



FRANCE SCÉNARIO 2025-2026

LA CROISSANCE FRANÇAISE DANS
LE CREUX DE LA VAGUE, SUR FOND
D'INCERTITUDE MONDIALE
EXCEPTIONNELLE

Avril 2025

Marianne PICARD

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

- 1 La croissance française dans le creux de la vague, sur fond d'incertitude mondiale exceptionnelle
- 2 Introduction : le contexte international
- 3 Le scénario en bref
- 4 Nos hypothèses sur les droits de douane états-uniens
- 5 Nos hypothèses sur les mesures publiques allemandes
- 6 Le scénario en images
- 7 Risques
- 8 Le scénario en chiffres : la prévision en détail

LA CROISSANCE FRANÇAISE DANS LE CREUX DE LA VAGUE, SUR FOND D'INCERTITUDE MONDIALE EXCEPTIONNELLE

Prévisions arrêtées le 30/03/2025
Publication achevée de rédiger le 24/04/2025

Les points-clés du scénario

- La consommation des ménages accélérerait en 2025 et 2026, grâce à une progression plus rapide des salaires que celle des prix, et un repli progressif du taux d'épargne.
- L'investissement rebondirait en 2026 sous l'effet retardé de la baisse des taux directeurs, et soutenu par la double transition.
- La croissance augmenterait nettement en 2026, avec en particulier un effet de +0,3pp lié aux mesures publiques allemandes.
- La croissance serait molle en 2025, sous l'effet de l'incertitude (politique et fiscale au niveau national, et sur les politiques commerciales sur le plan international).
- Les risques sont orientés à la baisse sur l'activité à court terme, avec en particulier un effet potentiel additionnel de la hausse des droits de douane annoncée par D. Trump le 2 avril.
- Le déficit public resterait très élevé à horizon 2026, ce qui se traduirait par une hausse sensible du ratio de dette publique.

	2023	2024	2025	2026
PIB volume, cvs-cjo (a/a, %)	1,1	1,1	0,8	1,4
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	0,9	0,7	0,8	1,1
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,3	-0,4	-0,1	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,5	0,8	0,0	0,2
Consommation des ménages (a/a, %)	0,9	0,9	1,0	1,1
Investissement total (a/a, %)	0,8	-1,5	0,0	1,8
Inflation IPC (a/a, %)	4,9	2,0	1,1	1,3
Taux de chômage, France hors Mayotte (%)	7,3	7,4	7,7	7,8
Solde budgétaire (% du PIB)	-5,5	-5,8	-5,6	-5,1

Dernières observations : 2024
Sources : Insee, prévisions Crédit Agricole S.A./ECO sur fond vert

L'activité économique s'est légèrement repliée en France au T4 2024 (-0,1% t/t), après +0,4% au T3. Cette légère baisse s'explique par le contrecoup des Jeux olympiques et paralympiques de Paris (JOP), qui avaient soutenu l'activité à hauteur de +0,2 point au T3. La croissance annuelle s'est donc établie à 1,1% en 2024, stable par rapport à 2023.

Au T1 2025, la croissance serait faible mais positive (+0,2% t/t), et l'activité accélérerait progressivement au cours de l'année. La croissance s'établirait ainsi à 0,8% en moyenne en 2025. Cette baisse sensible par rapport à l'année précédente s'expliquerait par le faible acquis de croissance pour 2025 à la fin de l'année 2024 (+0,2%) et l'effet de l'incertitude qui pèserait sur l'activité au premier semestre. La croissance serait portée par la demande intérieure (hors stocks) en 2025, avec en particulier une légère accélération de la consommation des ménages. L'inflation diminuerait de nouveau, à 1,1% au sens de l'IPC, après s'être établie à 2% en moyenne annuelle en 2024. La croissance augmenterait nettement en 2026 à +1,4%, avec en particulier un effet de +0,3 pp des mesures publiques allemandes récemment votées qui stimuleraient les exportations et dans une moindre mesure l'investissement privé. L'inflation rebondirait légèrement, mais resterait faible, à 1,3% en 2026.

Notre scénario suppose une nette réduction du déficit public en 2025 (à 5,6%) et 2026 (à 5,1%), mais moindre que celle visée par le gouvernement.

Les risques sur l'activité sont principalement orientés à la baisse à court terme, avec en particulier une intégration seulement partielle de la hausse des droits de douane annoncée par D. Trump le 2 avril dans notre scénario.

INTRODUCTION

LE CONTEXTE INTERNATIONAL

La croissance de l'économie mondiale est prévue en baisse en 2025 et en modeste hausse en 2026, principalement du fait de la dynamique des économies avancées. Du côté des pays émergents, la croissance passerait de 4,3% en 2024 à 4% en 2025 et 2026. Nous prévoyons une poursuite du ralentissement de l'activité en Chine, les exportations étant susceptibles d'être fortement freinées par le relèvement des droits de douane états-unis, et la reprise de la demande intérieure restant progressive. La croissance du PIB chinois devrait ainsi diminuer à 4,6% en 2025 et 4,3% en 2026, après 5,0% en 2024.

L'activité ralentirait aux États-Unis en 2025, à 1,7%, avant un rebond à 2,2% en 2026. L'inflation suivrait ce ralentissement début 2025 avant un rebond en fin d'année avec une moyenne annuelle de 2,7% en 2025 et 2026. La Fed, après une pause, devrait finir par relancer son processus de baisse des taux d'intérêt directeurs avec deux nouvelles baisses de 25 points de base en juin et en septembre, avant d'entamer une pause prolongée avec un plafond fixé à 4,00%. Les taux longs pourraient ainsi baisser légèrement au deuxième trimestre 2025, en réaction à l'impact négatif des droits de douane sur la croissance et à la reprise des baisses de taux par la Fed en juin. Les rendements des *Treasuries* à dix ans sont attendus à 4,45% fin 2025 et à 4,75% fin 2026.

De l'autre côté de l'Atlantique, l'assouplissement de la Banque centrale européenne (BCE) est proche de sa fin et nous prévoyons une dernière baisse des taux de 25 points de base (pb) en juin 2025 (*NB : cette baisse a finalement déjà eu lieu en avril, ce qui change peu de choses à notre scénario global*), suite à laquelle le taux de dépôt serait maintenu à 2,25% jusqu'à fin 2026. Le taux souverain allemand à dix ans resterait supérieur à 3% (3,1% fin 2026). La pentification de la courbe allemande et les perspectives d'une augmentation de la croissance de la zone euro suggèrent un resserrement supplémentaire des *spreads* souverains, avec la prime de risque sur l'OAT française en baisse à 55 pb fin 2026, et celle sur le BTP italien à 105 pb. L'euro pourrait atteindre 1,12 face au dollar au quatrième trimestre 2025, un niveau qui ne devrait pas être dépassé en raison d'un nouveau rebond attendu de l'économie états-unienne, des rendements des *Treasuries*, et donc du dollar au second semestre 2026.

La récente annonce de l'OPEP+ d'augmenter sa production devrait provoquer une baisse modérée des prix à 71\$ par baril en moyenne en 2025 et à 70\$ en 2026 pour le Brent. L'utilisation des stocks de gaz naturel pendant cet hiver plus froid que les précédents devrait tendre le marché du gaz naturel liquéfié pendant les prochains mois.

Hypothèses de cadrage internationales

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,9	0,9	1,0	1,5	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,9	2,8	1,7	2,2	2,8	2,4	4,4	3,2	1,6	3,0	3,1	2,4	0,8	1,5	1,2	1,8	2,5	2,5	2,4	2,4
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,4	5,0	4,6	4,3	1,7	1,2	1,5	0,9	1,5	0,9	1,3	1,6	1,3	0,7	0,9	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,3	3,1	2,8	3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4,00	3,00	2,25	2,50	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	5,50	4,50	4,00	4,00	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,08	1,10	1,11	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,10	1,07	1,11	1,08	1,10	1,12	1,12	1,11	1,10	1,10
Brent (moyenne, USD/baril)	82,2	79,9	71,3	69,3	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	78,9	74,0	75,1	73,0	70,0	67,0	65,0	70,0	70,0	72,0

Sources : BAE, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, Crédit Agricole S.A. / ECO

LE SCÉNARIO EN BREF

LA CROISSANCE FRANÇAISE DANS LE CREUX DE LA VAGUE, SUR FOND D'INCERTITUDE MONDIALE EXCEPTIONNELLE

Retour sur les derniers trimestres observés : une accélération puis une baisse de l'activité en fin d'année 2024, liées aux Jeux olympiques et paralympiques de Paris

L'activité économique a accéléré en France au troisième trimestre 2024, avec une croissance trimestrielle de 0,4% en volume, après +0,1% au premier trimestre et +0,3% au deuxième trimestre. Cette accélération s'explique par l'effet des Jeux olympiques et paralympiques de Paris (JOP), évalué à +0,2 point de PIB au troisième trimestre. Les recettes de billetterie et de droits de diffusion audiovisuelle ont en effet été comptabilisées par l'Insee comme une production de services au moment des épreuves, conformément à la comptabilité nationale. Au quatrième trimestre, l'activité s'est légèrement repliée (-0,1%), en contrecoup des JOP qui avaient dopé l'activité au troisième trimestre. Ainsi, hors effet des JOP, la croissance aurait été faible mais serait restée positive en fin d'année 2024 (de l'ordre de +0,2% au troisième trimestre et +0,1% au quatrième trimestre).

