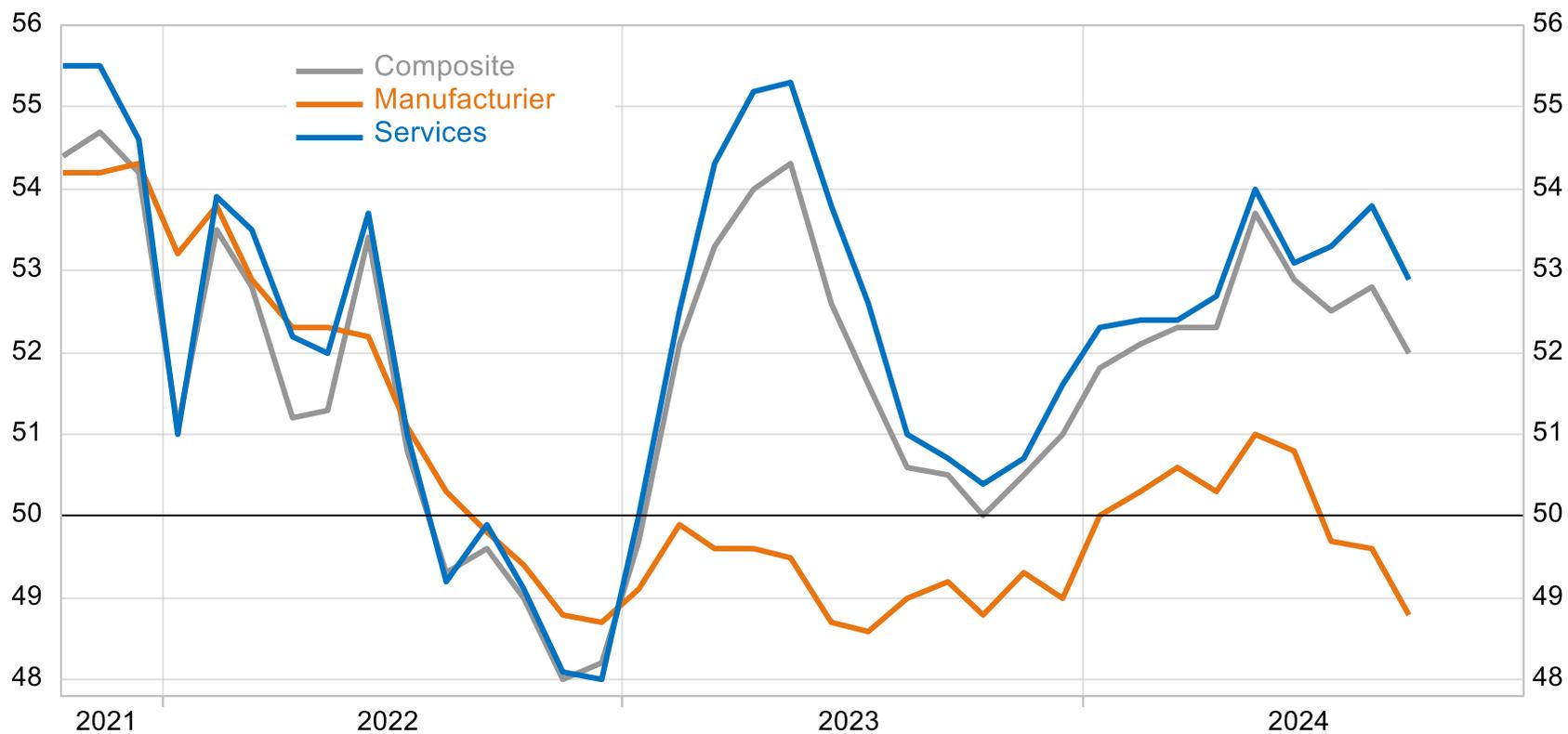
- Une lecture en euros constants par habitant attribue à la dépense l'essentiel de la dégradation du déficit.

- L'inflation a diminué la dette par habitant de près de 550 euros en 2022 et 2023.

