

## FRANCE : UN BUDGET 2023 SOUMIS À UNE INCERTITUDE MODÉRÉE

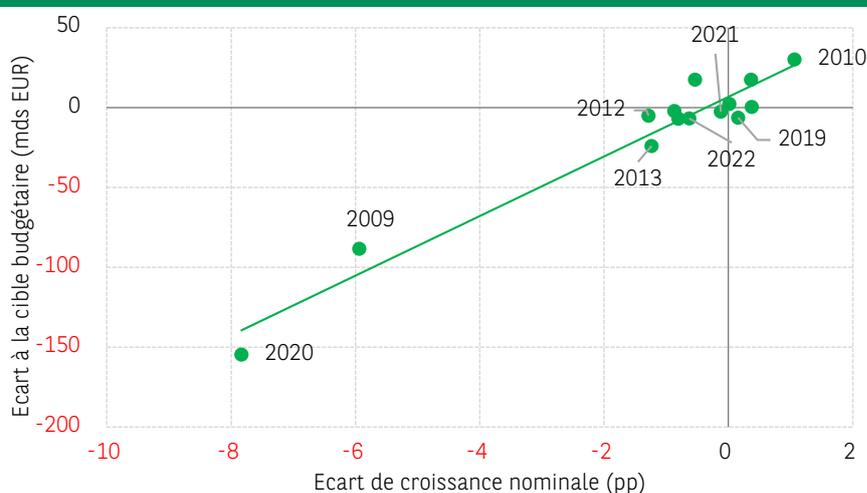
Stéphane Colliac

Les risques à la baisse s'accumulent sur la croissance française, tant et si bien qu'elle pourrait se révéler inférieure à ce que prévoit le projet de loi de finances du gouvernement. En effet, le soutien des finances publiques, notamment au pouvoir d'achat, reste conséquent.

En 2023, nous estimons que la croissance devrait être inférieure de 1 point de pourcentage à l'hypothèse du gouvernement. Cela implique un écart limité entre un déficit à 5,4% du PIB lors de l'exécution budgétaire et le niveau prévu de 5% du PIB du projet de loi de finances.

Les risques apparaissent mesurés, entre une détérioration du marché du travail, qui devrait rester relativement contenue, et une remontée logique des défaillances d'entreprises, dont le niveau devrait néanmoins rester inférieur à celui de 2019.

ECART DE CROISSANCE NOMINALE VS. ÉCART À LA CIBLE BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : DIRECTION DU BUDGET, CALCULS BNP PARIBAS

L'économie française aborde une nouvelle période de net ralentissement de sa croissance, un élément de nature à peser sur la trajectoire des finances publiques. Ainsi, si le gouvernement a retenu une hypothèse de 1% de croissance réelle et de 4,6% de croissance nominale du PIB, nos prévisions pour 2023 font état de 0 et 3,6% respectivement.

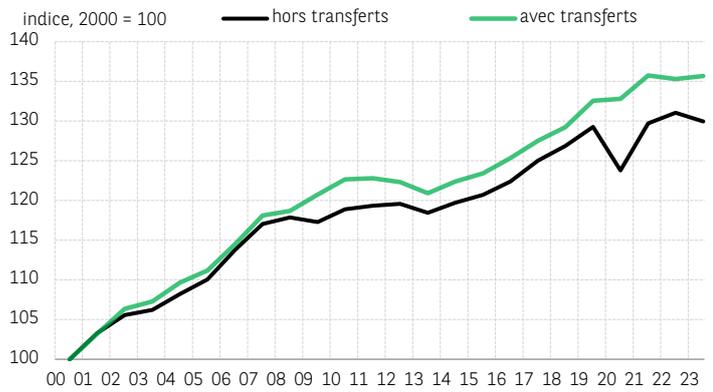
Cette différence pourrait engendrer une détérioration des finances publiques au regard de ce qui figure dans le projet de loi de finances pour 2023. Le graphique 1 souligne une relation très fine entre deux écarts : l'écart entre l'hypothèse de croissance nominale du projet de loi de finances et la croissance réalisée in fine, et l'écart entre la cible de déficit en valeur du projet de loi de finances et le déficit effectif résultant de l'exécution budgétaire (le projet de loi de finances révisé est utilisé pour l'année 2022).