Évolutions sur l'année 2024 : une croissance stable à 1,1%, soutenue par le commerce extérieur et le secteur public

Sur l'ensemble de l'année 2024, la croissance s'est ainsi établie à 1,1%, comme en 2023. Elle a surtout été portée par le commerce extérieur (avec une hausse des exportations et une baisse des importations en volume), avec une contribution à la croissance du PIB de 0,8 point, et les dépenses de consommation, à hauteur de 1,0 point. Les dépenses de consommation des ménages ont en effet continué de progresser au même rythme qu'en 2023 (+0,9%), tandis que les dépenses de consommation des administrations publiques ont sensiblement accéléré (+2,1%, après +0,8%). L'investissement (au sens de la formation brute de capital fixe) et les variations de stocks ont, pour leur part, pesé sur la croissance annuelle à hauteur de respectivement 0,3 point et 0,4 point. L'investissement privé s'est en effet replié, avec une baisse de 1,6% pour l'investissement des entreprises non financières (après +3,1% en 2023), et de 6% pour

celui des ménages (après -8,2%), toujours affectés par le resserrement passé des conditions financières. Quant à l'investissement des administrations publiques, il a continué de progresser, mais à un rythme moindre qu'en 2023 (+3,2%, après +7,1%). Le phénomène de déstockage observé en fin d'année 2023 explique en grande partie la contribution négative des variations de stocks à la croissance en moyenne annuelle en 2024.

L'inflation a diminué à 2% en moyenne annuelle en 2024 au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC), après 4,9% l'année précédente. L'inflation des services est restée relativement élevée (2,7%, après 3% en 2023), tandis que l'inflation alimentaire (1,4%, après 11,8%) et énergétique (2,3%, après 5,6%) ont nettement diminué. Les prix des produits manufacturés sont restés stables (après +3,5%), et ceux du tabac ont accéléré (+10,3%, après +8%).

Compte tenu du ralentissement un peu plus marqué de l'emploi que de la population active, le taux de chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) a très légèrement augmenté en 2024, s'établissant à 7,4% de la population active pour la France hors Mayotte, et à 7,2% pour la France métropolitaine, après respectivement 7,3% et 7,1% en 2023. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages a sensiblement accéléré, à +2,5% en 2024, après 0,8% l'année précédente.

Le déficit des administrations publiques s'est finalement établi à 5,8% du PIB en 2024 (après 5,4% en 2023), soit moins que les dernières prévisions du gouvernement de 6%. Cette bonne nouvelle n'est que relative, puisque le gouvernement tablait sur un déficit public de « seulement » 4,4% du PIB lors de l'établissement du projet de loi de finances pour l'année 2024 à l'automne 2023, et encore de 5,1% du PIB au printemps 2024, une fois le dérapage de l'année 2023 pourtant intégré (programme de stabilité). La dette publique a ainsi augmenté à 113% du PIB en 2024, après 109,8%.

Suite en page suivante →

LE SCÉNARIO EN BREF

LA CROISSANCE FRANÇAISE DANS LE CREUX DE LA VAGUE, SUR FOND D'INCERTITUDE MONDIALE EXCEPTIONNELLE

Perspectives pour le premier trimestre 2025 : une croissance faible mais positive

Nous tablons sur le fait que l'activité en France progresserait légèrement au premier trimestre 2025, à hauteur de 0,2% (t/t). Cette prévision trimestrielle est légèrement supérieure à la dernière prévision de l'Insee (+0,1% dans la note de conjoncture de mars « [Désordre mondial, croissance en berne](#) »). Elle correspond toutefois à la dernière prévision trimestrielle du *Consensus Forecasts* en mars, et bien qu'elle ait été arrêtée avant, elle rejoint également la toute dernière prévision trimestrielle de la Banque de France ([Enquête mensuelle de conjoncture de début avril](#)).

Prévisions pour l'ensemble de l'année 2025 : une activité en décélération, affectée par l'incertitude

En 2025, la croissance diminuerait à 0,8% en moyenne annuelle. Cette baisse sensible par rapport à l'année précédente s'expliquerait par le faible acquis de croissance à l'issue du quatrième trimestre 2024 pour l'année 2025 (+0,2%), et l'effet de l'incertitude qui pèserait sur l'activité au premier semestre (incertitude politique et fiscale au niveau national, et sur les politiques commerciales sur le plan international). La croissance serait essentiellement portée par la demande intérieure (hors stocks), en lien avec la légère accélération de la consommation des ménages à +1%, soutenue notamment par des salaires plus dynamiques que les prix. Les dépenses de consommation des administrations publiques ralentiraient nettement (+0,8%), du fait des efforts budgétaires. L'investissement total resterait atone en moyenne annuelle, plombé par un acquis de croissance négatif à l'issue de l'année 2024. L'investissement des entreprises non financières (-0,1%) et celui des ménages (-0,3%) se replieraient

encore très légèrement, tandis que celui des administrations publiques ralentirait sensiblement (+0,4%). Le commerce extérieur aurait une contribution nulle à la croissance en 2025, car les exportations et les importations progresserait au même rythme. Les variations de stocks pèseraient de nouveau sur la croissance, mais seulement légèrement (-0,1 point), du fait d'un effet d'acquis lié aux trimestres observés.

L'inflation diminuerait de nouveau, à 1,1% au sens de l'IPC, essentiellement tirée par les services.

Nous prévoyons de faibles destructions d'emplois sur l'ensemble de l'année 2025, ce qui se traduirait par une hausse du taux de chômage, compte tenu de la légère progression de la population active. Le taux de chômage augmenterait ainsi à 7,7% en moyenne annuelle pour la France hors Mayotte, et à 7,5% pour la France métropolitaine.

Le déficit public diminuerait légèrement en 2025, à 5,6% du PIB. Nous avons ainsi révisé à la baisse le déficit attendu, puisque notre prévision était de 6% du PIB dans notre précédent scénario. Cette révision n'est pas liée à une anticipation d'effort budgétaire plus important, mais au fait que le point de départ (le déficit de l'année 2024) est finalement moindre que ce que nous avons prudemment anticipé (5,8% du PIB, contre 6,2% qui était la prévision de notre scénario de décembre-janvier). La cible du gouvernement d'un déficit public de 5,4% du PIB serait donc manquée, mais dans une ampleur moindre que ce que nous avons précédemment estimé. Cela se traduirait par une nouvelle hausse du ratio de dette publique, à 116,3% du PIB.

Suite en page suivante →

LE SCÉNARIO EN BREF

LA CROISSANCE FRANÇAISE DANS LE CREUX DE LA VAGUE, SUR FOND D'INCERTITUDE MONDIALE EXCEPTIONNELLE

Prévisions pour l'ensemble de l'année 2025 : une activité en décélération, affectée par l'incertitude (suite)

Notre prévision de croissance pour 2025 est légèrement supérieure à celle de la Banque de France dans ses [projections macroéconomiques intermédiaires de mars](#) (0,7%), à celle du *Consensus Forecasts* d'avril (0,6%), et à la toute dernière prévision de croissance du gouvernement (0,7% dans le [Rapport d'avancement annuel 2025](#) en avril) qui a par contre conservé une prévision d'inflation élevée (1,4%). À horizon mi-2025, notre prévision de croissance est par ailleurs un peu plus élevée que celle de l'Insee dans sa [note de conjoncture de mars](#), qui table sur un acquis de croissance de 0,4% à mi-année (contre 0,5% dans notre prévision). Notre prévision est toujours atteignable, mais se situe dans la fourchette haute des prévisionnistes, et doit être considérée comme raisonnablement optimiste compte tenu des risques qui l'entourent (voir un peu plus loin).

Prévisions pour l'année 2026 : une croissance en forte hausse, avec un effet positif des mesures publiques allemandes

La croissance augmenterait nettement en 2026 à +1,4%. Par rapport à la prévision de notre scénario précédent, nous avons intégré un effet de +0,3 pp des mesures publiques allemandes récemment votées (voir le détail [page 10](#)), qui stimuleraient les exportations et dans une moindre mesure l'investissement des entreprises en France. L'investissement total rebondirait à +1,8% en 2026. L'investissement privé serait tiré par l'effet retardé de la baisse des taux d'intérêt directeurs de la BCE et les besoins structurels liés à la double transition (numérique et écologique) : l'investissement des entreprises non financières rebondirait à +2,3%, et celui des ménages à +1,9%. La consommation des ménages continuerait d'accélérer, à 1,1%, sous l'effet d'une légère baisse du taux d'épargne. Les variations de stocks auraient une contribution nulle à la croissance. Le commerce extérieur y contribuerait pour sa part à hauteur de 0,2 point, car les exportations

accélèreraient davantage que les importations. Les dépenses de consommation des administrations publiques ralentiraient de nouveau (à +0,3%) compte tenu d'un effort budgétaire accru, et leur investissement resterait peu dynamique (+0,4%).

L'inflation rebondirait légèrement en 2026, mais resterait faible, à 1,3%, soit nettement en-deçà de la cible de la BCE de 2%. Elle serait toujours principalement soutenue par les services. L'inflation alimentaire augmenterait, mais resterait à un niveau modéré, comparable à celle de 2018, ce qui n'a donc rien à voir avec les niveaux très élevés observés en 2022-2023.

L'emploi rebondirait légèrement en 2026, mais la population active augmenterait un peu plus, et le taux de chômage augmenterait légèrement, à 7,8% en moyenne pour la France hors Mayotte, et 7,6% pour la France métropolitaine. En dépit de leur hausse, ces taux de chômage restent relativement faibles par rapport aux niveaux observés sur la décennie 2010 (9,6% en moyenne pour la France hors Mayotte, et 9,3% pour la France métropolitaine).

En termes de finances publiques, notre scénario table sur un déficit public qui serait réduit à 5,1% du PIB en 2026. Le gouvernement entend le réduire à 4,6% du PIB, mais l'ajustement de 0,5 point de PIB que nous prévoyons en 2026 (et notre point de départ de déficit en 2025) nous semble plus raisonnable. La dette publique atteindrait alors 117,6% du PIB.

Notre prévision de croissance pour l'année 2026 est un peu supérieure à la dernière prévision de la Banque de France de mars (1,2%), mais celle-ci ne prend pas en compte l'effet des mesures allemandes, qui ont été votées après sa publication. Notre prévision est également supérieure à la prévision du *Consensus Forecasts* d'avril (1%), mais la plupart des prévisionnistes du panel n'avaient sans doute pas encore non plus intégré cet effet.