	2017	2023	variation
Dépenses (hors CI et éléments imputés)			
Points de PIB	52,9	53,5	+0,6
Euros de 2023 par habitant	21 070	22 170	+1 100
Prélèvements obligatoires (hors CI et éléments imputés)			
Points de PIB	45,1	42,9	-2,2
Euros de 2023 par habitant	17 970	17 780	- 190
Déficit			
Points de PIB	3,4	5,5	+2,1
Euros de 2023 par habitant	1340	2270	+930
Dette			
Points de PIB	98,7	109,9	+ 11,2
Euros de 2023 par habitant	39 300	45 500	+6 200

Une activité industrielle mondiale en repli. Les services résistent.

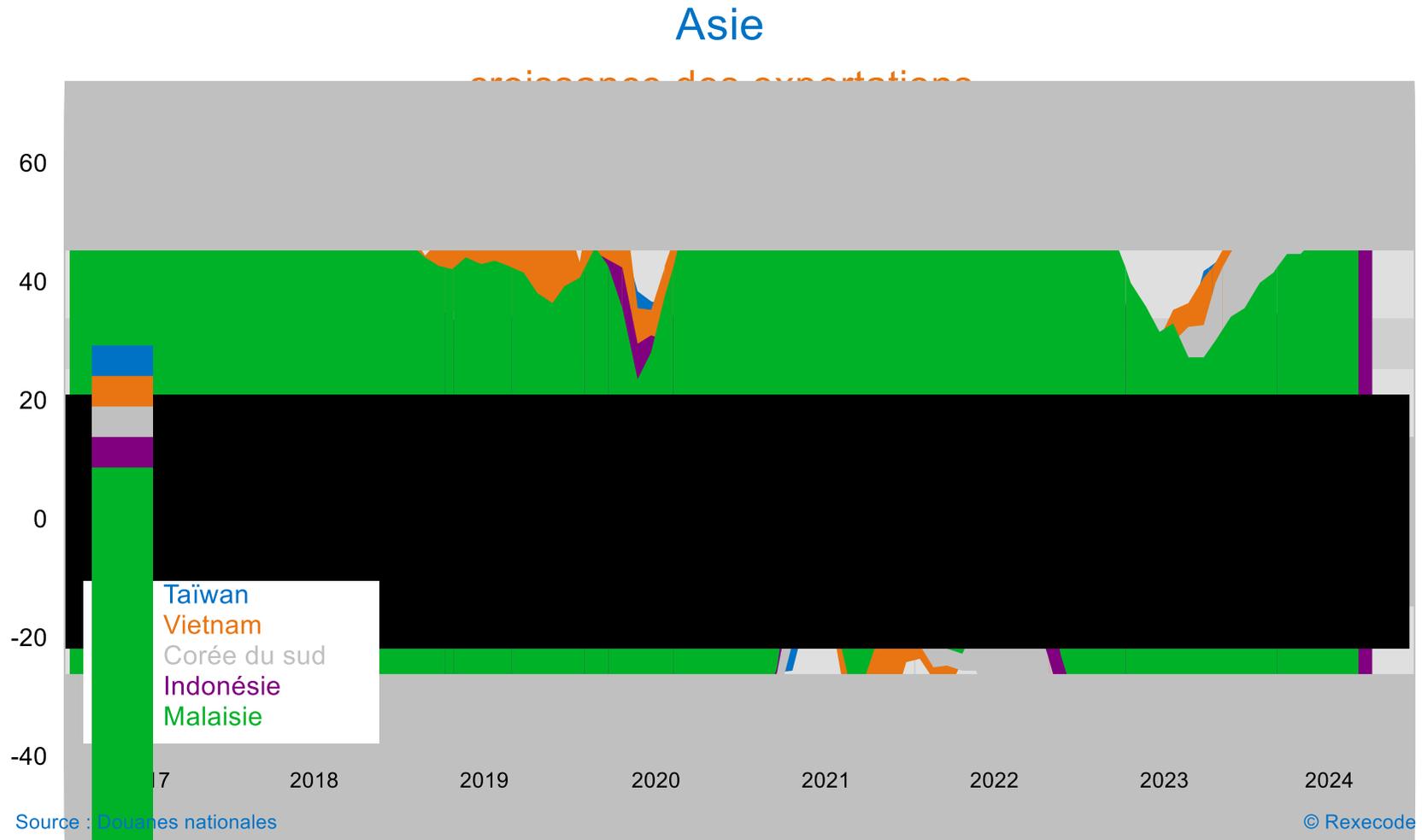
Monde Indices PMI



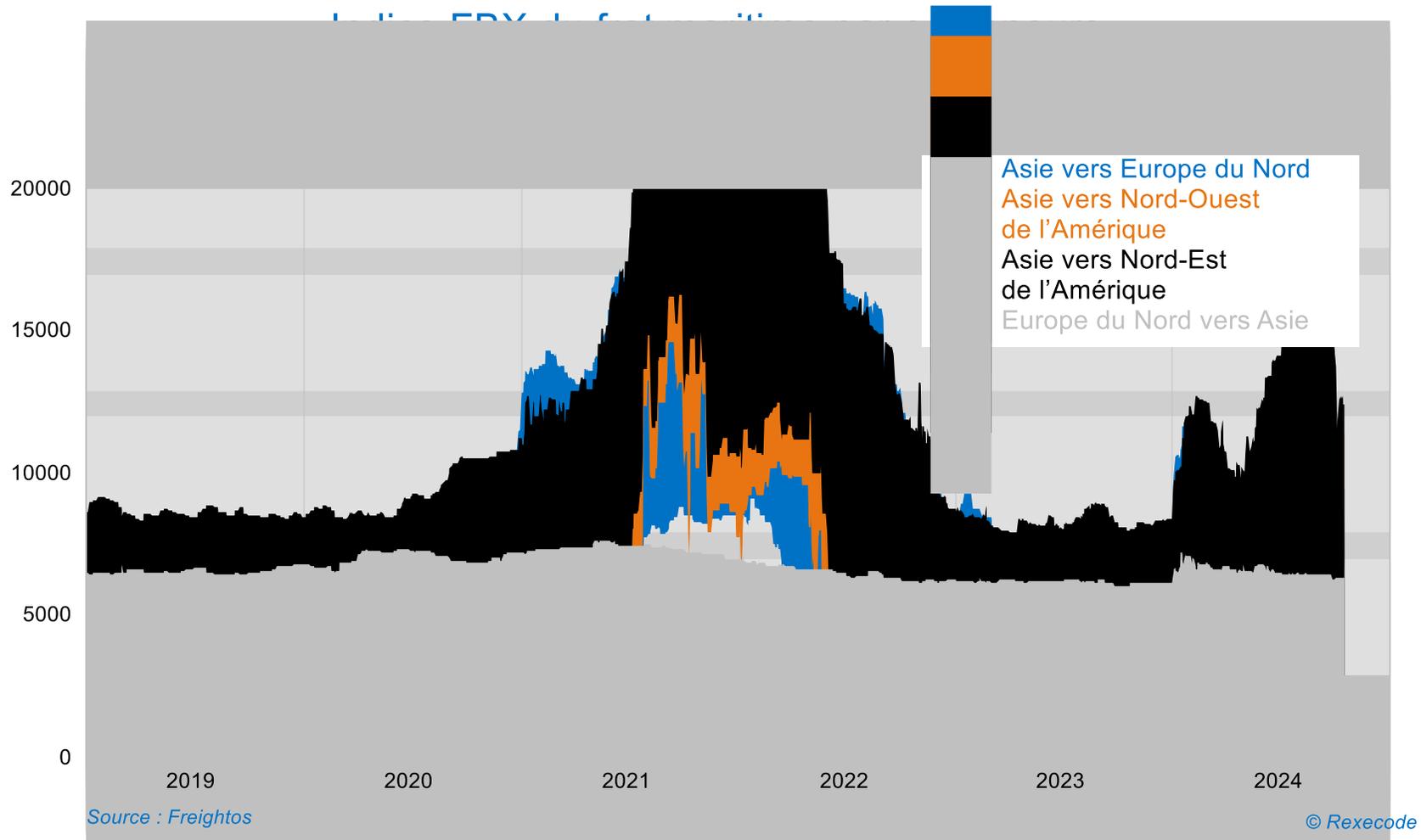
Sources : S&P global, Refinitiv, Rexecode

