

# Perspectives

N°24/202 – 19 juillet 2024

## FRANCE – L'économie française est-elle en perte de vitesse depuis l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale ?

- Un mois après l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale par le président de la République et donc de la tenue de nouvelles élections législatives, certains signes de ralentissement de l'économie française seraient apparus. C'est du moins ce qu'on pourrait croire à la suite des déclarations du gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau.
- En réalité, cela est très contestable. Bien que des épisodes précédents d'incertitude politique dans d'autres pays aient déclenché des révisions à la baisse de la croissance (par exemple, la Grèce en 2015, l'Italie en 2018), nous ne voyons aucune preuve tangible de cela en France à ce stade.

Il n'y a pas de preuve d'une baisse de la croissance française jusqu'à présent, mais nous surveillons évidemment cela de près.

Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a récemment [déclaré](#) que l'économie française était confrontée à un « choc d'incertitude » exacerbé par le contexte politique et nos faiblesses structurelles, à savoir les déficits commercial et budgétaire français. Cette menace constitue désormais l'une des principales zones d'incertitude entourant notre scénario de rebond progressif pour la zone euro. Nous vous proposons d'approfondir ce sujet.

### Mise à jour de nos prévisions de croissance pour la France en 2024

Avant l'annonce des élections anticipées, nous étions légèrement au-dessus du consensus (et nous y restons), malgré l'incertitude entourant l'impact des Jeux olympiques<sup>1</sup>. Les grandes institutions internationales ont toutes progressivement revu à la baisse leurs prévisions de croissance du PIB en volume pour 2024 l'année dernière. Une légère révision à la hausse a été observée depuis le début de l'année 2024. Les projections demeurent autour de 1% sur l'année.

Pour le deuxième trimestre 2024, nous prévoyons (et prévoyons toujours) une croissance du PIB de +0,2% t/t. Cette croissance devrait être principalement tirée par la consommation des ménages. L'INSEE a publié sa [note de conjoncture](#) la semaine dernière, avec une prévision actualisée de +0,3% au deuxième trimestre. La semaine dernière également, la Banque de France a pour sa part estimé que la croissance serait de 0,1% au deuxième trimestre, suite aux résultats de son [enquête mensuelle de conjoncture](#).

Pour la fin de l'année 2024, nous attendons (et attendons toujours) une accélération de l'activité à +0,4% en variation trimestrielle aux troisième et quatrième trimestres. La croissance annuelle (cvs-cjo<sup>2</sup>) s'élèverait ainsi à +1,1%, comme en 2023. Cette évolution reflète principalement une amélioration du pouvoir d'achat des ménages grâce à la poursuite de la désinflation

<sup>1</sup> La semaine dernière, l'Insee a estimé que l'impact des JO sur le PIB du T3 2024 devrait être de +0,3 pp (avec un ajustement à la baisse au T4 2024), ce qui pourrait légèrement modifier

notre prévision de croissance trimestrielle mais ne devrait pas changer les chiffres annuels.

<sup>2</sup> Corrigée des variations saisonnières et des jours ouvrables.

et au dynamisme des salaires nominaux. Elle ferait plus que compenser la baisse de l'investissement (-1,1% sur l'année), déjà ralenti par le resserrement passé des conditions financières. Au total, la demande intérieure (hors variations de stocks) devrait contribuer à la croissance du PIB à hauteur de 0,7 point de pourcentage (pp).

La prévision de croissance annuelle de la Banque de France est passée de 1,2% en mars 2023 à 0,8% en [juin 2024](#). De même, les projections de l'OCDE et du FMI pour 2024 sont passées respectivement de 1,3% et 1,4% début 2023 à 0,7% et 0,9% récemment. Seul le gouvernement français est resté structurellement plus optimiste. Il faut cependant noter que pour la plupart (sauf le FMI), ces prévisions précèdent la révision des comptes nationaux (et leur passage en base 2020), qui a relevé la croissance annuelle en 2023 (de 0,9% à 1,1%) et porté l'acquis de croissance pour 2024 à 0,6% à la fin du premier trimestre.