Suite en page suivante →

LE SCÉNARIO EN BREF

LA CROISSANCE FRANÇAISE DANS LE CREUX DE LA VAGUE, SUR FOND D'INCERTITUDE MONDIALE EXCEPTIONNELLE

Des risques orientés principalement à la baisse sur l'activité à court terme, mais qui se rééquilibrent à plus long terme

Les risques semblent principalement orientés à la baisse sur l'activité à court terme. En particulier, notre scénario a été arrêté avant le 2 avril, et ne prend en compte qu'une partie de la hausse des droits de douane à l'encontre de l'Union européenne annoncée par Donald Trump à l'occasion du « *Liberation Day* ». La croissance en France pourrait ainsi être amputée de 0,1 point en 2025 et 0,2 point en 2026 dans le cas de droits de douane à 20% sur tous les biens (droits de douane prétendument « réciproques »), voir le détail [page 9](#).

À moyen terme, les risques sont plus équilibrés, avec en particulier un effet positif d'une potentielle hausse des dépenses en défense dans l'Union européenne, compte tenu des récentes déclarations de la Commission européenne. Nous avons en effet intégré dans notre scénario une partie de cet effet, mais avons considéré que les pays les plus endettés (dont la France, l'Italie et l'Espagne) ne pourraient pas se permettre d'augmenter ces dépenses au-delà de ce qui était déjà prévu. Pour la France, une hausse des dépenses en défense est toutefois déjà intégrée : celle qui était prévue dans la [loi de programmation militaire](#).

NOS HYPOTHÈSES SUR LES DROITS DE DOUANE ÉTATS-UNIENS

UNE HAUSSE EN PARTIE INTÉGRÉE, DES RISQUES À LA BAISSÉ SUR L'ACTIVITÉ

Le scénario de droits de douane états-uniens sur les importations en provenance de l'UE a été retenu avant *Liberation day*, et est globalement en ligne avec notre scénario précédent (décembre 2024 pour le scénario Monde et janvier 2025 pour la publication spécifique sur la France) :

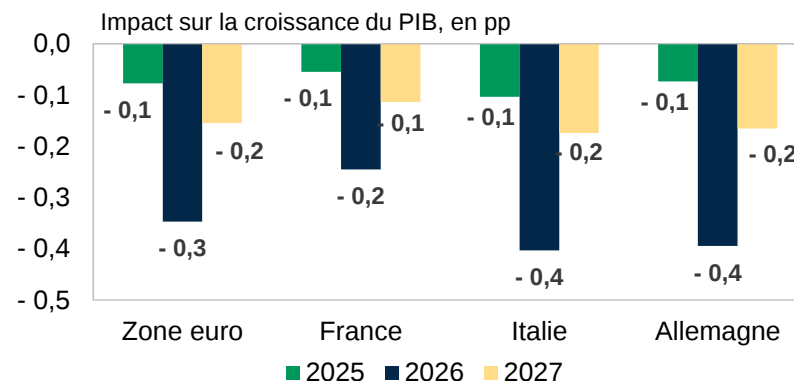
- Droits de douane à 25% sur l'acier et l'aluminium
 - Droits de douane (vraiment) réciproques sur tous les (autres) biens
- Cela porte le taux moyen à **5,5%**, niveau proche de l'hypothèse du scénario de décembre (6%)
- Impact sur la croissance du PIB en zone euro : -0,2 point, et -0,1 point supplémentaire lié à l'incertitude
- ➔ -0,3% déjà inclus dans les prévisions de décembre pour la zone euro, et **-0,2 point de croissance en France en 2025 ce qui reflétait surtout l'incertitude politique et fiscale nationale**, la France étant moins vulnérable que d'autres pays européens à la hausse des droits de douane états-uniens

Avec en sus l'ajout d'une hausse à 25% sur l'automobile qui affecte encore un peu plus nos prévisions d'exportations de la zone euro.

- ➔ L'Allemagne est la plus touchée, avec une croissance du PIB amputée de 0,2 point en 2025 et en 2026

Ce scénario de hausse des droits de douane reste en-deçà de la hausse annoncée par Donald Trump le 2 avril avec ses *tariffs* prétendument « réciproques », et même en-deçà de la hausse plancher à 10% (en vigueur au moins pendant les 90 jours de pause).

- Risques à la baisse sur l'activité avec une hausse plus importante que celle intégrée
- La France reste moins exposée que d'autres pays européens, en particulier l'Allemagne et l'Italie, compte tenu du poids des exportations dans le PIB, et de la part des exportations destinée au marché des États-Unis
- D'après nos simulations, l'impact additionnel d'une hausse des droits de douane à 20% (hors automobile, acier et aluminium déjà à 25% dans notre scénario) serait de -0,1 point sur la croissance en France en 2025, -0,2 point en 2026 et -0,1 point en 2027 (plus d'impact les années suivantes), soit en cumul un impact de 0,4 point sur le PIB en France à cet horizon.



Sources : simulations Crédit Agricole S.A./ECO via le modèle *Oxford Economics*

NOS HYPOTHÈSES SUR LES MESURES PUBLIQUES ALLEMANDES

DES EFFETS DE *SPILLOVERS* IMPORTANTS SUR L'ACTIVITÉ EN FRANCE À PARTIR DE 2026

Le véritable changement dans nos prévisions depuis le scénario précédent provient de l'intégration des mesures publiques allemandes votées récemment, avec un impact haussier sur la croissance.

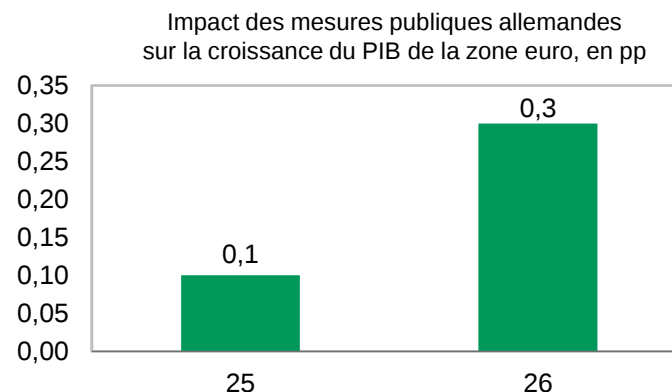
- Mesures intégrées pour l'Allemagne :
 - i. Fonds d'investissement de 500 milliards d'euros sur 12 ans (2025-2037) : 400 Mds€ pour les infrastructures et 100 Mds€ pour le climat
 - ii. Réforme du frein à l'endettement au niveau local : les *Länder* pourront désormais maintenir un déficit structurel de 0,35% du PIB (contre 0% précédemment)
 - iii. Réforme du frein à l'endettement au niveau national : les dépenses de défense dépassant 1% du PIB seront désormais exclues du calcul du déficit
- Nous avons retenu un déploiement progressif à partir du T4 2025 (avec quelques frictions les premières années, et un décaissement maximal en 2028-2029)

L'effet estimé sur la croissance allemande est de +0,4 point en 2025 et +1,2 point en 2026 (important compte tenu du contexte de croissance atone de l'Allemagne).

- Effet estimé à partir d'un multiplicateur compatible avec les conclusions de la littérature économique :
 - Effet plus important pour l'investissement public (multiplicateur de 0,8 en moyenne entre 2025 et 2037) que pour la consommation publique (multiplicateur de 0,2 en moyenne)
 - Effet d'autant plus élevé que l'activité est déprimée (écart de production creusé) : multiplicateur dynamique

Les effets sur la croissance des autres pays de la zone euro (*spillovers*) ne sont pas négligeables, **en particulier pour la France qui bénéficie de 0,3 point de croissance supplémentaire en 2026.**

- Effet *via* le commerce extérieur (exportations) et un léger *boost* de l'investissement privé
- Compte tenu de sa proximité avec l'Allemagne (partenaire commercial privilégié) et de la composition de son tissu productif (avec en particulier une industrie de la défense majeure, la France étant le deuxième exportateur d'armes au niveau mondial), la France bénéficie d'un effet plus important que la moyenne des autres pays de la zone euro (+0,2 point en 2026 en moyenne pour les pays hors Allemagne).

