

# Perspectives

Apériodique – n°24/341 – 16 décembre 2024

## FRANCE – Quand l'incertitude politique pèse sur la croissance

- Compte tenu des derniers développements politiques et de données récentes tirées d'enquêtes, nous révisons actuellement nos prévisions macroéconomiques pour la France. La version finale et officielle paraîtra dans notre prochain « Scénario Monde » qui sera publié le 20 décembre. Le scénario détaillé pour la France paraîtra ensuite début janvier. Nous présentons ici quelques chiffres clés préliminaires.
- Nous abaissons notre prévision de croissance pour la France de 1,0% à 0,8% pour 2025. La raison principale est la montée de l'incertitude politique depuis l'été dernier, qui pèse actuellement et continuera de peser sur la croissance début 2025 (au moins).
- Dans le détail, malgré une consommation publique plus élevée en raison de l'absence d'une véritable consolidation budgétaire qui ajoute mécaniquement 0,2 point de croissance pour 2025, nous anticipons un coup de frein à l'investissement des entreprises (les prévisions d'investissement total seraient révisées de +1,0% à +0,0%) et une épargne de précaution encore plus élevée qui continuerait de peser sur la croissance de la consommation des ménages (révisée à la baisse de +1,0% à +0,7%). La somme de ces trois effets entraîne une baisse de 0,15 à 0,20 point de notre prévision de croissance, à 0,8%. Du fait de ce ralentissement et de l'attentisme plus prononcé des entreprises, le taux de chômage pourrait augmenter un peu plus qu'initialement prévu. Nous le révisons à la hausse de 7,4% à 7,8% pour la fin 2025 (ce niveau restant modéré en perspective historique).
- En raison du ralentissement de l'activité économique et de l'augmentation des dépenses publiques, nous relevons notre prévision de déficit public de 5,5% à 6,0% du PIB en 2025. L'augmentation des dépenses publiques explique une révision de +0,3 point de pourcentage de ce ratio, tandis qu'une croissance plus faible, en tenant compte de l'effet sur les recettes publiques, ajoute +0,2 point de pourcentage à la prévision. Cela est compatible avec un scénario de loi spéciale en vigueur pendant un certain temps, puis à une loi de finances pour 2025 adoptée au début de l'année prochaine qui devra trouver un équilibre compliqué à l'Assemblée et faire l'objet de compromis (nous souhaitons bon courage au nouveau Premier ministre et à son futur gouvernement).
- Nous introduisons également pour la première fois des prévisions pour l'année 2026. Elles supposent une réduction de l'incertitude politique et fiscale à cet horizon (qui résulterait par exemple d'une grande coalition plus stable sans le RN et LFI, ou de nouvelles élections législatives anticipées au second semestre 2025). Cela se traduirait par un retour de la croissance à 1,1% (soit le niveau de la croissance potentielle, bien que l'écart de production resterait négatif fin 2026). L'assainissement budgétaire serait un peu plus ambitieux mais toujours modeste, avec un déficit public de 5,5% du PIB. Le ratio dette/PIB augmenterait donc à près de 120% à cet horizon. En outre, les risques sont principalement orientés vers des ratios de déficit et de dette encore plus élevés au cours de cette période, en lien avec les risques d'exécution et des risques orientés plutôt à la baisse sur la croissance.

Nous tentons d'inclure dans notre prévision les derniers développements politiques, avec le renversement du gouvernement Barnier et l'échec de son projet de loi de finances (PLF) pour 2025.

Notre scénario central table désormais sur une « loi spéciale » adoptée avant la fin de l'année, avec des crédits votés pour 2024 étendus à 2025, assurant ainsi la continuité du service public. Le Conseil d'État a clarifié dans un [avis](#) cette semaine ce qui est possible ou non dans une loi spéciale<sup>1</sup>. Nous confirmons qu'en vertu de la loi spéciale, le déficit sera d'environ 6% sur une base annuelle.

Un PLF en bonne et due forme serait alors présenté par le nouveau gouvernement et probablement adopté au premier semestre 2025.