Ces éléments suggèrent qu'un écart de 1 point de pourcentage (pp) de croissance équivaldrait à creuser le déficit public de près de EUR 10 mds. Cela, rapporté au PIB, engendrerait un déficit porté à 5,4% du PIB au terme de l'exécution budgétaire, au lieu de 5% dans le projet de loi de finances initial, une dégradation donc relative.

### Des finances publiques au soutien pour la 5<sup>e</sup> année consécutive mais avec une efficacité qui décroît

L'année 2019 a marqué un basculement dans l'histoire récente des finances publiques françaises. En effet, à partir de cette année-là, celles-ci ont amélioré la dynamique du pouvoir d'achat des ménages, et plus encore en 2020, avec la mise en place du « quoi qu'il en coûte » (graphique 2).

#### POUVOIR D'ACHAT HORS ET AVEC TRANSFERTS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, CALCULS BNP PARIBAS

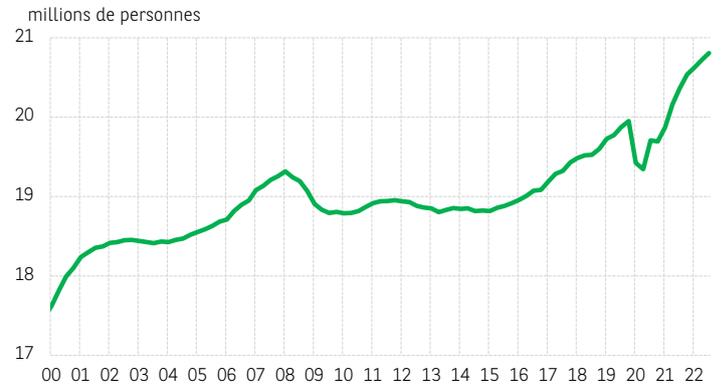
En 2021 et 2022, le retrait de ces mécanismes a permis de réduire le volume des prestations sociales. Cela masque néanmoins un soutien budgétaire toujours présent, au travers notamment du bouclier sur les tarifs de l'énergie, ainsi que des différents chèques (inflation, énergie notamment) mis en place pour faire face à l'inflation. 2023 devrait voir l'écart entre les deux estimations du pouvoir d'achat, représentées sur le graphique 2, s'accroître de nouveau, avec notamment la hausse limitée à 15% des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité (au lieu de 120% selon le gouvernement), ce qui équivaldra à éviter 5 points d'inflation globale sur l'année 2023. Cette prolongation du soutien au pouvoir d'achat diffère de la situation de 2012-13 où une hausse de la fiscalité avait grignoté les gains de pouvoir d'achat liés aux transferts opérés suite à la crise de 2008.

Les finances publiques ont été largement mobilisées durant la pandémie de Covid-19 avec une efficacité notable. Cette période a surtout vu la systématisation d'outils davantage appliqués par le passé en Allemagne, comme le chômage partiel. Cela a permis de limiter l'impact de la récession de 2020 sur l'emploi. Cet impact a été bref et le rebond postérieur fut rapide : l'emploi a retrouvé au 3<sup>e</sup> trimestre le niveau qu'il aurait atteint si sa croissance moyenne observée entre 2017 et 2019 s'était poursuivie au même rythme jusqu'à aujourd'hui.

Ce rebond tranche avec la situation observée au moment de la récession de 2008 et de la crise de la zone euro au début des années 2010, qui ont ouvert une longue période de stagnation de l'emploi (graphique 3).

L'autre élément propre à la réponse apportée par le gouvernement lors de la période de Covid-19 concerne les défaillances d'entreprises (graphique 4).