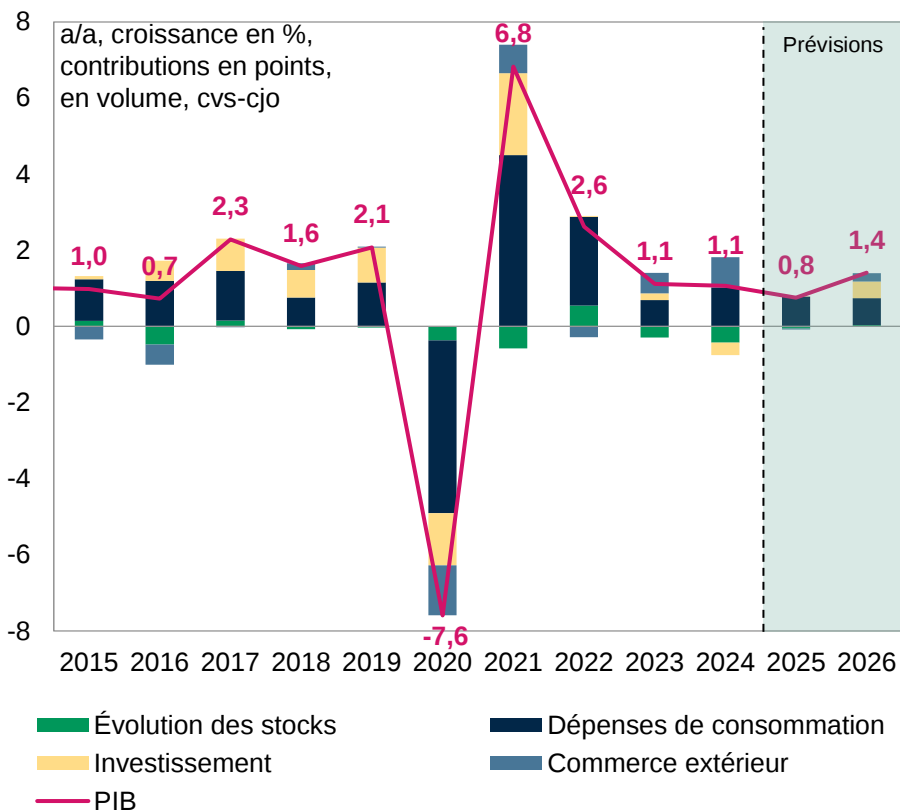


Sources : Crédit Agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

LA CROISSANCE ET L'INFLATION DANS LE CREUX DE LA VAGUE EN 2025

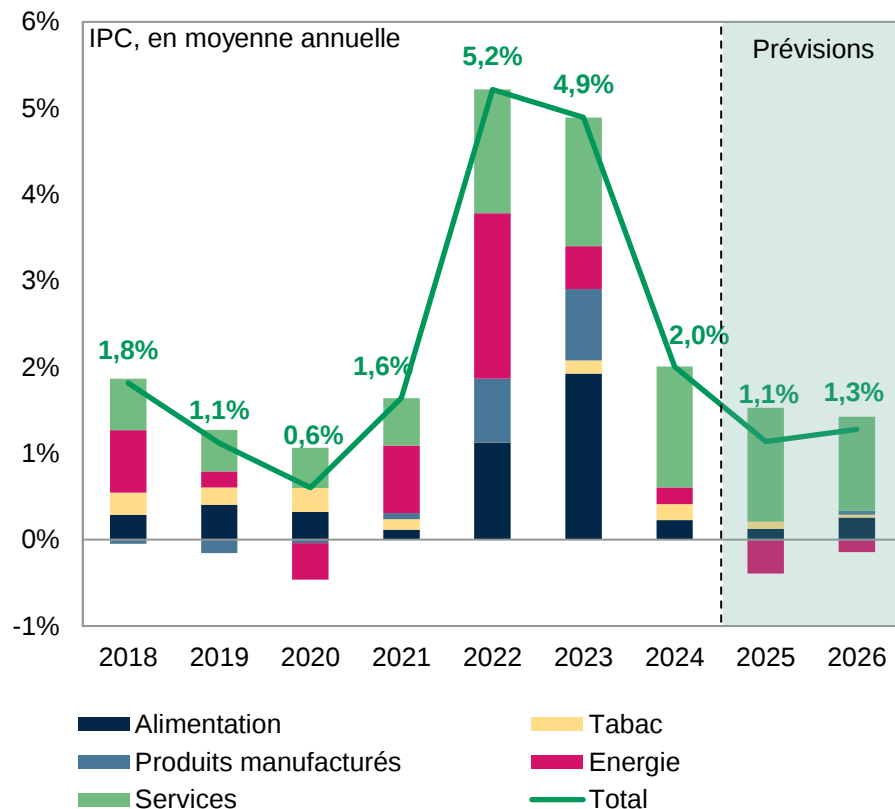
Une croissance inférieure à son potentiel en 2025, une accélération de l'activité en 2026



Derniers points observés : 2024

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO

L'inflation resterait faible, essentiellement tirée par les services en prévision



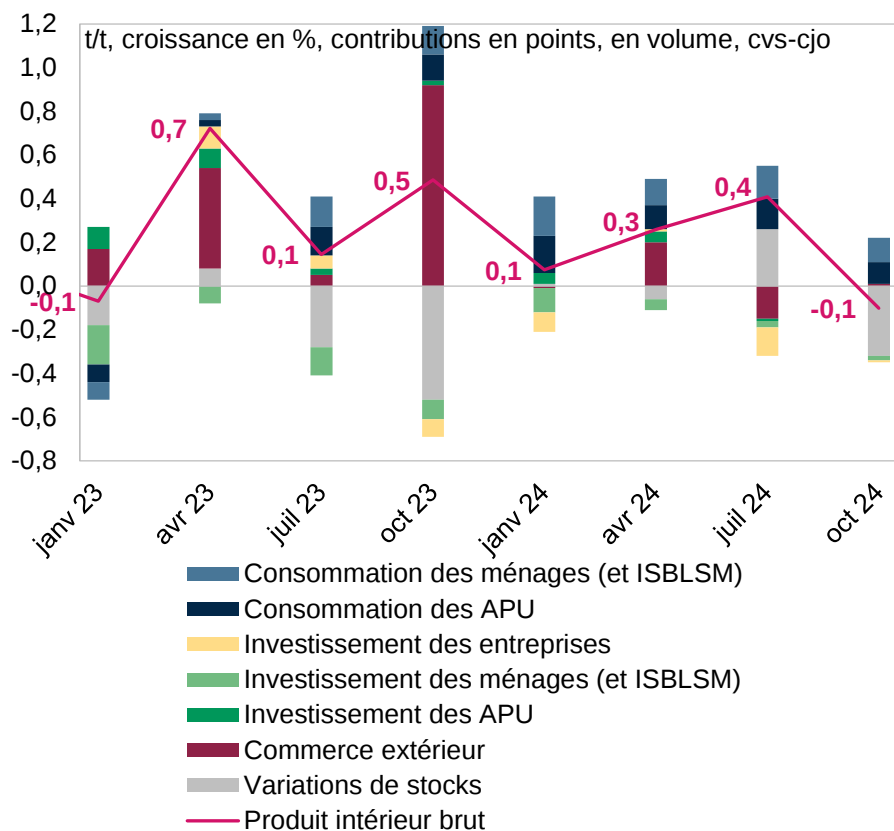
Derniers points observés : 2024

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES : DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES (1/2)

UNE CROISSANCE FAIBLE HORS EFFET DES JOP, LA DÉSINFLATION A FAIT SON CHEMIN

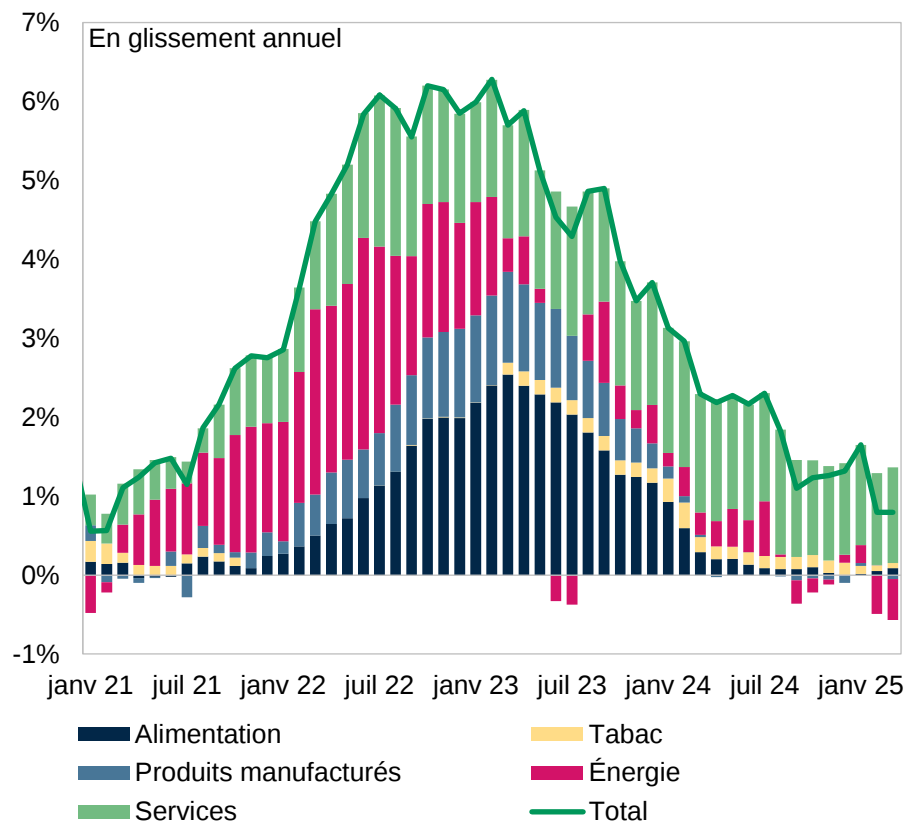
Une légère baisse du PIB en fin d'année 2024, en lien avec le contrecoup des JOP



Derniers points : T4 2024

Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A./ECO

L'inflation a bien reflué, et s'établit à 0,8% sur un an en mars 2025



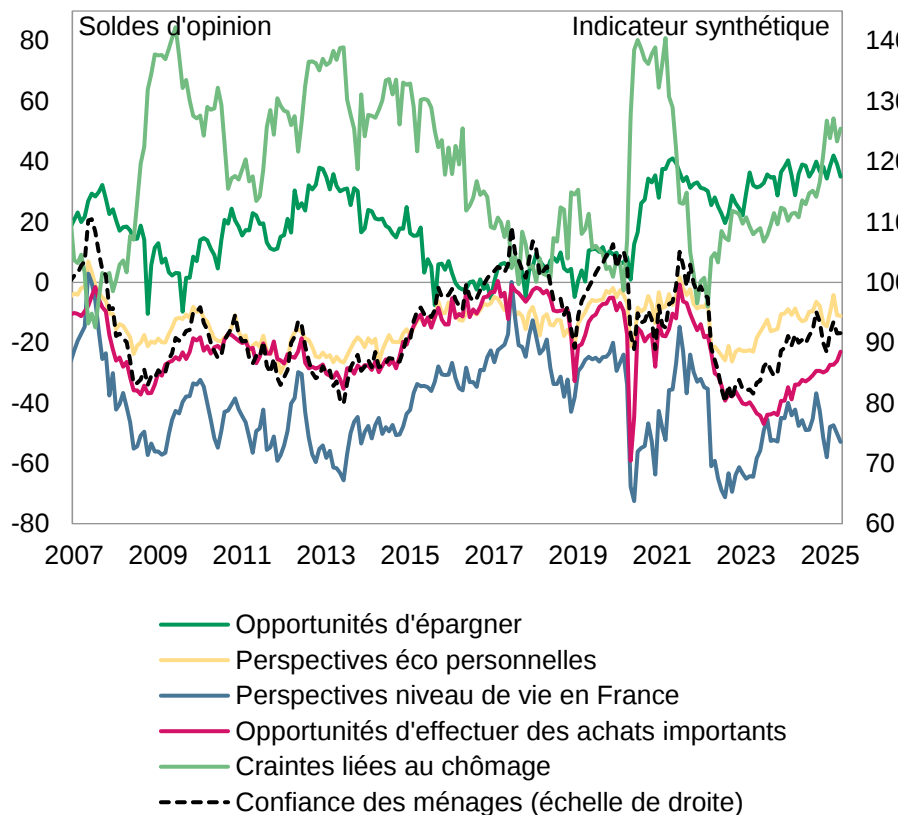
Derniers points : mars 2025

Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES : DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES (2/2)