**Depuis le début de l'année 2024, les prévisions sont restées stables et ont même légèrement augmenté, ce qui témoigne d'un optimisme croissant à l'égard de l'économie française. La semaine dernière, l'Insee a même publié une prévision de croissance annuelle pour 2024 de 1,1% (identique à la nôtre).**

### Le ralentissement de l'activité : un risque pour notre scénario...

Comme l'a mentionné M. Villeroy de Galhau, l'incertitude politique pourrait maintenant affecter l'économie. L'annonce de l'élection anticipée ayant eu lieu vers la mi-juin, elle n'entraînera pas de changement pour le deuxième trimestre, mais le reste de l'année pourrait être affecté.

Nous analysons quelques précédents historiques de chocs politiques qui ont entraîné un resserrement national des conditions financières : La Grèce en 2015 et l'Italie en 2018. Il convient toutefois de préciser qu'aucune comparaison directe avec la France n'est raisonnablement envisageable. La France a beaucoup moins souffert que ces deux exemples, mais l'illustration est intéressante.

### La Grèce en 2015

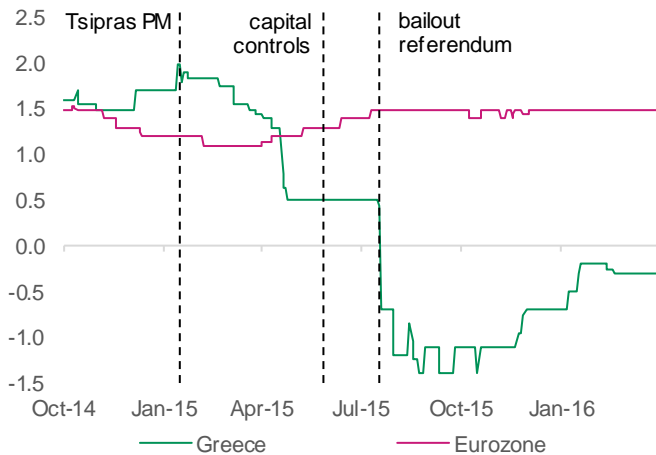
**La crise politique aurait probablement causé une perte sèche de l'ordre de 2 points de PIB.** En janvier 2015, Alexis Tsipras avait remporté les élections législatives et était devenu Premier ministre sur un programme de gauche et contre le renflouement de l'UE, du FMI et de la BCE. En juin 2015, des contrôles des capitaux étrangers avaient été mis en place pour endiguer les sorties du système bancaire grec. En juillet 2015, M. Tsipras avait organisé et remporté un référendum visant à rejeter le plan de sauvetage de l'UE, du FMI et de la BCE. Malgré cette victoire, le ministre des Finances, Yanis Varoufakis, avait démissionné et le gouvernement de Tsipras avait conclu un accord le 13 juillet avec les autorités européennes pour confirmer le plan de sauvetage de trois ans.

Le rendement des obligations d'État grecques à dix ans était passé d'environ 6% à la mi-2014 à une fourchette de 10 à 12% en 2015 (et avait culminé à environ 14% juste avant le référendum). La croissance du PIB réel pour 2015 avait été considérablement revue à la baisse : d'environ 1,5% au cours du premier trimestre 2015, elle était ensuite devenue négative après l'été. Cette révision à la baisse était une particularité grecque, car les prévisions de croissance de la zone euro étaient restées très stables tout au long de l'année.

### L'Italie en 2018

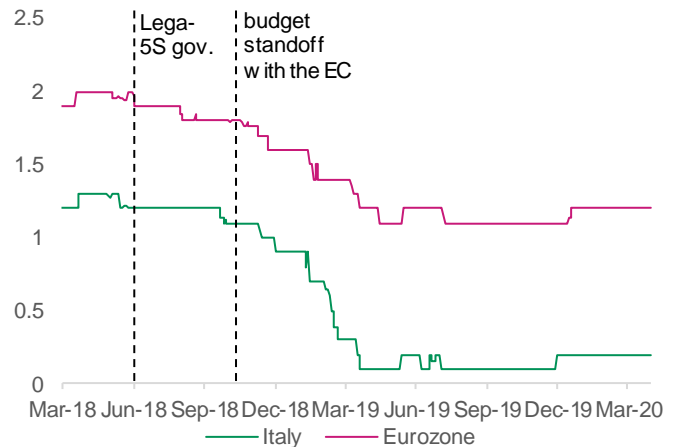
**La crise politique / l'impasse budgétaire avait réduit le PIB, mais pas de plus de 0,5 pp.** Fin mai 2018, la Ligue et le Mouvement 5 étoiles s'étaient unis pour former une coalition eurosceptique inattendue. L'écart entre le BTP à dix ans et le Bund s'était élargi à plus de 300 points de base au cours de l'été. En septembre, le gouvernement avait présenté un nouveau plan budgétaire comportant une politique fiscale considérablement assouplie (le déficit structurel était prévu en hausse de 0,8 pp par rapport au printemps sous le gouvernement précédent). En novembre, la Commission européenne avait engagé une procédure de déficit excessif à l'encontre de l'Italie. Enfin, la croissance avait été revue à la baisse, mais des évolutions similaires avaient été observées pour d'autres pays européens comme l'Allemagne. Dans l'ensemble, l'impact de l'impasse budgétaire avait probablement été négatif, mais pas significatif.