© Rexecode

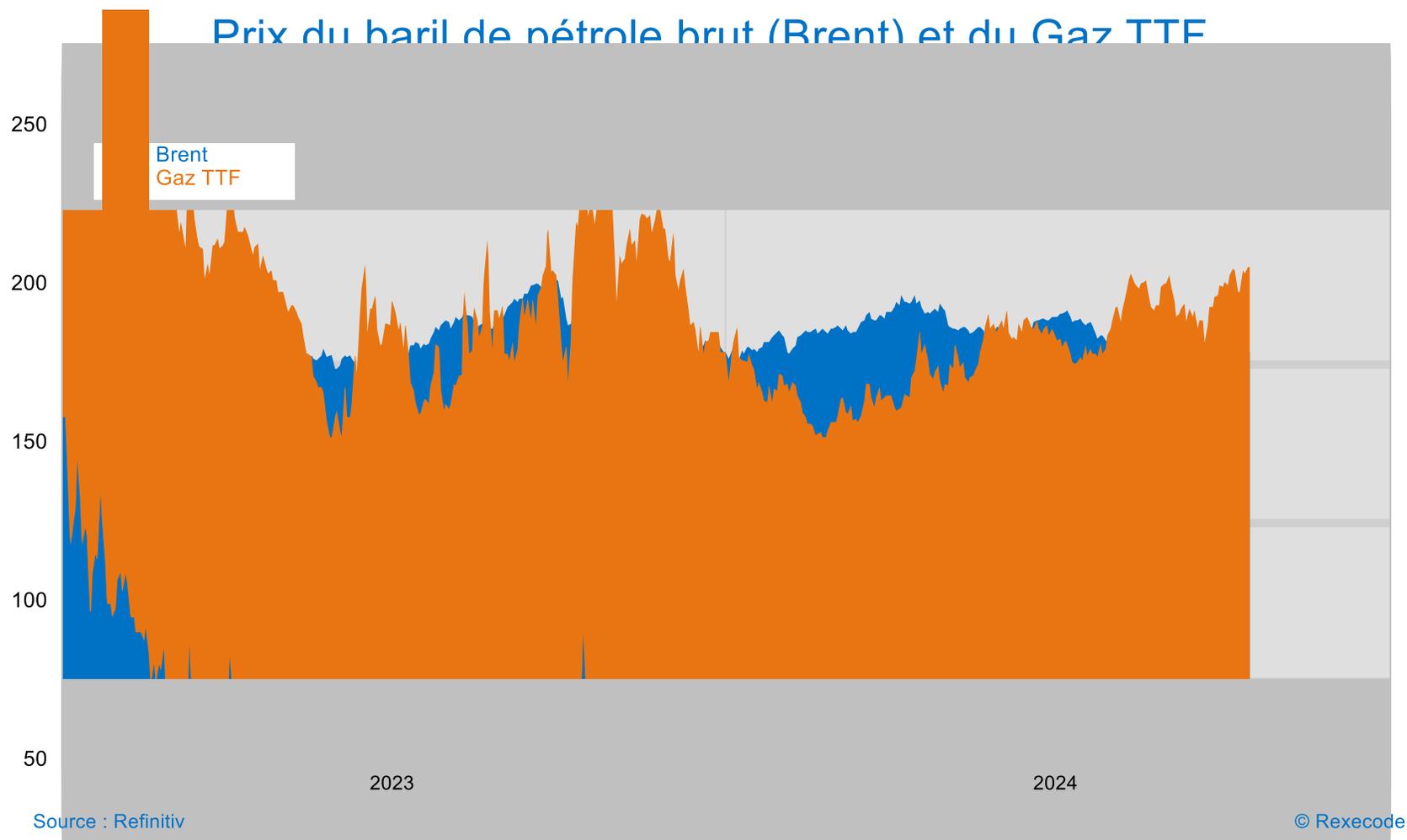
En Asie émergente, la croissance des exportations demeure mais plafonne.