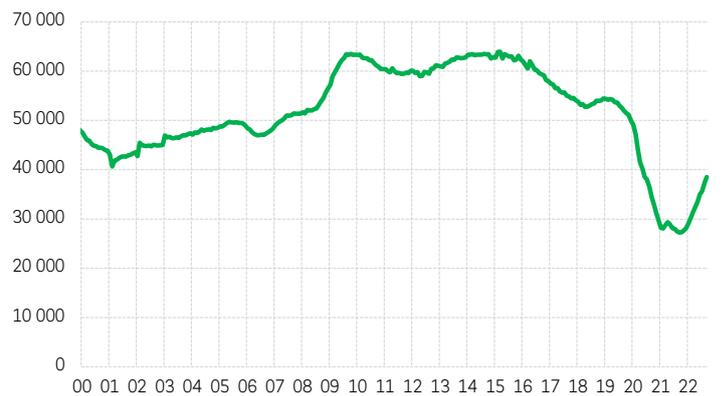
#### EMPLOI DANS LE SECTEUR PRIVÉ



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

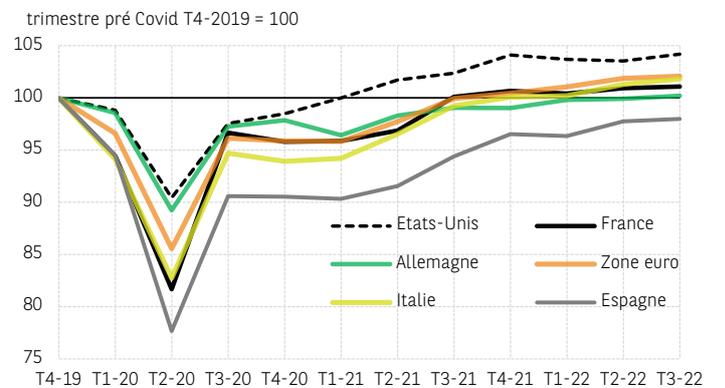
#### NOMBRE DE DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES, CUMUL GLISSANT SUR 12 MOIS



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BANQUE DE FRANCE, BNP PARIBAS

#### PIB RÉEL EN NIVEAU



GRAPHIQUE 5

SOURCES : MACROBOND, CALCULS BNP PARIBAS



Celles-ci auraient pu augmenter en raison de difficultés de trésorerie, jugées comparables au moment du déclenchement de la pandémie à celles rencontrées lors de la récession de 2008 (graphique 7), et qui avaient à l'époque entraîné un net accroissement du nombre de défaillances.

Le bilan du « quoi qu'il en coûte » est donc *in fine* plus favorable que celui des crises antérieures au cours desquelles l'emploi et les entreprises n'avaient pas été autant protégés.

L'économie française a abordé un nouveau choc (énergétique), forte de la façon dont elle est parvenue à absorber le précédent (Covid-19). Elle a ainsi été la première économie de la zone euro à revenir à son niveau d'activité pré-Covid dès le 3<sup>e</sup> trimestre 2021 (graphique 5). Depuis, la France a connu une croissance inférieure à celle de la zone euro. L'inflation a singulièrement pesé sur la consommation des ménages, notwithstanding un soutien conséquent de la politique budgétaire au pouvoir d'achat.

### Moins de croissance et plus d'inflation : un impact plutôt négatif sur la dynamique des finances publiques

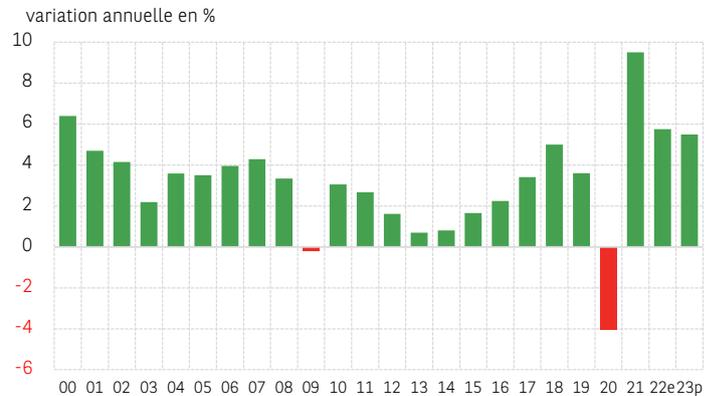
L'année 2023 devrait s'ouvrir sur une récession, avec une probable croissance négative de l'activité tant au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 qu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2023. C'est ce qui différencie notre scénario de celui du gouvernement, et nous conduit à anticiper une croissance réelle à zéro en 2023 contre +1% pour le gouvernement. En parallèle, l'anticipation du déflateur de PIB est sensiblement la même (3,6%).

