ÉDITORIAL

FRANCE : 5 RAISONS D'Y CROIRE

En 2026, le gouvernement n'est pas parvenu, une nouvelle fois, à stabiliser son ratio de dette publique sur PIB en raison d'un déficit public conséquent et d'une sous-performance en termes de croissance. Selon notre analyse, celle-ci s'explique par des éléments exceptionnels. La France reste capable, de façon structurelle, de générer une croissance qui permettra une stabilisation du ratio de dette publique, dès lors que son déficit budgétaire aura été ramené à près de 3% du PIB. Elle dispose pour cela d'atouts non négligeables : 1/ une compétitivité qui s'est améliorée en termes de coûts salariaux et de coût de l'énergie ; 2/ des services qui se distinguent avec, notamment, le développement et l'usage des nouvelles technologies (dont l'IA) ; 3/ un rebond de son industrie porté par l'aéronautique, les dépenses militaires et l'électrification, appelant à davantage d'investissement ; 4/ des créations d'entreprises qui accélèrent et soutiennent l'emploi ; 5/ son attractivité aux yeux des investisseurs étrangers. Tous ces éléments structurels devraient permettre à la croissance française de rebondir et de se joindre à l'accélération attendue en zone euro en 2027.

Le gouvernement français s'apprête à présenter son projet de budget 2027[1], tandis que l'élection présidentielle se profile à l'horizon. Avant ces échéances majeures, le moins que l'on puisse dire c'est que les Français se montrent très pessimistes. La dernière enquête de la Fondation Jean Jaurès révèle que près de deux d'entre eux sur trois ne citent que des mots négatifs ; « inquiétude » et « incertitude » en tête. En outre, les trois quarts s'attendent à ce que la situation du pays se détériore.

De fait, l'économie française cumule les contretemps depuis le début de l'année. Elle a frôlé la récession au 1er semestre (contraction du PIB de 0,2% t/t au T1 et stagnation au T2), à rebours de la zone euro où la croissance hors Irlande a été stable (0,3% t/t par trimestre).

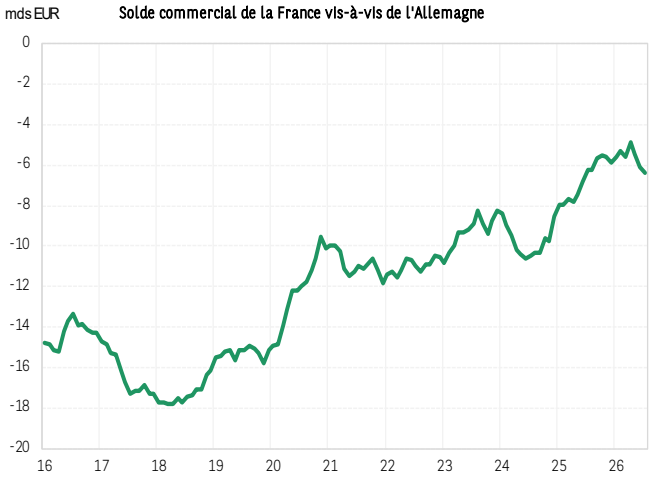
Même si des éléments exceptionnels expliquent cette sous-performance[2], celle-ci pèse sur les finances publiques (recettes moindres), tout comme un autre élément exceptionnel : le conflit en Iran[3]. En conséquence, le déficit public devrait augmenter à 5,4% du PIB en 2026 (contre 5,1% en 2025) selon le gouvernement. Le ratio de dette publique sur PIB atteindrait 119% du PIB en 2026, d'après nos prévisions, contre 115,7% en 2025.

Dans ce contexte, la capacité de la France à générer de la croissance est importante. Or, même avec une consolidation budgétaire qui devrait, par nature, peser sur la demande, nous voyons cinq raisons de croire en la capacité de l'économie française à générer une croissance résolument supérieure à celle de 2026 (0,5% selon nos prévisions).