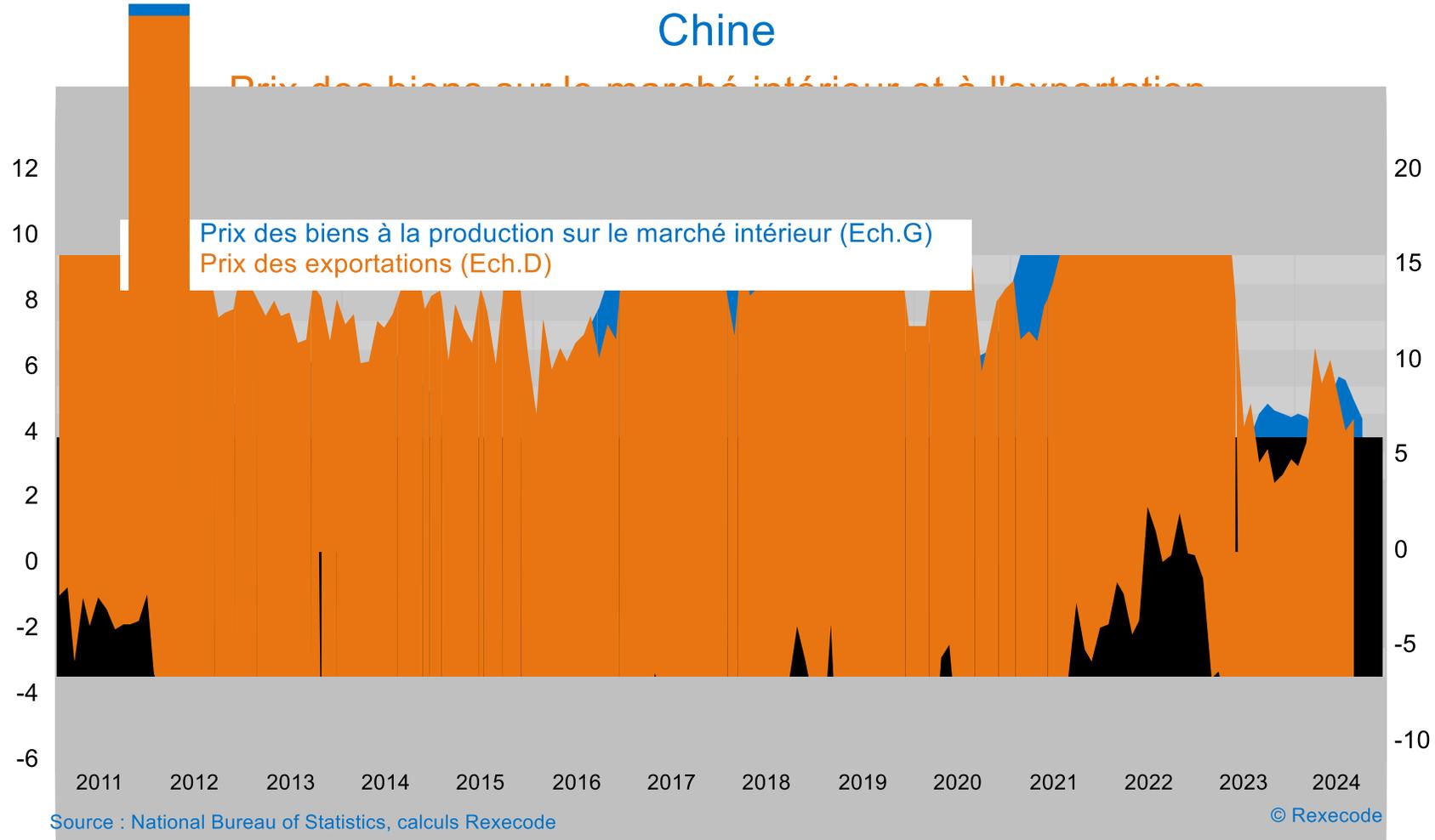
La tension sur les taux de fret maritime est retombée, après le rebond du milieu d'année.