## Pourquoi réduisons-nous nos perspectives de croissance pour la France de 1,0 à 0,8% pour 2025 ?

Le chiffre de croissance pour 2024 ne serait pas révisé, car l'acquis de croissance à la fin du troisième trimestre est déjà de 1,1% (ce qui correspond au niveau de notre prévision), et puisque les derniers développements politiques ont eu lieu en décembre, il est peu probable qu'un effet potentiel se manifeste dans les chiffres du quatrième trimestre.

Par ailleurs, la Banque de France prévoit toujours une croissance nulle au quatrième trimestre selon son enquête mensuelle de conjoncture de début décembre, en ligne avec notre prévision, ce qui correspond en fait à une croissance sous-jacente de l'activité de 0,2%, combinée à un contrecoup de -0,2 point de l'effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris.

Les perspectives pour 2025 ont en revanche quelque peu changé.

### *Un frein à l'investissement des entreprises, comme dirait Bernanke*

En 1980, [Ben Bernanke a écrit un article fondamental intitulé "Irreversibility, Uncertainty, and Investment" \(Irréversibilité, incertitude et investissement\)](#) qui montrait qu'une grande partie des investissements des entreprises étaient « irréversibles ». Cela signifie qu'il est généralement difficile, voire impossible, de revenir sur un investissement sans encourir des coûts importants (par exemple, si une entreprise construit une usine ou investit dans des équipements à long terme, elle ne peut pas facilement vendre ou réaffecter ces actifs si l'investissement s'avère peu judicieux).

L'incertitude incite fortement les entreprises à réduire ou à reporter des investissements importants et irréversibles si elles ne sont pas sûres de l'avenir (typiquement en raison de changements politiques ou fiscaux), car elles risquent de s'enfermer dans une mauvaise décision<sup>2</sup>.

Au niveau macroéconomique, les données empiriques confirment le point de vue de Bernanke : **les cycles économiques – en particulier les récessions ou les périodes de forte incertitude – peuvent avoir un impact disproportionné sur les comportements d'investissement.**

En France, l'investissement des entreprises a montré des signes de ralentissement en 2024, après des années de surperformance. Au troisième trimestre 2024, la formation brute de capital fixe, le vrai nom de l'investissement, était en baisse de 3,1% en glissement annuel pour les entreprises non financières. Cette baisse est évidemment liée au resserrement passé des conditions financières, dont les effets se produisent encore. Un choc d'incertitude massif a eu lieu avec la dissolution de l'Assemblée nationale en juin. Les indices d'incertitude de politique économique (EPU), qui quantifient cette incertitude, montrent une hausse en juin 2024 qui ne s'est pas démentie depuis.

Il faut également souligner que l'incertitude mondiale actuelle sur les politiques commerciales, en plus de la situation politique interne, peut également créer du bruit et affecter négativement les décisions d'investissement.

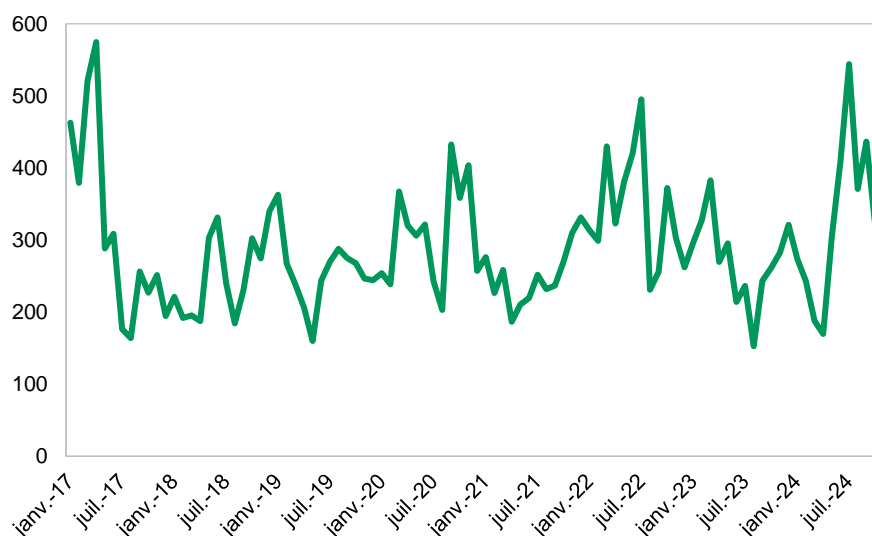
<sup>1</sup> Il a notamment clarifié les deux principales interrogations que nous avons :