## Évolution des prévisions de croissance en volume en 2015 pour la Grèce et la zone euro (consensus)



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

## Évolution des prévisions de croissance en volume en 2019 pour l'Italie et la zone euro (consensus)



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Dans le cas de la France, les effets les plus importants à court terme pourraient en fait se concentrer surtout sur les finances publiques, pas la croissance. L'impact sur notre scénario de croissance jusqu'en 2025 devrait être très limité. Deux effets opposés pourraient en effet se produire, et globalement se compenser à cet horizon : des effets réels négatifs dus à une baisse de la confiance et des effets positifs liés à une politique budgétaire moins restrictive que celle prévue par l'ancien gouvernement (cf. le programme de stabilité).

### ... Mais nous n'en constatons pas la matérialité à ce stade

Distinguons les fausses alertes des incertitudes dans les récentes données françaises. Les surprises à la baisse pour plusieurs indicateurs de conjoncture ont récemment suscité des inquiétudes concernant l'économie française. C'est notamment le cas des PMI et de l'indice de la production industrielle (IPI), très surveillés, malgré l'absence de signal réel à l'heure actuelle.

**L'indice de la production industrielle publié par l'Insee a fortement baissé en mai (-2,1%).** En fait, ce chiffre ne doit pas être surinterprété, car cette baisse soudaine aurait été exacerbée par les nombreux jours fériés au mois de mai<sup>3</sup> (selon l'Insee lui-même). De plus, il est important de souligner que ce chiffre est antérieur à la décision du président Macron de dissoudre l'Assemblée nationale, et ne peut donc absolument pas être considéré comme une conséquence de celle-ci.

<sup>3</sup> Voir à ce sujet notre récent article « [La baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?](#) » (juillet 2024).

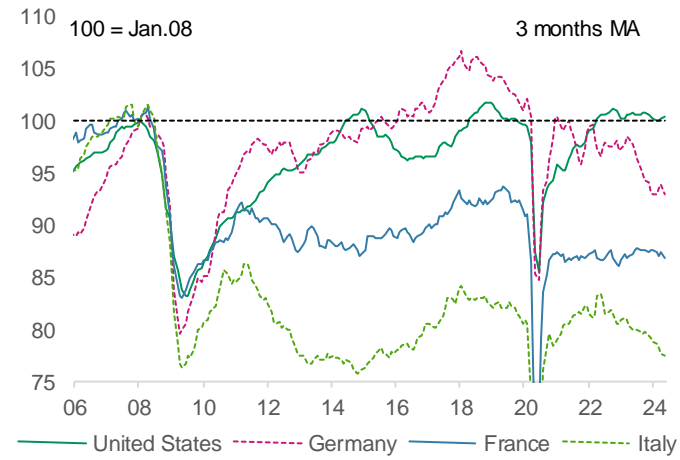
En ce qui concerne les indices PMI, la France a affiché un découplage croissant avec le Royaume-Uni et les pays périphériques. Alors que le S&P PMI Composite s'est constamment révélé au-dessus du seuil théorique d'expansion (50) au Royaume-Uni depuis novembre 2023, il est resté constamment en-deçà en France, sauf en avril 2024 (50,5) avant une baisse de 1,6 point en mai (il est resté relativement stable en juin). Il faut cependant rester prudent en parlant de « découplage » car le seuil d'expansion empirique se situe plutôt autour de 45 en France ; et les PMI ne sont pas ajustés des jours fériés, ce qui pourrait expliquer la chute brutale du mois de mai. Une fois encore, la chute a précédé le déclenchement des élections et ne peut donc pas en résulter.