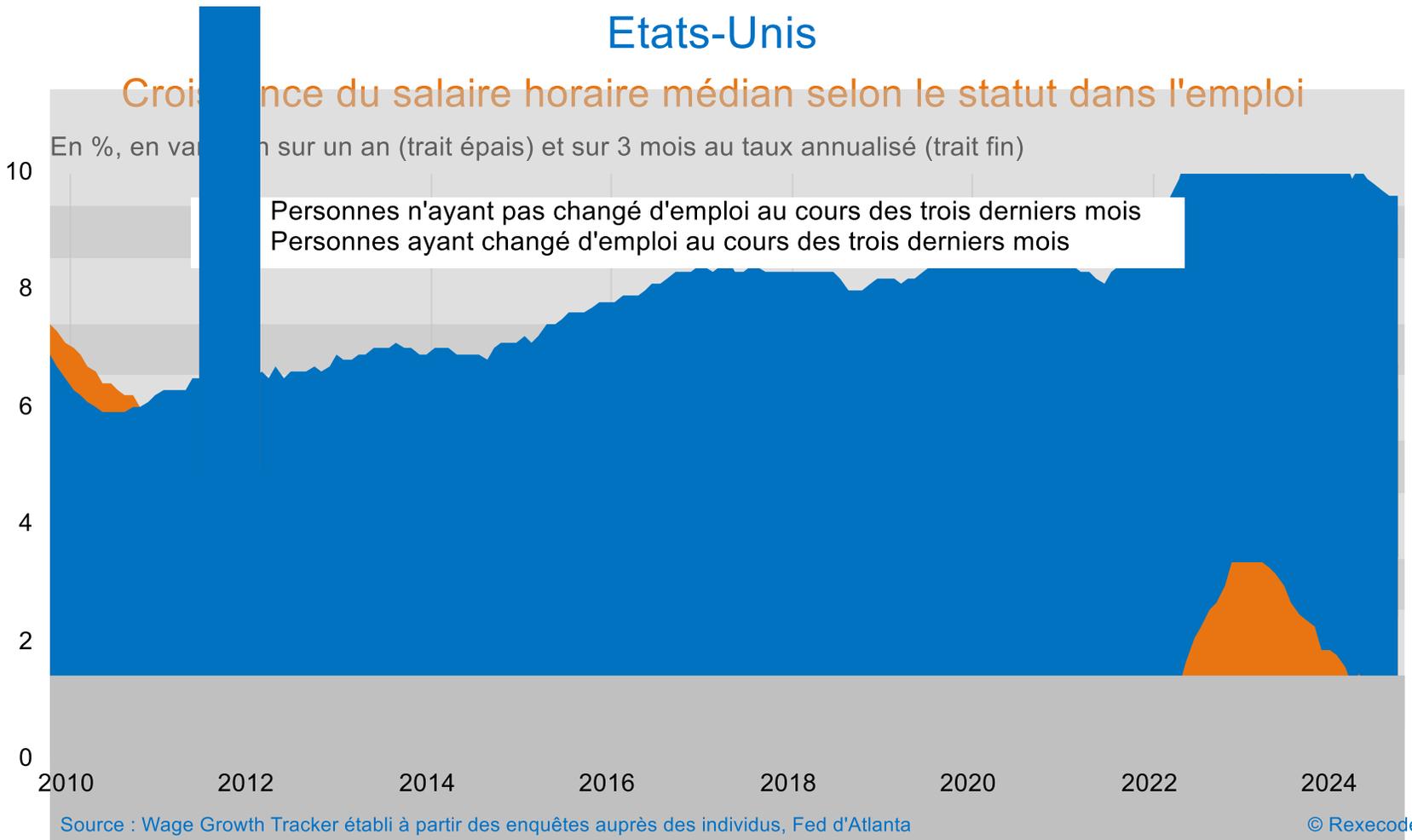
Les prix du pétrole et du gaz fluctuent autour du niveau qu'ils occupent depuis mi-2023.



La Chine connaît une vraie désinflation depuis deux ans.



Aux Etats-Unis, les prix (notamment de services) et les salaires font de la résistance.



Les premières baisses de taux directeurs ne mordent pas jusqu'à présent sur les taux réels des nouveaux crédits.

Taux d'intérêt réel* moyen (en %) sur les nouveaux crédits

*déflaté par les anticipations d'inflation de marché (Swap d'inflation à 5 ans dans 5 ans)