- Certains amendements pourraient être introduits dans la loi spéciale, même s'ils sont relatifs au projet de loi sur la sécurité sociale. Ainsi, l'ACOSS sera autorisée à émettre de la dette et le déficit de la Sécurité sociale passera probablement de 18 milliards d'euros à 33 milliards d'euros par an.

- Les tranches de revenu de l'impôt des personnes physiques ne peuvent pas être modifiées par une loi spéciale. Une loi ad hoc pourrait être votée au début de l'année 2025 pour l'autoriser. Cette mesure est presque systématique dans les budgets français et a été soutenue par l'ensemble de l'Assemblée nationale. Elle représente environ 4 milliards d'euros par an.

<sup>2</sup> Plus en détail, le modèle de Bernanke intègre l'incertitude économique dans les décisions d'investissement. Il s'agit d'une contribution précoce à la théorie des options réelles, qui traite les décisions d'investissement comme des options. Dans ce contexte, l'entreprise a la possibilité (mais non l'obligation) d'investir dans l'avenir. Cette option a une valeur, et sa valeur dépend du niveau d'incertitude sur le marché. L'incertitude dont parle Bernanke ne porte pas seulement sur la rentabilité de l'investissement, mais aussi sur les conditions économiques plus générales susceptibles d'affecter la rentabilité future, telles que la demande du marché ou les politiques gouvernementales. L'idée est que les entreprises peuvent retarder l'investissement jusqu'à ce que l'incertitude soit levée parce que, comme pour les options financières, la valeur de l'attente peut être élevée. Si une entreprise investit trop tôt et que l'investissement s'avère mauvais, elle perd la possibilité d'attendre et de réévaluer. Ainsi, plus l'avenir économique est incertain, plus la valeur de l'attente est élevée.

## Indice d'incertitude de politique économique (EPU) pour la France



Sources : Indices d'incertitude de la politique économique basés sur "Measuring Economic Policy Uncertainty" par Scott R. Baker, Nicholas Bloom et Steven J. Davis, Crédit Agricole S.A./ECO

L'économiste français Laurent Ferrara [a récemment estimé dans un article de blog](#) que « le choc d'incertitude de politique économique observé au troisième trimestre 2024 représente environ cinq écarts types [sur l'EPU], ce qui impliquerait une baisse supplémentaire de 2% du niveau d'investissement en l'espace d'un an et demi ». Il calcule ces chiffres à l'aide d'une fonction de réponse impulsionnelle à un choc d'EPU en utilisant la méthode des projections locales dans le cas de l'investissement des entreprises françaises<sup>3</sup>. Il constate qu'« un choc d'un écart-type de l'indicateur EPU entraîne une réduction significative du niveau logarithmique de l'investissement d'environ 0,4% six trimestres après le choc ».

[Dans un autre post sur le blog de l'OFCE](#) début décembre, Raul Sampognaro a quantifié l'effet de la récente incertitude politique à -0,3 pt de croissance en 2025, avec en particulier un affaiblissement de l'investissement des entreprises non financières. Cette estimation a précédé la chute du gouvernement Barnier, mais nous pensons à ce moment-là que l'incertitude serait réduite par le vote d'un budget.