1. UNE FRANCE PLUS COMPÉTITIVE

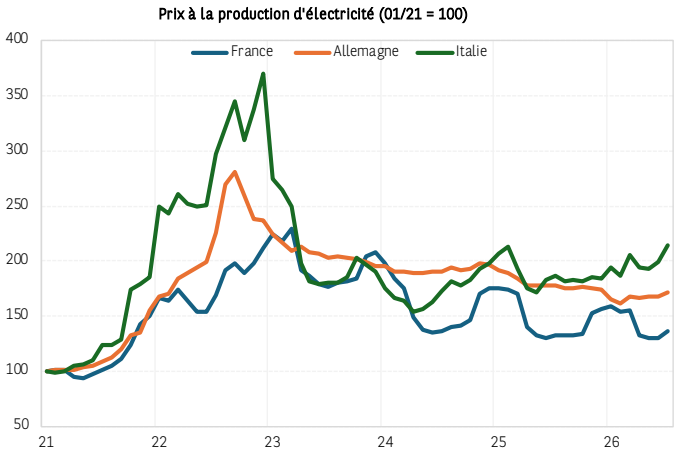
Lors de la crise de la zone euro (2012-13) la France a mis en place une politique de réduction du coût du travail à travers le CICE (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi). Celui-ci a ensuite été remplacé, au début du premier mandat d'Emmanuel Macron, par une baisse de 6pp des cotisations sociales. Ces progrès en termes de coûts salariaux subsistent aujourd'hui, tandis que l'on constate une accélération, depuis une dizaine d'années, de la croissance des salaires ailleurs en Europe, notamment en Allemagne. Parallèlement à l'amélioration relative des coûts salariaux français, le déficit commercial bilatéral vis-à-vis de l'Allemagne s'est largement réduit.

Le déficit commercial de la France vis-à-vis de l'Allemagne s'est largement résorbé



GRAPHIQUE 1 SOURCES : DOUANES, BNP PARIBAS

La France produit une électricité plus abondante et moins chère



GRAPHIQUE 2 SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

1 Nous y reviendrons, au travers d'un *EcoFlash* qui sortira le 1er octobre.
2 Le cycle électoral municipal (autour duquel l'investissement local se contracte toujours) a pesé, la baisse de la production agricole aussi (plus fortement qu'ailleurs dans la zone euro, notamment en raison du poids de la production de maïs en France).
3 Celui-ci a entraîné des dépenses additionnelles : service de la dette (obligations indexées renchéries par le rebond de l'inflation) et autres dépenses (aides au carburant, budget des opérations extérieures de l'armée).

En parallèle, la France bénéficie d'une électricité moins chère et moins sensible à la remontée du prix des hydrocarbures car générée, à près de 95% (en 2025), à partir de ressources décarbonées (nucléaire et renouvelables)[4]. De plus, l'électricité représente 27% de la consommation d'énergie en France, contre 24% dans la moyenne européenne.

2. LA FRANCE : CHAMPIONNE D'EUROPE EN MATIÈRE DE SERVICES, Y COMPRIS DANS LA TECH, ET DE RÉVISION À LA HAUSSE DES CHIFFRES DE CROISSANCE

Les services représentent près de 80% du PIB français, soit nettement plus que dans les autres grands pays de la zone euro. La France fait la course en tête au sein de l'Union européenne dans plusieurs secteurs, dont les services financiers, la logistique et la tech. Cela se traduit par un excédent de près de 1,7% du PIB sur les échanges de services qui compense un déficit extérieur sur les biens équivalent. Cette longueur d'avance explique aussi un investissement dans les produits à propriété intellectuelle de l'ordre de 5,5% du PIB en 2025, le plus élevé parmi les principaux pays européens.