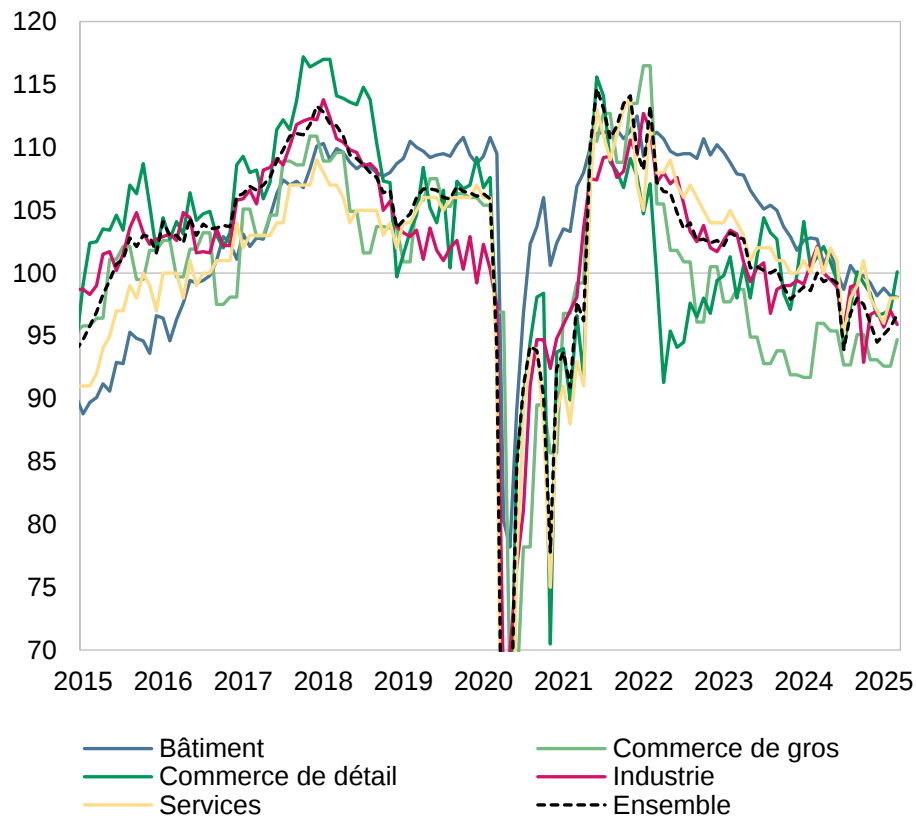
PETITE ÉCLAIRCIE EN EAUX TROUBLES CÔTÉ ENQUÊTES DE CONJONCTURE

Ménages : léger regain de confiance début 2025, à un niveau qui reste dégradé



Derniers points : avril 2025
Sources : Insee, Crédit agricole S.A./ECO

Entreprises : rebond du climat des affaires en début d'année, à un niveau relativement bas

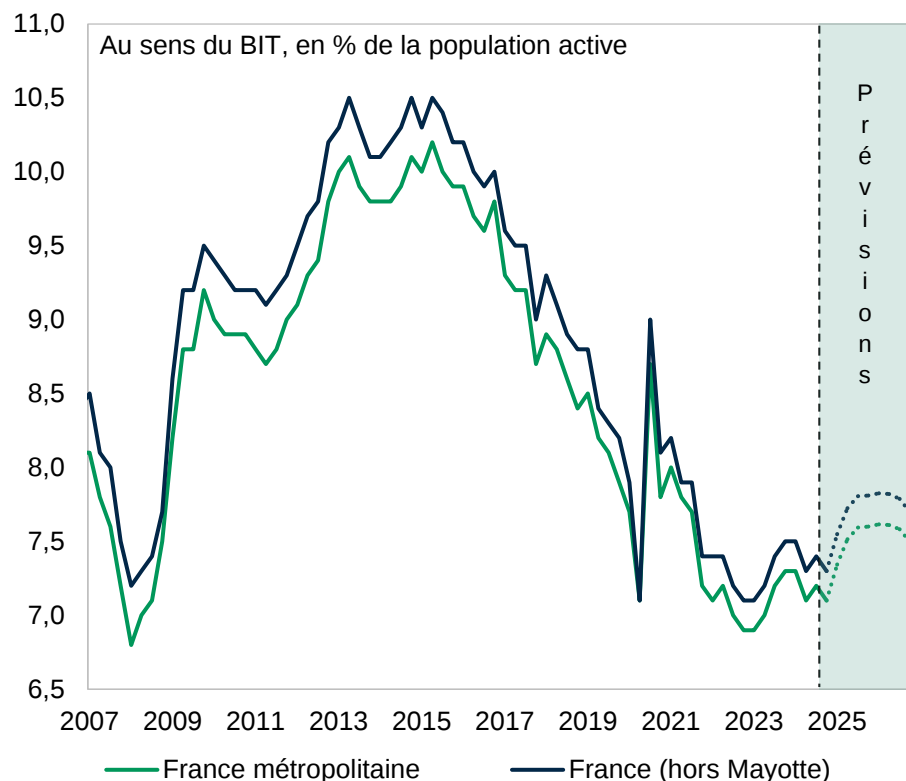


Derniers points : mars 2025
Sources : Insee, Crédit agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES : MARCHÉ DU TRAVAIL

UNE RELATIVE RÉSISTANCE DE L'EMPLOI, DES SALAIRES PLUS DYNAMIQUES QUE LES PRIX

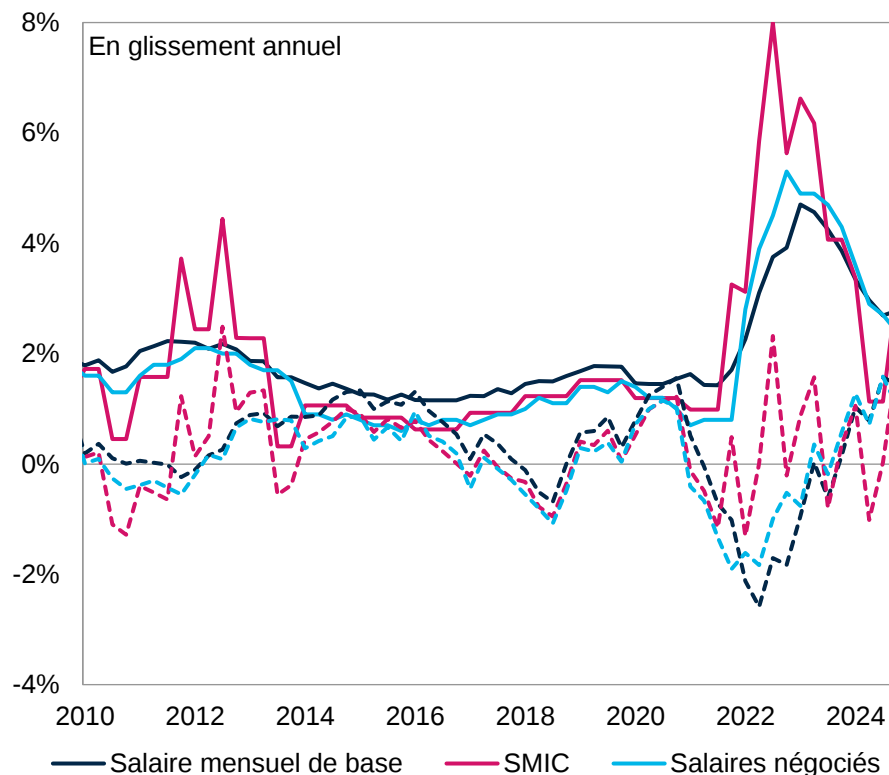
Le taux de chômage augmenterait légèrement, en deçà de son niveau pré-pandémique



Derniers points observés : T4 2024

Sources : Insee, prévisions Crédit agricole S.A./ECO

Les salaires moyens ralentissent mais progressent en termes réels



NB : Les pointillés représentent les évolutions réelles (salaires déflatés par l'IPC total). Données de fin de trimestre.