La différence sous-jacente entre ces deux scénarios souligne une période difficile. La dynamique de créations d'emplois devrait s'interrompre et céder la place à une érosion de près de 50 000 postes au 1<sup>er</sup> semestre 2023, avant de se stabiliser. Un choc d'une ampleur mesurée au regard de ceux de 2008 ou en 2020. De plus, des phénomènes de rétention d'emploi, c'est-à-dire de maintien du personnel même en période de sous-activité, sont probables compte tenu des difficultés actuelles à recruter des entreprises.

La persistance d'une croissance nominale due à une inflation élevée, en parallèle d'une baisse de l'activité réelle, distingue nettement cette récession des précédentes. Alors qu'elles avaient stagné en 2009, les rémunérations nettes devraient progresser de 5,5% en 2023 (graphique 6) sous le double effet de hausses de salaires plus fortes (+5% en 2023 concernant le salaire mensuel de base selon nos anticipations, après +3,6% en 2022) et d'un emploi élevé (ce qui implique un effet de base favorable, son érosion prévisible au 1<sup>er</sup> semestre 2023 n'étant pas de nature à annihiler la hausse observée tout au long de 2022). Par conséquent, après une baisse de 0,3% en 2022, le pouvoir d'achat des ménages devrait légèrement progresser en 2023 (+0,3%), malgré une inflation proche de celle de 2022 (5,4% en moyenne après 5,3% en 2022).

En parallèle, la situation des entreprises interroge davantage, dans la mesure où elles subissent la fin du soutien du « quoi qu'il en coûte », ce qui a eu pour effet un début de rebond des défaillances (partant d'un niveau anormalement bas, voir graphique 4). La hausse des taux d'intérêt et la facture énergétique ont pesé sur la trésorerie des entreprises, dans une ampleur qui apparaît toutefois, pour le moment, plus modérée qu'en 2008, en 2020 ou même en 2011 (graphique 7). De plus, la trésorerie des secteurs du bâtiment et des services resterait aujourd'hui plus favorable qu'entre 2009 et 2018. Ce facteur d'atténuation des risques fait d'une simple normalisation des défaillances d'entreprises (qui continuent de combler l'écart avec ce qui avait été observé en 2019) un scénario plus probable que celui d'un « mur » de défaillances (tel qu'enregistré entre 2009 et 2015).

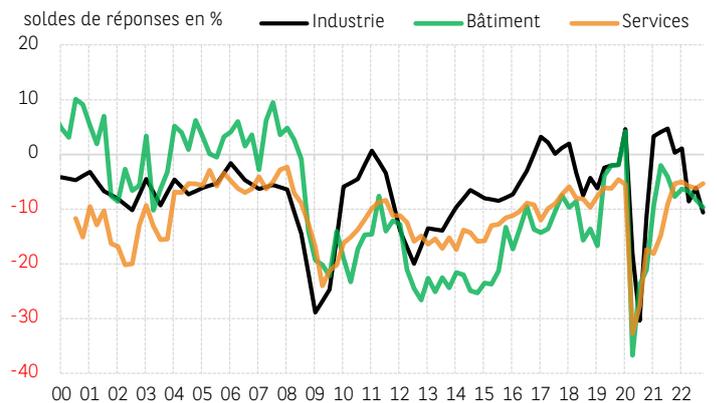
### EVOLUTION DES RÉMUNÉRATIONS NETTES NOMINALES DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 6