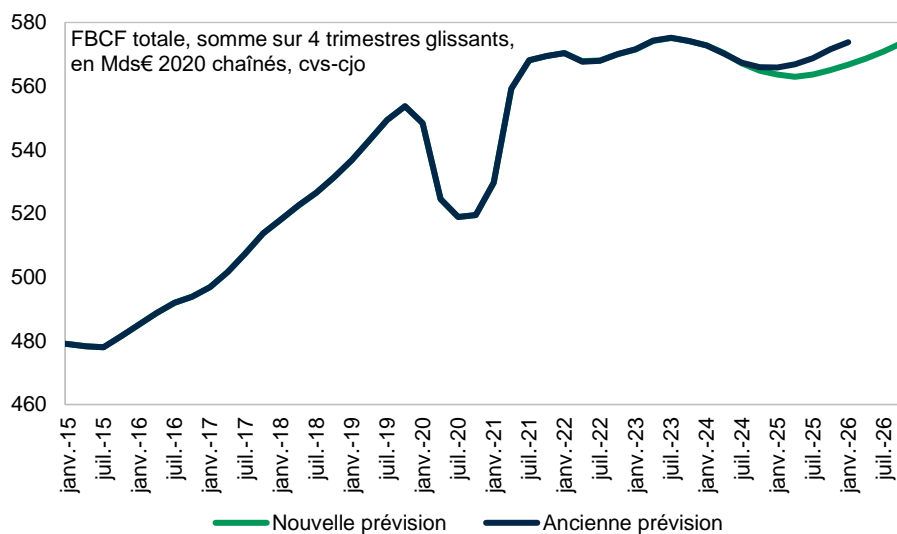
Compte tenu des derniers développements, il était temps d'intégrer l'effet de l'incertitude dans nos prévisions. L'échec du gouvernement Barnier et le report d'un budget peuvent ajouter de l'incertitude, mais sans assurance sur l'impact. Ainsi, conformément à ces estimations, nous avons adopté un point de vue relativement conservateur et réduit nos prévisions d'investissement des entreprises non financières de +1,1% à -0,2% pour 2025<sup>4</sup>.

Notre profil trimestriel montre maintenant une hausse très limitée de l'investissement des entreprises non financières au premier semestre 2025, avec une accélération progressive par la suite, mais le rebond se produirait essentiellement en 2026, conformément au le délai de transmission de la politique monétaire, et à une incertitude quelque peu réduite à cet horizon.

<sup>3</sup> Il identifie le choc d'incertitude en contrôlant le logarithme du PIB et le taux d'intérêt souverain à 10 ans.

<sup>4</sup> Avec un acquis négatif à la fin de l'année 2024.

## L'investissement en niveau dans nos prévisions (ancienne et nouvelle)



Sources : Insee, Crédit Agricole S.A./ECO

**En conséquence, notre révision à la baisse de l'investissement des entreprises non financières représente -0,15 point de croissance en 2025, y compris -0,05 point dû à un effet d'acquis à la fin du troisième trimestre 2024, qui n'est pas lié à l'effet des derniers développements politiques.**

### *Le taux d'épargne des ménages resterait encore plus élevé pendant plus longtemps*

Sur le marché du travail, nous avons légèrement révisé nos prévisions, avec un taux de chômage qui augmenterait plus qu'initialement prévu, à 7,7% en moyenne en 2025 au sens du BIT<sup>5</sup> pour la France hors Mayotte, en hausse de 0,2 point de pourcentage par rapport à notre prévision précédente, après 7,4% en 2024. Cette révision est en ligne avec une croissance plus modérée et un attentisme plus prononcé des entreprises en matière de recrutement, du fait de l'incertitude. Le taux de chômage resterait néanmoins à un niveau relativement bas en perspective historique à l'horizon de la prévision (7,8% en 2026) : pour mémoire, il s'était établi à 9,6% en moyenne entre 2010 et 2019.

**En ce qui concerne les ménages, nous nous attendons également à un comportement plus attentiste, avec un taux d'épargne qui augmenterait même un peu au quatrième trimestre 2024 et resterait à ce niveau très élevé au premier semestre 2025 (à 18,5%), reflétant une épargne de précaution substantielle.** Le taux d'épargne diminuerait ensuite progressivement, mais seulement légèrement, pour atteindre 17,5% au quatrième trimestre 2026. À titre de comparaison, le taux d'épargne en France était proche de 14% avant la crise sanitaire (entre 2015 et 2019). Ce niveau élevé du taux d'épargne en prévision traduirait surtout l'incertitude à court terme, mais pourrait également résulter d'[effets ricardiens](#) compte tenu de l'état actuel des finances publiques.