Plus généralement, ces deux indicateurs sont moins robustes que les enquêtes de conjoncture publiées par l'Insee et la Banque de France<sup>4</sup>, qui ne racontent pas la même « histoire » jusqu'à présent. En effet, le climat des affaires de l'Insee est resté stable en juin et la dernière enquête de la Banque de France montre une reprise régulière de l'industrie. Ces enquêtes sont considérées comme plus cohérentes dans un contexte de divergences sectorielles, car l'échantillon d'entreprises est plus large. Bien qu'ils ne soient pas aussi pessimistes que les PMI et les indices de production, les enquêtes soulignent les incertitudes croissantes des entreprises.

La seule certitude est finalement la hausse de l'incertitude, comme l'a souligné [M. Villeroy de Galhau](#).

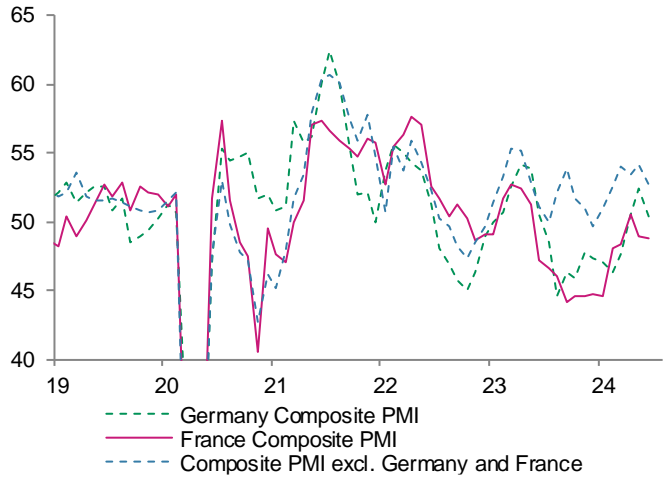
<sup>4</sup> Voir par exemple notre dernier article sur les indicateurs tirés des enquêtes de conjoncture auprès des entreprises « [Le moral des entreprises a-t-il le vent en poupe ?](#) » (mai 2024).

**Production industrielle (mm3m) : meilleure résistance en France, pas de rupture nette depuis début 2024**



Sources : Census, Destatis, Insee, ISTAT, Bloomberg, Crédit Agricole CIB

**France : le PMI est légèrement plus faible, mais rien d'alarmant**



Sources : S&P, Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
18/07/2024	<a href="#">Espagne – Scénario 2024-2025 : une croissance toujours dynamique</a>	Zone euro
18/07/2024	<a href="#">Droits compensatoires sur les véhicules électriques chinois : un revers pour la Chine, un test d'unité pour l'Europe</a>	Europe/Asie
15/07/2024	<a href="#">Espagne – Le gouvernement déterminé à réduire le temps de travail</a>	Zone euro
12/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
12/07/2024	<a href="#">Allemagne – Le mois de mai efface les gains de production industrielle du premier trimestre</a>	Zone euro
11/07/2024	<a href="#">La nouvelle grammaire de l'économie du risque</a>	Géo-économie
10/07/2024	<a href="#">Portugal – Vers une croissance soutenue en 2024</a>	Zone euro
09/07/2024	<a href="#">France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?</a>	France
09/07/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Élections britanniques : plus qu'une victoire du Labour, un effondrement des conservateurs</a>	Royaume-Uni
08/07/2024	<a href="#">Visegrad – 2024, année de sortie de crise(s) pour les budgets ?</a>	PECO
05/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/07/2024	<a href="#">Singapour – Vers un retour pérenne de la croissance économique ?</a>	Asie
03/07/2024	<a href="#">Avenir de l'Europe / Autonomie stratégique II : sécurité économique et souveraineté financière</a>	Europe
03/07/2024	<a href="#">Chine – La détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?</a>	Asie
02/07/2024	<a href="#">Fintech Outlook   Premier semestre 2024 – Le retour des stéroïdes</a>	Fintech

**Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques**

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille

**Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : Datalab ECO

**Secrétariat de rédaction** : Fabienne Pesty, Véronique Champion

Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*