SOURCES : INSEE, ESTIMATIONS BNP PARIBAS

### ENQUÊTES SUR LA TRÉSORERIE DES ENTREPRISES



GRAPHIQUE 7

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

Malgré des évolutions qui devraient rester contenues sur le marché du travail et sur le front des défaillances, il est probable que, comme ces dernières années, le projet de loi de finances 2023 soit suivi de lois rectificatives. L'activité économique assez volatile en période de Covid-19, puis la progression de l'inflation ont nécessité d'ajuster les dispositifs de soutien. Les conséquences de la récession, combinées à une inflation élevée, devront probablement nécessiter une nouvelle fois d'adapter la loi de finances au fil du temps.

Toutefois, si l'écart entre les projets initiaux et l'exécution finale a pu être élevé en période de Covid, il devrait l'avoir été beaucoup moins en 2022 (car l'écart de croissance nominale a été modéré, graphique 1). Concernant 2023, nous anticipons, en effet net, un solde budgétaire qui ne se dégraderait que de près de EUR 10 mds par rapport au projet de loi de finances, soit un déficit de 5,4% du PIB, au lieu des 5% prévus pour le moment.

Par nature, un choc inflationniste, en effet, génère des ressources additionnelles, les recettes étant mieux corrélées avec le PIB nominal qu'avec le PIB réel (le graphique 8, qui substitue à l'écart de croissance nominale utilisé sur le graphique 1 l'écart de croissance réelle, fait ressortir un lien un peu plus ténu avec l'écart à la cible budgétaire).

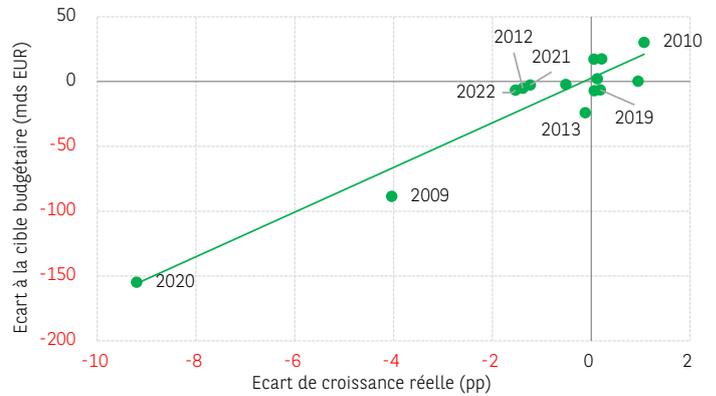
Ainsi, une inflation plus élevée ou plus durable ne dégraderait pas nécessairement les finances publiques au-delà d'effets mécaniques, comme son impact sur le service de la dette indexée, ainsi que de la décision du gouvernement d'aider ménages et entreprises face à l'inflation subie. Son effet sur la croissance est différent selon que l'on l'analyse en termes réels, avec une croissance qui passerait de 2,5% en 2022 à 0% en 2023, ou en termes nominaux, avec une évolution de 4,9% à 3,6% selon notre scénario.

Notre anticipation d'un déficit public qui augmenterait modérément ne devrait pas être remis en cause par l'impact des mesures discrétionnaires. Bien qu'élevé en valeur absolue (EUR 45 mds), le bouclier tarifaire (gaz et électricité) dont bénéficient en 2023 les ménages, serait financé à près des deux tiers par la contribution des producteurs d'électricité non issue du gaz (nucléaire, renouvelables, thermiques).

Stéphane Colliac

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

#### ÉCART DE CROISSANCE RÉELLE VS. ÉCART À LA CIBLE BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 8

SOURCES : DIRECTION DU BUDGET, CALCULS BNP PARIBAS

William De Vijlder  
Chef économiste +33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – zone euro - Climat +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni +33 1 40 14 01 42 felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord +33 1 53 31 59 14 anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable +33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet +33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot +33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaelle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com





## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la page [twitter](#) des études économiques



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change