

CROISSANCE ET FINANCES PUBLIQUES : GARDER LE CAP

Depuis son rebond au T2 2025, la croissance française a été relativement soutenue. Elle devrait l'être restée et le serait aussi au T1 2026, soutenue notamment par des achats de précaution. Au T2, elle accuserait le coup de l'accélération de l'inflation. La consommation des ménages devrait être pénalisée par une détérioration du pouvoir d'achat, tandis que le soutien des finances publiques devrait être plus modéré qu'en 2022. Toutefois, la croissance française devrait conserver des lignes de force, liées notamment à l'investissement public (français et européen) dans l'armement et privé dans l'IA. Au global, nous révisons nos prévisions de croissance à 1% en 2026 (-0,3pp) et 1,1% en 2027 (-0,2pp) et celles d'inflation à 2,4% en 2026 (+1,3pp) et 1,9% en 2027 (+0,4pp), mais maintenons nos prévisions de déficit public à 5% du PIB en 2026 et 4,5% en 2027.

CROISSANCE : ENTRE IMPACT DE L'INFLATION ET BONNE TENUE DE L'INVESTISSEMENT ET DES EXPORTATIONS

Les planètes s'étaient alignées pour que 2026 soit une bonne année pour la croissance. Le rebond de la production dans l'aéronautique et la mise en œuvre des plans de réarmement européens devaient soutenir les exportations. La transmission plus nette de l'assouplissement monétaire de la BCE au taux des crédits au secteur privé non financier avait bénéficié à l'investissement. Après plusieurs mois de croissance des salaires supérieure à celle de l'inflation, la croissance de la consommation des ménages s'accélérait. Enfin, le budget adopté en février laissait augurer d'une bonne tenue de la consommation et de l'investissement publics.

Avec le conflit en Iran, c'est sur la demande intérieure privée que les risques à la baisse sont les plus prononcés. L'augmentation du prix du pétrole pèse sur le pouvoir d'achat des ménages, ce qui devrait se répercuter sur leurs intentions de dépense, avec la possibilité d'un repli de la consommation des ménages au 2^e trimestre.

La remontée de l'incertitude et de l'inflation ont déjà pesé sur les taux d'intérêt (hausse de 15 pb des taux des crédits aux entreprises non financières entre août 2025 et février 2026). Une remontée du taux directeur de la BCE reste incertaine. Les perspectives d'investissement du secteur privé en seraient altérées, mais pas remises en cause. L'investissement des entreprises augmenterait à la fois dans les services et dans la construction (IA et centres de données). Celui des ménages bénéficierait principalement à l'entretien/rénovation (bonne tenue des transactions dans l'ancien) et dans une moindre mesure au neuf (léger rebond des mises en chantier). L'investissement public (+2,1% en 2025) continuerait de croître, soutenu par les efforts de décarbonation des bâtiments, de réarmement et l'investissement serviciel.

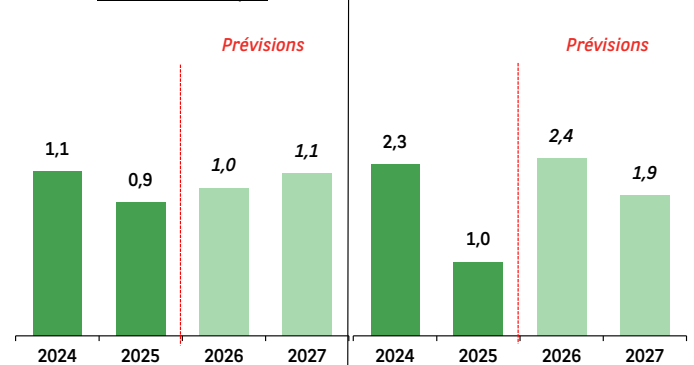
Au global, le climat des affaires s'est pour le moment maintenu. Il est soutenu par la situation dans l'industrie, qui bénéficie notamment de la commande publique (plan de réarmement) et d'une bonne tenue des exportations, qui devraient perdurer.

COMMERCE EXTÉRIEUR : BULLETPROOF ?

La France bénéficie depuis la mi-2025 du rebond de ses exportations de biens, notamment dans l'aéronautique, la défense, la pharmacie et les intrants industriels (électronique). La dynamique s'est poursuivie en janvier et février 2026, contribuant à la restauration de l'équilibre du compte courant (après un déficit de EUR 12,5 mds en 2025, soit -0,3% du PIB). Les gains à l'exportation sont réalisés principalement intra-UE, en premier lieu en Allemagne, et devraient apporter un soutien conséquent à la croissance du PIB.

Croissance et inflation

Croissance du PIB, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Cette dynamique devrait perdurer malgré la guerre en Iran, car elle provient de secteurs industriels qui y sont peu exposés. De plus, elle dépend d'une demande publique en croissance en raison des plans de réarmement européens (qui sont loin de se limiter au plan allemand, voir notre analyse) ou d'investissements peu sensibles au cycle (IA).

CRÉDITS : UNE BONNE DYNAMIQUE QUI POURRAIT SE TASSER

Le taux des nouveaux crédits à l'habitat aux ménages a augmenté de 10 bp au T1 2026. Une hausse modeste mais qui contraste avec une stabilité, autour de 3%, en 2025.