**La révision à la baisse de la consommation des ménages représente -0,2 point de croissance en 2025.** Au total, la révision de la prévision de croissance à cause d'un plus grand attentisme des ménages et des entreprises en raison de l'incertitude politique et fiscale est donc de l'ordre de 0,4 point en 2025.

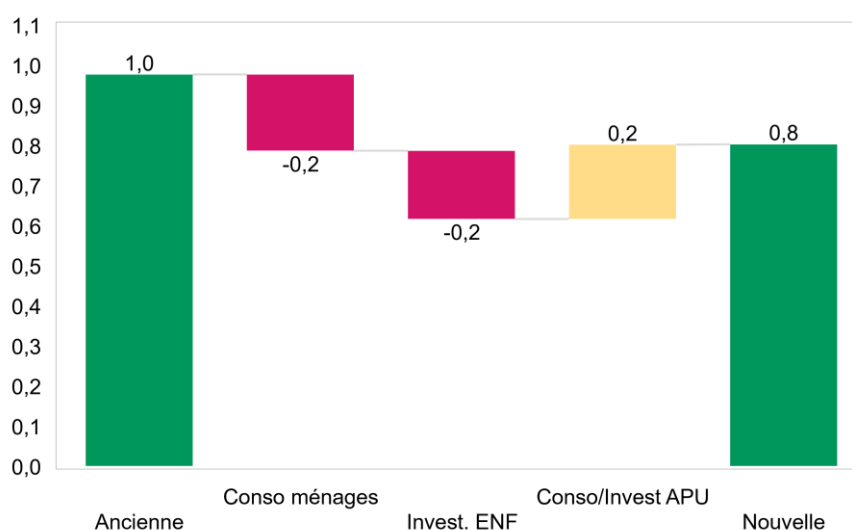
### *Une augmentation de la consommation publique, tandis que le déficit se résorberait à peine*

Notre révision à la hausse des dépenses de consommation des administrations publiques (APU) en volume, due à un ajustement fiscal moins important, a compensé de moitié les effets baissiers mentionnés précédemment (+0,2 point de croissance en 2025).

**Dans l'ensemble, nous avons réduit notre prévision de croissance de 1,0% à 0,8% pour 2025.**

<sup>5</sup> Bureau international du travail

### Décomposition de la révision de la prévision de croissance pour 2025, de +1,0% à +0,8%



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

### L'impact sur les ratios de finances publiques est déjà significatif, avec un déficit de 6,0% en 2025

Pour 2024, notre nouvelle prévision de déficit public (6,2% du PIB) est un peu plus élevée que celle du gouvernement Barnier (6,1% dans le PLF pour 2025), mais conforme à la prévision de novembre de la Commission européenne, qui est plus récente.