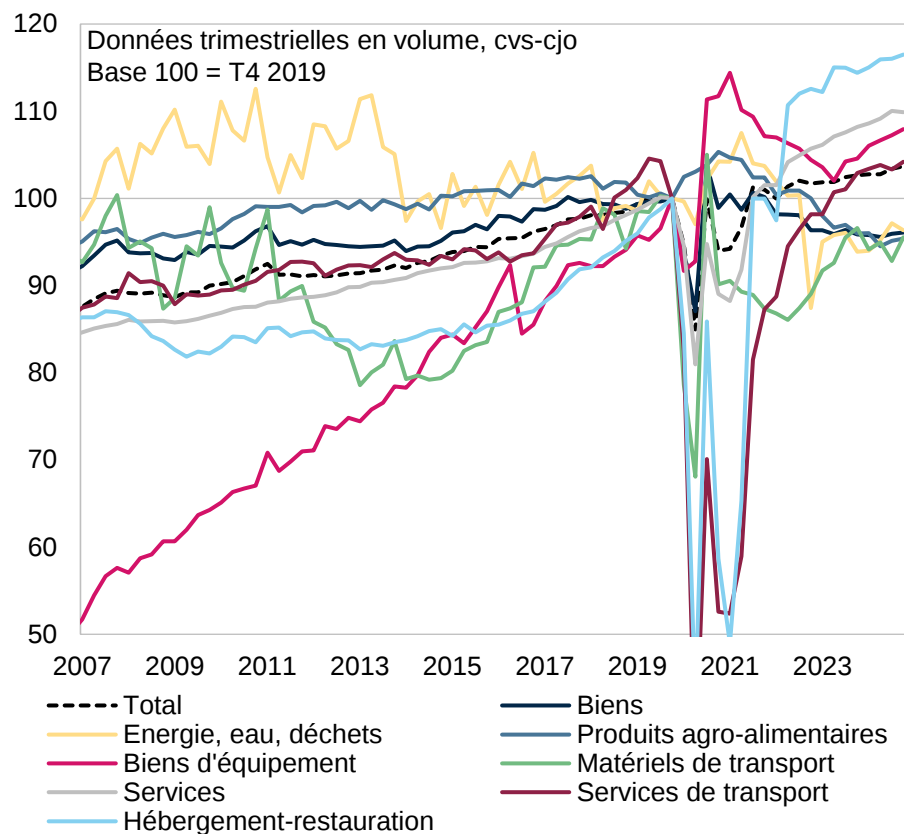
Derniers points : T4 2024

Sources : Dares, Insee, Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES : MÉNAGES (1/2)

DES CHANGEMENTS DANS LES COMPORTEMENTS DE CONSOMMATION (INFLATION PASSÉE ET SOBRIÉTÉ)

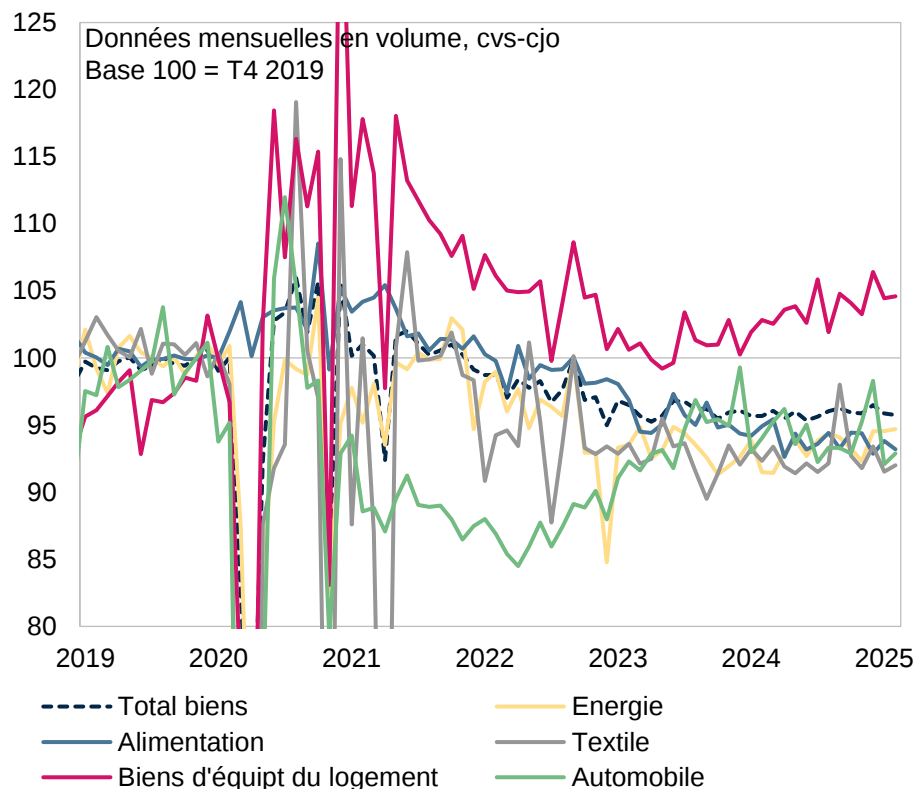
Une certaine dichotomie entre l'évolution de la consommation en biens et celle en services



Derniers points : T4 2024

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit agricole S.A./ECO

Énergie, alimentation, textile et automobile font les frais d'une consommation en biens atone



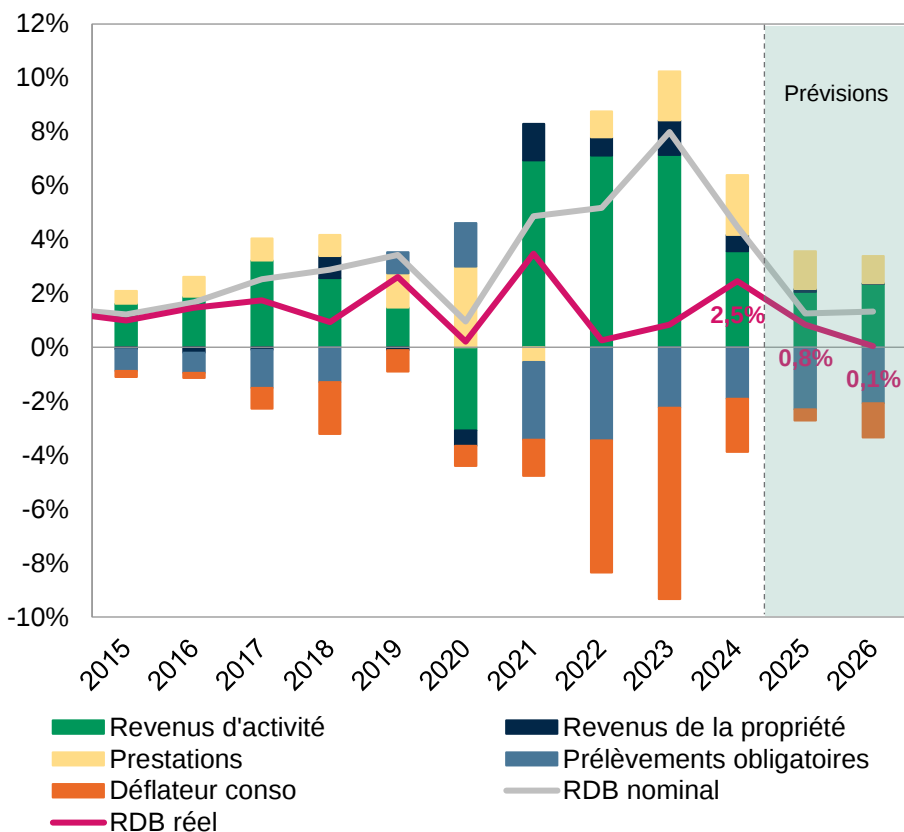
Derniers points : février 2025

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

LE SCÉNARIO EN IMAGES : MÉNAGES (2/2)

UN POUVOIR D'ACHAT EN HAUSSE, UN TAUX D'ÉPARGNE DURABLEMENT ÉLEVÉ

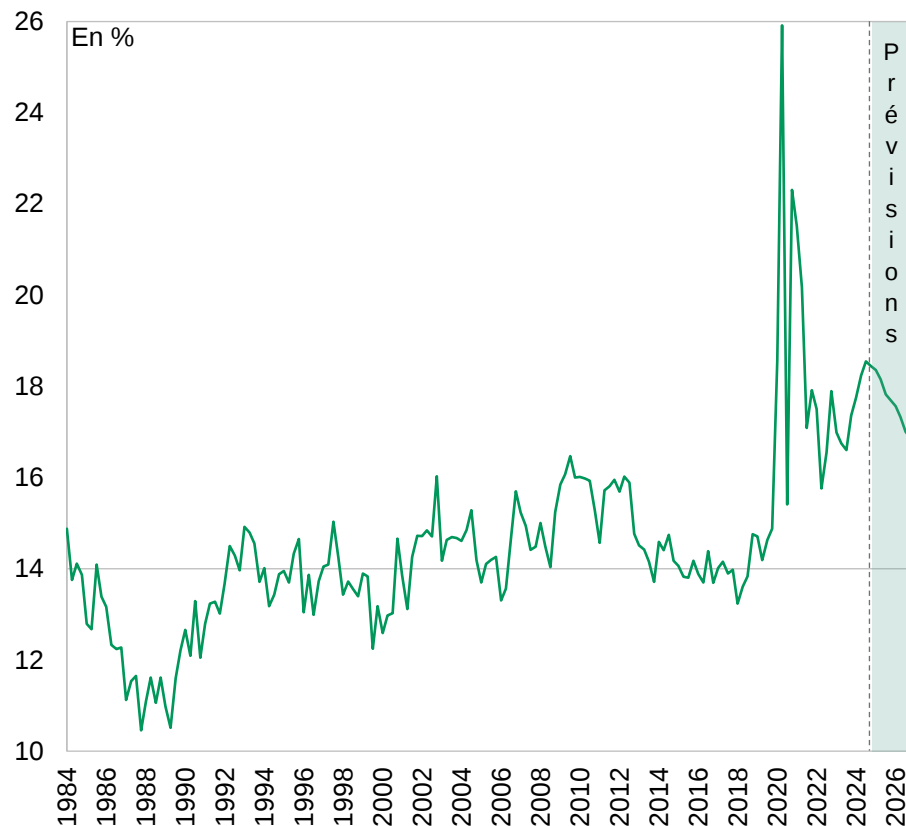
Le pouvoir d'achat continuerait de progresser en 2025, tiré par les revenus d'activité



Derniers points : T4 2024

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit agricole S.A./ECO

Le taux d'épargne des ménages diminuerait un peu, restant élevé en perspective historique