En outre, près d'un Français sur deux utilise désormais l'IA, contre moins d'un tiers aux États-Unis, selon une étude du Microsoft AI Economy Institute. La France est le 4e pays du monde dans ce domaine. En Europe, elle est devancée seulement par l'Irlande (où se concentrent de nombreuses entreprises du secteur). L'ensemble des atouts de la France (énergie, culture du digital) la place en tête des destinations pour les investissements dans l'intelligence artificielle en Europe, notamment les centres de données (des annonces ont été faites lors du dernier sommet *Choose France*).

La France est, en outre, le pays qui révise le plus à la hausse les chiffres de croissance. Dans une étude récente, nous avons montré que les révisions *a posteriori* (les comptes nationaux ne sont définitifs que 30 mois après la fin d'une année civile) y étaient significatives. Ce phénomène est probablement lié au poids de la tech dans l'investissement des entreprises françaises, dont l'impact sur l'activité est plus facile à mesurer avec un peu de recul.

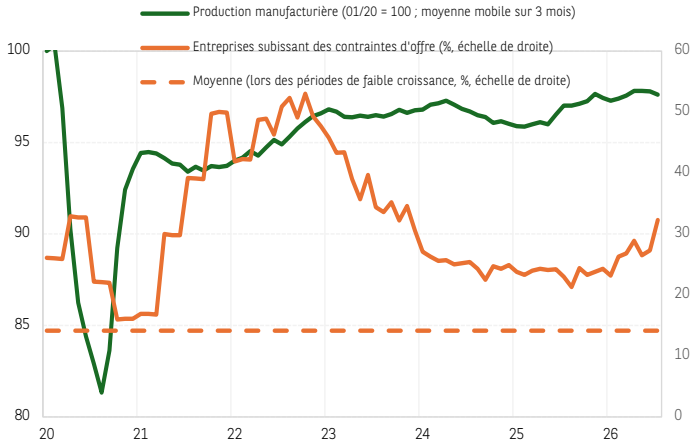
3. UN REBOND DE L'INDUSTRIE, TEMPORAIREMENT RALENTI PAR LES CONTRAINTES D'OFFRE

Le rebond industriel français est réel. Il est soutenu par le renforcement des avantages comparatifs français dans l'aéronautique et les équipements électriques, notamment. Il s'appuie sur une demande mondiale en hausse pour ces biens et une dynamique européenne qui accélère depuis quelques trimestres. Ainsi, les exportations françaises de biens ont augmenté de 5% sur les premiers mois de 2026 par rapport à la même période de 2025.

La reprise industrielle est toutefois contrariée par la difficulté des entreprises à répondre à la demande. Depuis la fin de la pandémie de Covid-19, la production industrielle rebondit par à-coups. Le dernier d'entre eux a permis à la croissance française de surperformer entre le 2e et le 4e trimestres 2025 lorsque la production aéronautique a subitement augmenté de près de 20%. L'accroissement des objectifs de livraison des principales entreprises du secteur aurait pu porter une nouvelle croissance. Cette dernière ne s'est pas concrétisée : la production manufacturière a diminué de 1,2% sur les trois derniers mois pour lesquels des données ont été publiées (mai-juillet) par rapport aux trois mois précédents.

La production des entreprises dont les carnets de commande sont les plus remplis (aéronautique, équipements électriques et électroniques) a été limitée par une nette hausse des contraintes d'offre.

Le retour des contraintes d'offre a interrompu le rebond industriel



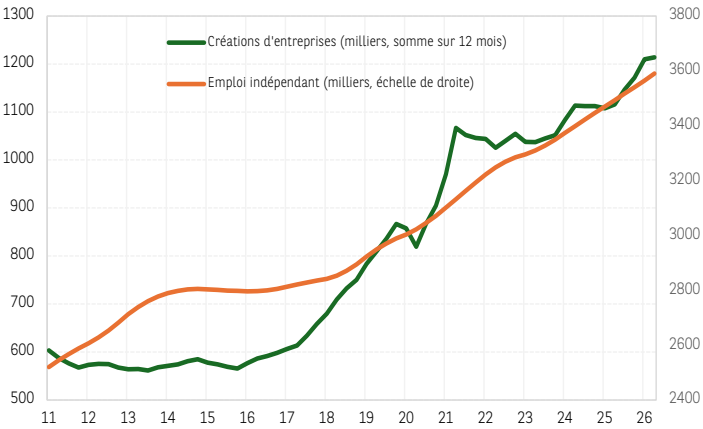
GRAPHIQUE 3 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