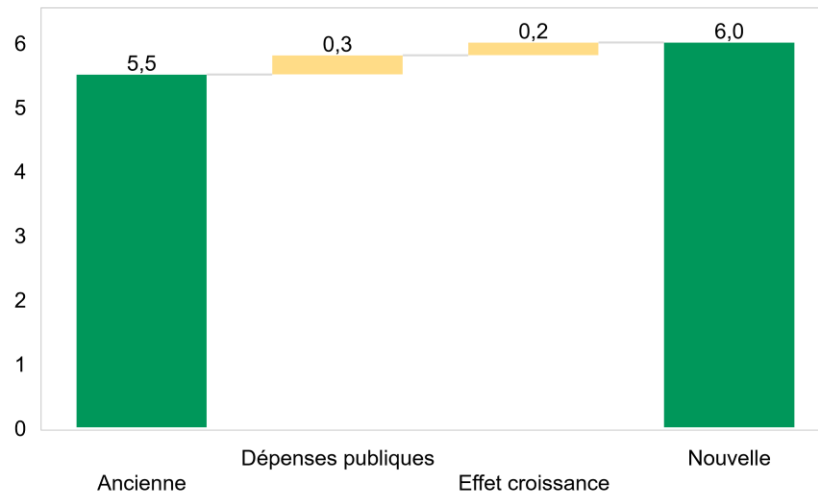
**Pour 2025, notre hypothèse de base repose sur un projet de loi de finances adopté au premier semestre 2025, dont la résultante en matière de déficit public ne serait pas très différente d'une loi spéciale en base annuelle.** Nous estimons que le déficit atteindra 178 milliards d'euros, soit environ 27 à 28 milliards d'euros de plus que le chiffre avancé par Barnier dans le premier projet en octobre. Ce chiffre est proche du déficit que nous aurions pu connaître en tenant compte des concessions que le gouvernement Barnier avait accordées au RN à la fin du mois de novembre.

Sans tenir compte de notre révision en baisse de la croissance, notre projection de déficit aurait pu être d'environ 5,8% du PIB en 2025 avec cette nouvelle version du PLF Barnier. Cela représente environ 30 à 35 milliards d'euros d'assainissement budgétaire par rapport à une politique budgétaire inchangée.

En outre, une croissance plus faible augmente encore le ratio de déficit *via* deux canaux : (1) un effet de dénominateur pur et (2) une diminution des recettes publiques / recettes fiscales. Nous estimons qu'au total, cet « effet croissance » contribue à une augmentation supplémentaire de 0,2 point de pourcentage du ratio de déficit public.

**Nous arrivons donc à une prévision de déficit des APU de 6,0% du PIB en 2025.** Rappelons que cela constitue toutefois un certain ajustement au regard du déficit tendanciel de 6,9% du PIB calculé par Bercy et mentionné dans le PLF du gouvernement Barnier pour 2025.

### Décomposition de la révision de la prévision de déficit public pour 2025, de +5,5% à +6,0% du PIB



Source : Crédit Agricole S.A./ECO

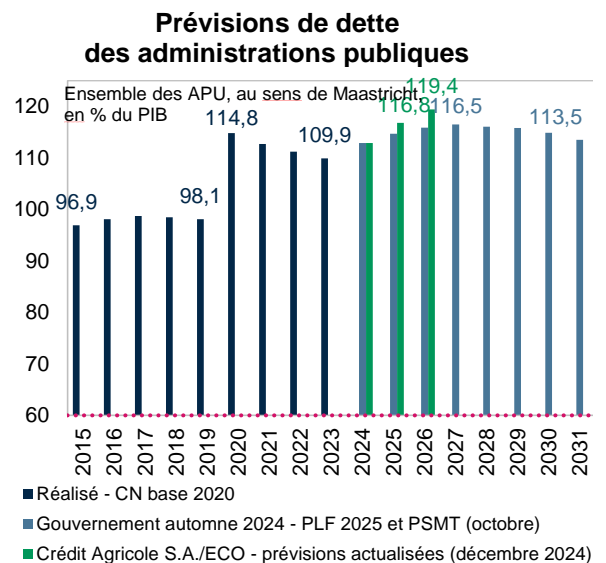
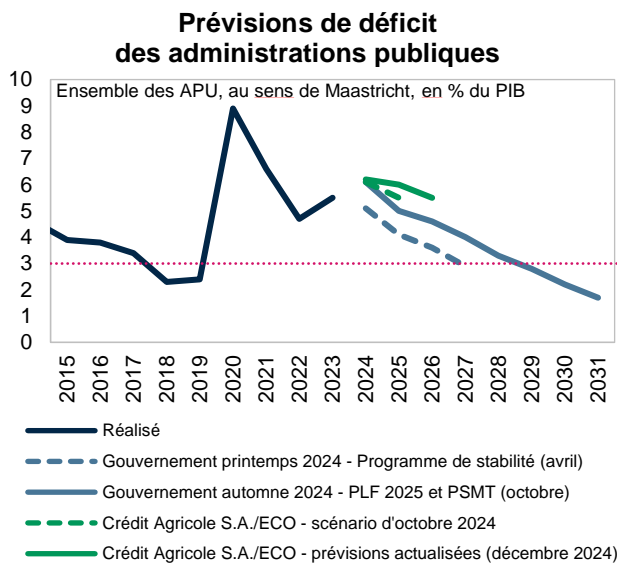
### Qu'en est-il de 2026 ? Quelques espoirs...