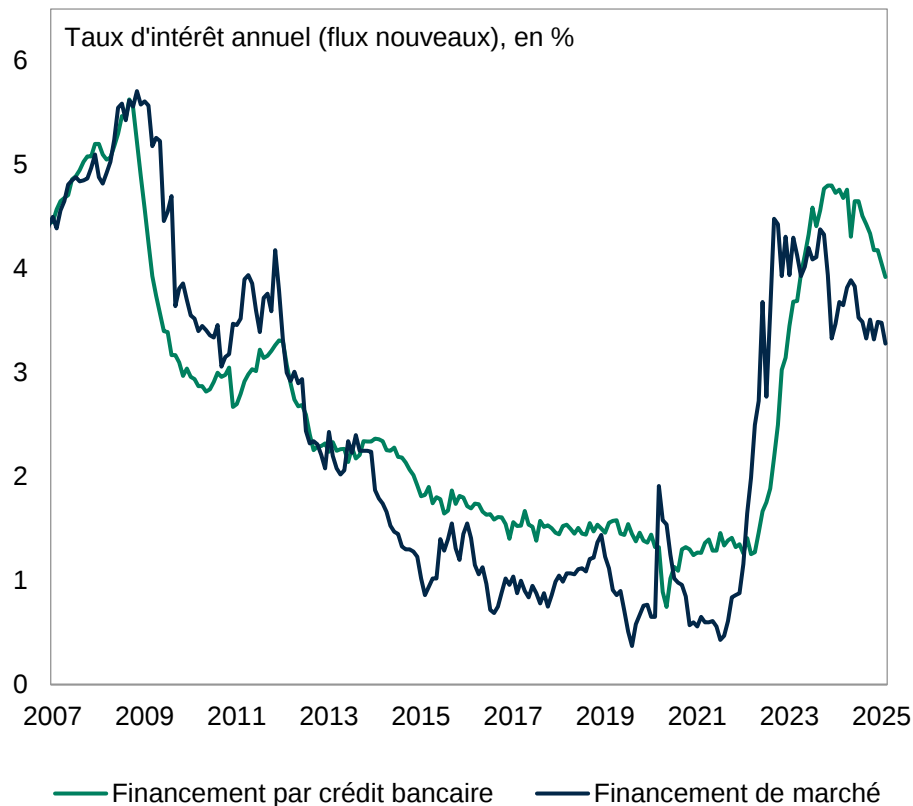
Derniers points : T4 2024

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

LE SCÉNARIO EN IMAGES : ENTREPRISES (1/2)

LE REBOND DE L'INVESTISSEMENT N'INTERVIENDRAIT QU'EN 2026

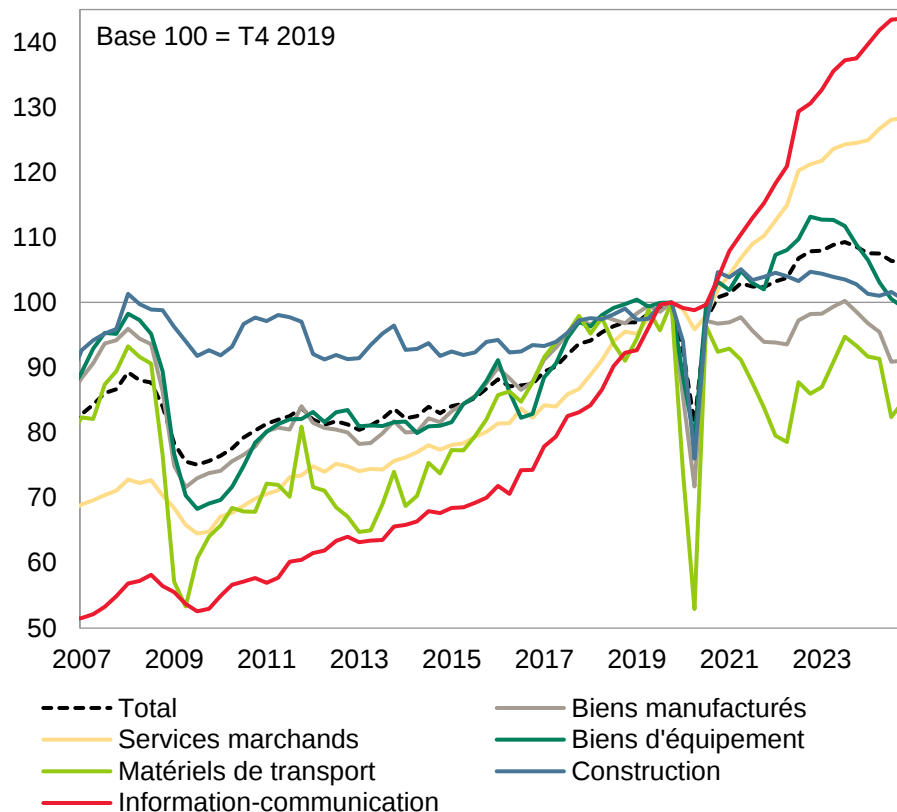
Le coût de financement des sociétés non financières (SNF) reste élevé



Derniers points : février 2025

Sources : Banque de France, Crédit agricole S.A./ECO

L'investissement des entreprises non financières (ENF) est en repli de 2,1% sur un an au T4 2024



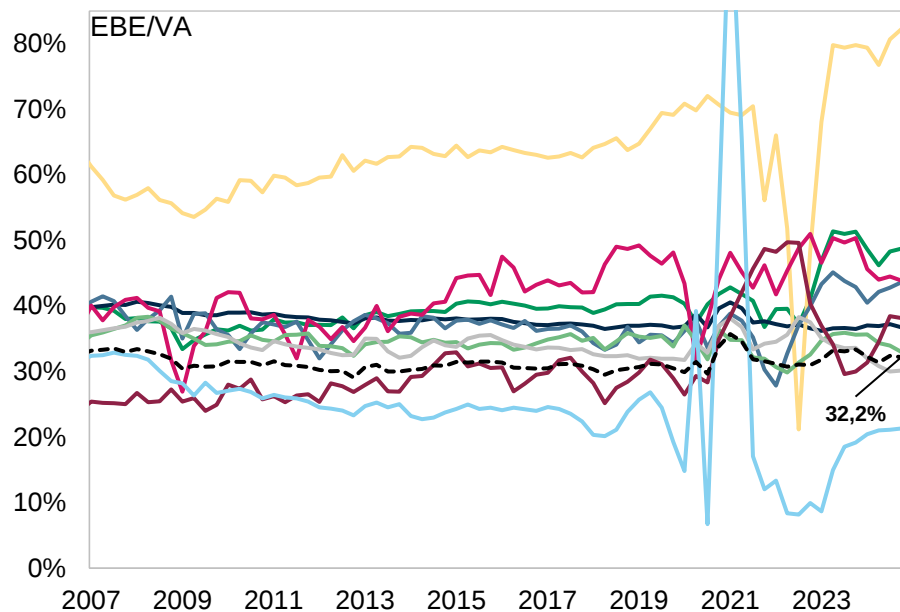
Derniers points : T4 2024

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

LE SCÉNARIO EN IMAGES : ENTREPRISES (2/2)

UNE PROFITABILITÉ MOYENNE CONFORTABLE MALGRÉ LA HAUSSE DES DÉFAILLANCES

Le taux de marge des SNF se situe actuellement à un niveau confortable, en moyenne

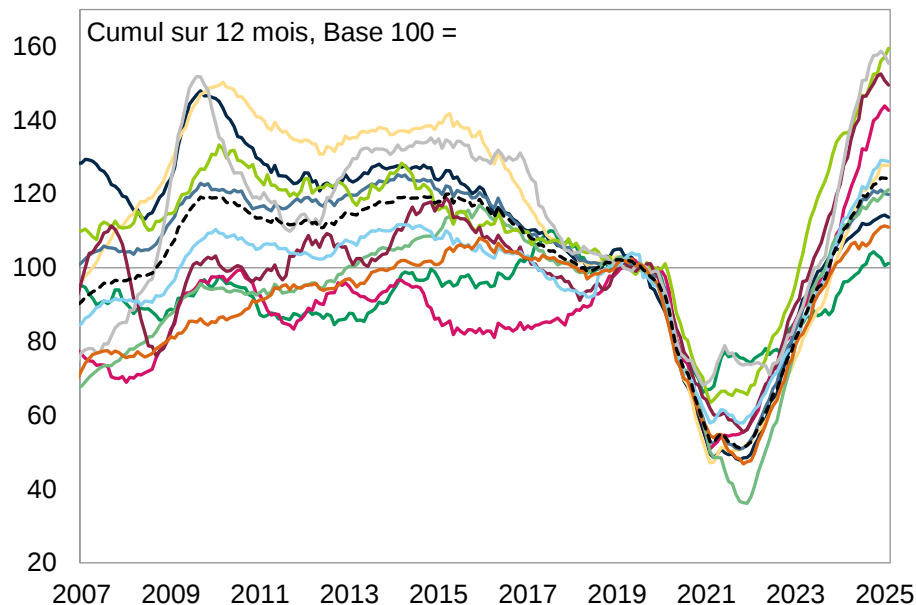


Industrie	Services
Energie, eau, déchets	Industries agro-alimentaires
Matériels de transport	Construction
Commerce	Services de transport
Hébergement-restauration	Sociétés non financières

Derniers points : T4 2024

Sources : Insee, calculs Crédit agricole S.A./ECO

Une hausse des défaillances assez généralisée, mais qui concerne davantage certains secteurs



Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie
Construction	Commerce et réparation automobile
Transports et entreposage	Hébergement et restauration
Information et communication	Activités financières et d'assurance
Activités immobilières	Soutien aux entreprises
Enseig, santé, act soc, serv mén	Total