La capacité de production des entreprises industrielles leur permet moins qu'avant de répondre à la demande, en raison à la fois de pénuries de main d'œuvre qualifiée et du nombre insuffisant de lignes de production. Cette situation appelle à davantage d'investissement. La bonne nouvelle est que les intentions d'investissement ont nettement rebondi, selon la dernière enquête trimestrielle de l'Insee, dans l'industrie.

4. LA DYNAMIQUE ENTREPRENEURIALE EST FORTE ET SOUTIENT L'EMPLOI

Lorsque la France enregistre une période de récession ou de croissance faible, les créations d'entreprises ont tendance à faire de même. Cela a été le cas lors de la crise de la zone euro de la première moitié des années 2010, mais ce n'est pas ce que l'on observe en 2026. Les créations d'entreprises ont même vu leur croissance accélérer depuis le début de l'année 2026, à +12% a/a. Elles augmentent, de fait, davantage dans les secteurs liés au numérique (+46% a/a) qui bénéficient de la vague d'innovation liée à l'IA. Mais elles progressent également ailleurs, comme dans le commerce (+13%) ou la construction (+9%).

Un développement concomitant des créations d'entreprises et de l'emploi indépendant



GRAPHIQUE 4 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

4 À l'exception de 2022 (maintenance des centrales nucléaires).

Les créations d'entreprises augmentent même plus rapidement que les défaillances d'entreprises (+5% a/a au 1er semestre), la hausse de ces dernières s'expliquant par la vigueur des premières en grande partie.

L'augmentation des créations d'entreprises est perceptible parmi les sociétés (+5%) et davantage encore parmi les microentreprises (+16%). Cela reflète le développement du travail indépendant. S'il est vrai que l'emploi salarié accuse une légère baisse depuis deux ans (80 000 destructions nettes), une partie de ce fléchissement est liée à la progression concomitante de l'emploi indépendant (204 000 créations nettes) tant et si bien qu'au total, la France a continué de créer des emplois et le taux d'emploi atteint des records historiques.

5. UNE FRANCE TOUJOURS ATTRACTIVE POUR LES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS

On pourrait penser qu'attractivité et incertitude ne font pas bon ménage. Cette dernière a nettement augmenté à la suite de la dissolution de l'Assemblée nationale en juin 2024 selon les estimations de la Banque de France et de l'Insee. Toutefois, la France reste en tête du palmarès européen dans les classements internationaux en matière d'attractivité. Le baromètre annuel EY note une diminution du nombre de projets en 2025 (-17%) mais la France conserve sa première place pour la 7e année consécutive. De plus, dans un contexte européen où le nombre d'emplois par projet recule nettement (-25%), il s'est globalement maintenu en France (-4%). C'est le signe que même si les investissements sont un peu moins nombreux, leur empreinte sur l'économie française se maintient.

L'attractivité de la France s'explique notamment par le développement des services, ainsi que par la qualité de ses infrastructures et de ses capacités logistiques (avec notamment des *hubs* de transport, souvent à l'échelle européenne). De plus, alors que la France bénéficie déjà d'un écosystème d'entreprises de la tech riche, le pays est bien positionné pour attirer des investissements étrangers dans l'IA (coût de l'énergie faible, main-d'œuvre qualifiée).

*****

La croissance française devrait retrouver en 2027 un niveau plus en adéquation avec ses forces (notre prévision est de 1%). Étant donné les conditions prévalant en termes de taux d'intérêt, c'est une condition nécessaire à la stabilisation du ratio de dette publique dès lors que le gouvernement parviendra à ramener le déficit public à 3% du PIB.

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com