Nous introduisons également pour la première fois des prévisions pour l'année 2026.

Nous supposons une réduction de l'incertitude politique et fiscale à cet horizon (qui pourrait résulter par exemple d'une grande coalition plus stable sans le RN et LFI, ou de nouvelles élections législatives anticipées au second semestre 2025). Cela reste largement incertain à l'heure actuelle, mais semble être un scénario raisonnable.

**Cela impliquerait un retour de la croissance à 1,1%, soit le niveau de la croissance potentielle (l'écart de production resterait cependant négatif fin 2026). L'assainissement budgétaire serait un peu plus ambitieux mais toujours modeste, avec un déficit public à 5,5% du PIB.** Le ratio dette/PIB augmenterait donc à près de 120% à cet horizon.

**En outre, les risques sont principalement orientés vers des ratios de déficit et de dette encore plus élevés** au cours de cette période, en raison de risques d'exécution (les dépenses des collectivités locales restant par exemple un sujet non résolu), et de risques orientés plutôt à la baisse sur la croissance compte tenu de l'incertitude (en matière de politique économique et fiscale, mais aussi commerciale) et de boucles de rétroaction négatives.



Sources : Insee, prévisions du Gouvernement (Programme de stabilité 2024-2027, PLF 2025 et PSMT 2025-2029), prévisions Crédit Agricole S.A./ECO (scénario d'octobre 2024 et prévisions actualisées)

## Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
13/12/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
13/12/2024	<a href="#">Thaïlande – Un rebond timide de la croissance</a>	Thaïlande
12/12/2024	<a href="#">Immobilier résidentiel – Des signes de stabilisation du marché au troisième trimestre 2024</a>	Immobilier résidentiel
12/12/2024	<a href="#">En Corée du Sud, après l'échec de son coup de force, le président Yoon échappe à la destitution</a>	Asie
12/12/2024	<a href="#">Royaume-Uni : Le secteur privé fait grise mine après les annonces du budget du 30 octobre</a>	Royaume-Uni
11/12/2024	<a href="#">Italie – la croissance stagne mais le marché du travail confirme sa dynamique expansionniste</a>	Italie
11/12/2024	<a href="#">Grèce – Entre croissance et réformes</a>	Grèce
10/12/2024	<a href="#">Amérique latine – Marchés du travail : embellie conjoncturelle, fragilités persistantes</a>	Amérique latine
10/12/2024	<a href="#">Zone euro : au T3 une reprise presque en trompe-l'œil</a>	Zone euro
06/12/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
06/12/2024	<a href="#">BTP France – Situation et perspectives : ralentissement de la baisse d'activité en 2025</a>	BTP France
05/12/2024	<a href="#">Métavers, la renaissance !</a>	Industrie numérique
04/12/2024	<a href="#">Italie : La confiance à l'heure d'hiver</a>	Italie
04/12/2024	<a href="#">France – Croissance confirmée à +0,4% au T3, des ratios de comptes d'agents plutôt favorables</a>	France
03/12/2024	<a href="#">Afrique du sud – Le coût économique de la criminalité</a>	Afrique
02/12/2024	<a href="#">Corée du Sud – Assouplissement monétaire inattendu</a>	Asie
29/11/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
29/11/2024	<a href="#">France – Panorama des crédits et placements au T2 2024</a>	France

### Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-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 :** Véronique Champion

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

**Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

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

**iPad :** application [Etudes ECO](#) disponible sur l'App store

**Android :** application [Etudes 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.*