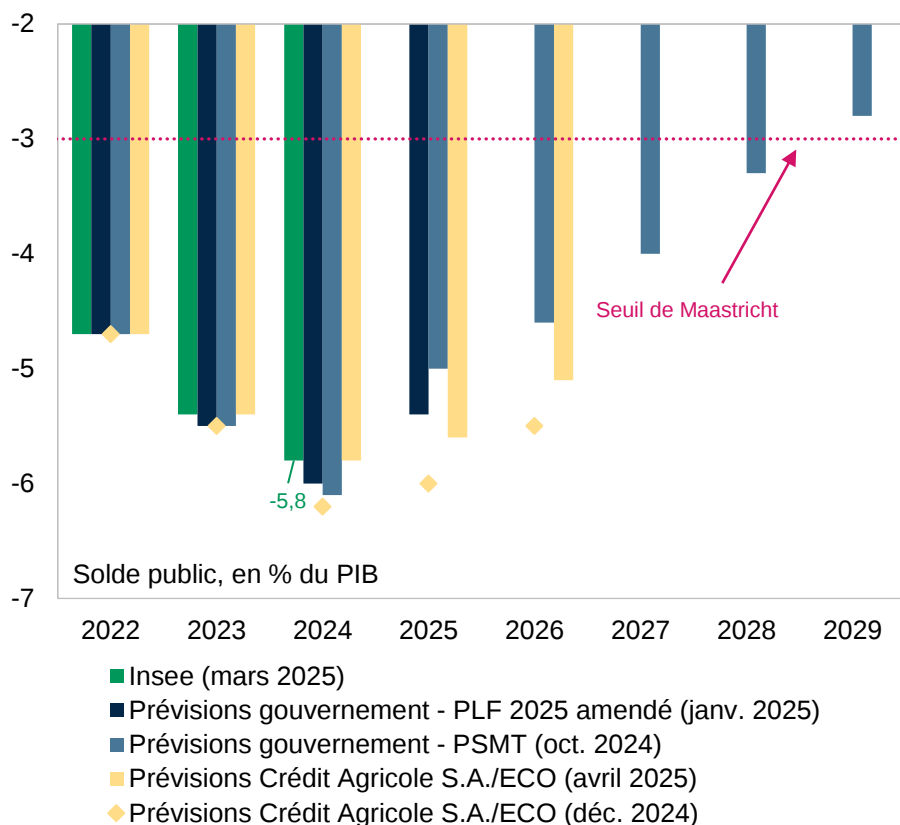
Derniers points : février 2025

Sources : Banque de France, calculs Crédit Agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES : FINANCES PUBLIQUES

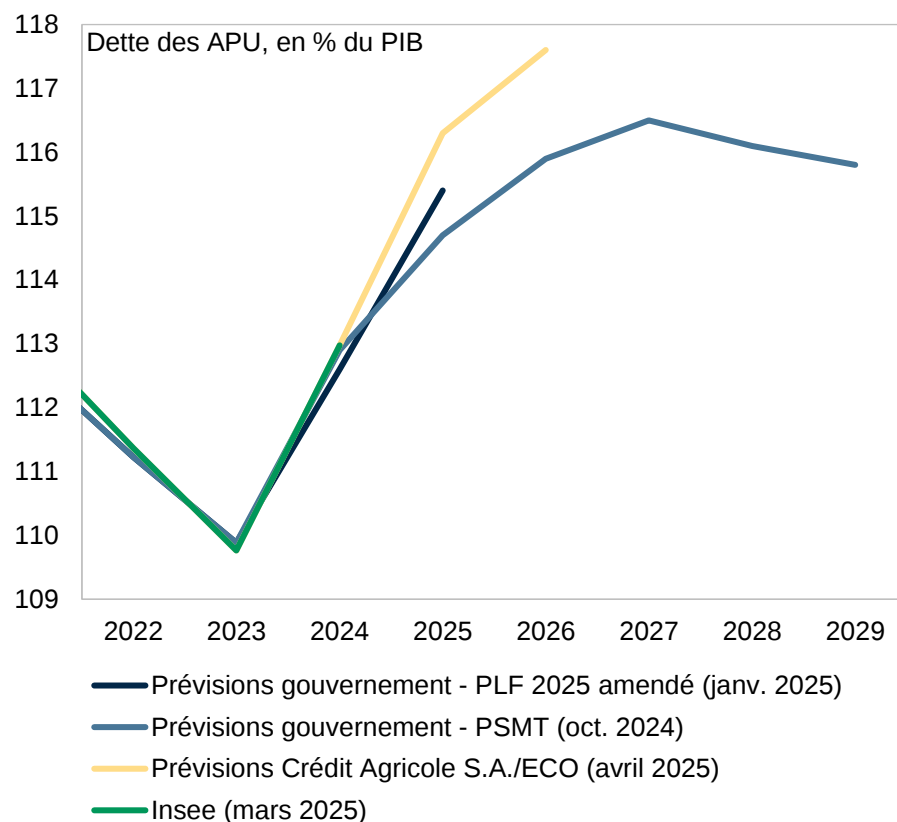
UN DÉFICIT FINALEMENT UN PEU MOINS ÉLEVÉ QUE PRÉVU EN 2024, MAIS TOUJOURS TROP ÉLEVÉ

Un déficit de 5,8% du PIB en 2024, la trajectoire gouvernementale reste très ambitieuse



Derniers points observés : 2024 (premiers résultats)
Sources : Insee, Gouvernement, Crédit agricole S.A./ECO

Le ratio de dette publique ne sera dans tous les cas pas stabilisé avant 2028



Derniers points observés : 2024 (premiers résultats)
Sources : Insee, Gouvernement, Crédit agricole S.A./ECO

RISQUES

DES RISQUES ORIENTÉS À LA BAISSÉ SUR L'ACTIVITÉ À COURT TERME,
MAIS PLUS ÉQUILIBRÉS À MOYEN TERME



LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

LA PRÉVISION EN DÉTAIL

Scénario France — Avril 2025

La croissance française dans le creux de la vague, sur fond d'incertitude mondiale exceptionnelle

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB volume, cvs-cjo (a/a, t/t, %)	1,1	1,1	0,8	1,4	-0,1	0,7	0,1	0,5	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Demande intérieure hors stocks (contribution au PIB, pp)	0,9	0,7	0,8	1,1	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	0,9	0,9	1,0	1,1	0,2	0,0	0,5	0,2	0,1	0,0	0,6	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consommation publique (a/a, t/t, %)	0,8	2,1	0,8	0,3	-0,3	0,1	0,5	0,5	0,7	0,4	0,6	0,4	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investissement total (a/a, t/t, %)	0,8	-1,5	0,0	1,8	-0,3	0,5	-0,1	-0,7	-0,7	0,1	-0,7	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,1	-0,3	-0,5	0,0	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,5	0,8	0,0	0,2	0,2	0,5	0,1	0,9	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Exportations (a/a, t/t, %)	2,5	1,1	0,9	2,8	-1,6	3,2	-0,7	0,6	-0,1	0,8	-0,8	0,4	0,2	0,2	0,4	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Importations (a/a, t/t, %)	0,7	-1,4	0,9	2,2	-2,0	1,8	-0,8	-1,8	-0,2	0,2	-0,3	0,4	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Inflation IPC (a/a, %)	4,9	2,0	1,1	1,3	6,0	5,2	4,7	3,7	2,8	2,2	1,7	1,3	1,1	0,9	1,2	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4
Inflation harmonisée, IPCH (a/a, %)	5,7	2,3	1,1	1,4	7,0	6,1	5,5	4,2	3,0	2,5	2,1	1,7	1,2	0,9	1,1	1,1	1,2	1,4	1,4	1,6
Inflation sous-jacente harmonisée, IPCH hors alimentation, énergie et tabac (a/a, %)	4,0	2,3	1,8	1,7	4,4	4,5	4,0	3,1	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9	1,6	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	1,7
Taux de chômage, France hors Mayotte (%)	7,3	7,4	7,7	7,8	7,1	7,2	7,4	7,5	7,5	7,3	7,4	7,3	7,5	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,7
Taux de chômage, France métropolitaine (%)	7,1	7,2	7,5	7,6	6,9	7,0	7,2	7,3	7,3	7,1	7,2	7,1	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5
Solde budgétaire (% du PIB)	-5,5	-5,8	-5,6	-5,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	109,8	113,0	116,3	117,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Derniers points observés : T4 2024 sauf inflation (T1 2025)

Sources : Insee, calculs et prévisions Crédit Agricole S.A./ECO (prévisions sur fond vert)

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
25/04/2025	Espagne – Automobile électrique, les défis du déploiement	Espagne
24/04/2025	Chine : le calme avant la tempête ?	Asie
24/04/2025	Royaume-Uni – Scénario 2025-2026 : droits de douane et incertitude assombrissent les perspectives	Royaume-Uni
23/04/2025	Royaume-Uni – L'inflation a baissé à 2,6% en mars mais un fort rebond est attendu en avril	Royaume-Uni
23/04/2025	Zone euro : les créations comme les défaillances d'entreprises en forte baisse début 2025	Zone euro
23/04/2025	Italie – Scénario 2025-2026 : entre le marteau et l'enclume	Italie
18/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/04/2025	Fintech Outlook T1 2025 – La tempête au printemps	Banque, fintech
17/04/2025	Corée du Sud : incendies, loi martiale et droits de douane, l'année du Serpent bleu n'a pas démarré sous les meilleurs auspices	Asie
16/04/2025	Espagne – Scénario 2025-2026 : croissance dynamique sous ciel incertain	Europe
16/04/2025	Égypte – De nouveau face à sa pyramide de dette	Afrique et Moyen-Orient
15/04/2025	Bitcoin, les fermes de la discorde	Fintech, IT
14/04/2025	France – Hausse certes, mais légère, de la détention de titres de dette américaine par les Français	France
14/04/2025	Zone euro – Scénario 2025-2026 : entre nouvelles fractures et nouvelles convergences	Zone euro
11/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/04/2025	France – Placements : comment les ménages français ont-ils utilisé leur épargne en 2023 et 2024 ?	France
08/04/2025	France – Le nombre d'entreprises économiquement actives bondit de 42% entre 2014 et 2022	France
08/04/2025	Asie – Le tsunami Trump a frappé	Asie
07/04/2025	Liberation day – Premières conclusions	Monde
07/04/2025	Union européenne – Le D-Day d'une réciprocité arbitraire	Union européenne
04/04/2025	Monde – Scénario 2025-2026 : le temps des paris	Monde

PICARD Marianne

+33 1 57 72 53 71 ☎

marianne.picard@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles
sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

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

Sécrétariat de rédaction : Véronique Champion

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

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.