Malgré un contexte très concurrentiel, notre scénario de taux (taux du marché monétaire et swap) suggère une légère augmentation des taux moyens des prêts à l'habitat au T2, et probablement plus marquée au-delà. En parallèle, les nouveaux crédits mensuels se sont stabilisés depuis le T2 2025, évoluant autour du niveau modéré de EUR 12,5 mds, avant de fléchir légèrement au T1 2026 (EUR 12 mds). Une hausse des taux pèserait mécaniquement. La croissance de l'encours est donc modeste (+0,2% a/a en février) du fait de flux de remboursements élevés en lien avec l'abondance de la production nouvelle durant la période de taux bas. Sous l'effet de la détérioration de la capacité d'achat immobilière des ménages, les volumes de transactions devraient s'infléchir et les prix se stabiliser au cours des prochains trimestres.

Les crédits à l'investissement aux entreprises restent dynamiques au T1 2026 et sont principalement tirés par l'accélération des crédits immobiliers (respectivement +4,6% a/a et +5,5% a/a en février).



Les financements de marché ne sont pas en reste et augmentent de 6,1% a/a, sur fond de légère baisse du coût des émissions de titres de dettes (-9 pb m/m). La hausse à venir des taux de marché serait de nature à rendre le financement bancaire plus attractif. La rentabilité des projets d'investissements pourrait néanmoins s'éroder, mais pas assez pour les remettre en cause.

INFLATION ET CONSOMMATION NE FONT PAS BON MÉNAGE

L'inflation harmonisée a atteint un point bas en janvier 2026 (0,4% a/a) qui augurait d'une amélioration du pouvoir d'achat des ménages et laissait entrevoir un rebond de leurs dépenses. On ne savait pas, alors, que la période qui avait vu les salaires progresser plus vite que l'inflation (de 2 points en cumul sur 2024-25) touchait à sa fin. L'inflation harmonisée s'est accélérée en mars à 1,9% a/a sous l'effet de la hausse des prix du carburant. Dès le T2, elle serait donc supérieure à la croissance des salaires. Même si l'inflation devrait, selon nos prévisions, moins augmenter qu'en 2022-23 (pic anticipé à près de 3% début 2027, contre 7,3% en février 2023) et moins se diffuser aux biens et aux services, le pouvoir d'achat des ménages devrait aussi être moins protégé qu'en 2022-23. Selon nos calculs, les mesures adoptées à l'époque avaient évité (à leur pic) près de 2,5 points d'inflation, alors que cette fois le support devrait être plus faible – le gouvernement privilégiant des mesures ciblées afin d'éviter de creuser le déficit public. Selon nos prévisions, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut se contracterait de 0,3% (contre un gain de +0,4% en 2022, malgré l'inflation de près de 6% selon la mesure harmonisée). En conséquence (et malgré une baisse du taux d'épargne de 18,1% en 2025 à 17,5% en 2026), la consommation privée ne progresserait que de 0,5% en 2026 (comme en 2025), contre un rebond de 1% anticipé avant le conflit en Iran. La croissance du PIB s'en trouverait amputée de près d'un quart de point.

MARCHÉ DU TRAVAIL : DÉTÉRIORATION MODÉRÉE

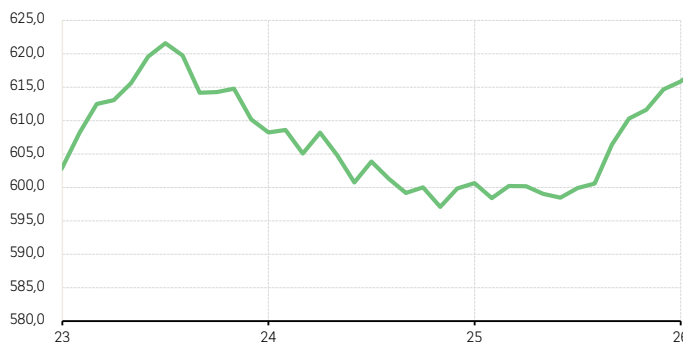
Le léger repli de l'emploi salarié en 2025 (-0,2% a/a au T4, contre +0,2% a/a au T4 2024) a suivi le point bas enregistré en termes de croissance (0,7% a/a au T1 2025) et engendré un léger rebond du taux de chômage (7,9% au T4 contre 7,3% un an plus tôt). En 2026, le taux de chômage augmenterait, à 8,2%, sous le poids d'une remontée du chômage des jeunes. Une détérioration modérée qui devrait limiter celle de la confiance des ménages. Une situation cohérente également avec la poursuite de la modération des pressions salariales : ainsi, comme en 2022, les marges des entreprises seraient soutenues par un recul des salaires réels (bien que dans une moindre ampleur), compensant en partie l'impact de la hausse du prix du pétrole. Ce phénomène devrait perdurer jusqu'à mi-2027. En effet, même si une augmentation du SMIC devrait intervenir dès mai (l'indice des prix ayant progressé de 2% par rapport à fin 2025), l'imparfaite indexation des salaires à mesure que l'on s'en éloigne suggère que les salaires réels devraient se contracter à cet horizon.

FINANCES PUBLIQUES : LEUR CONSOLIDATION RESTE LE CAP

Le déficit public a atteint 5,1% du PIB en 2025, une amélioration plus marquée par rapport à son niveau en 2024 (5,8%) que dans la cible du gouvernement (5,4%), liée à un rebond des prélèvements obligatoires de 0,8pp (43,6% en 2025, voir notre analyse). En 2026, le déficit public serait conforme à la cible de 5% du gouvernement. Les conséquences du choc énergétique devraient en effet annihiler la marge de manœuvre budgétaire qui était apparue au terme de la bonne performance de 2025, notamment en raison d'un surcroît de 0,1 point du service de la

Les exportations françaises rebondissent nettement depuis la mi-2025

Somme sur 12 mois, en Mds EUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DOUANES, BNP PARIBAS

dette (principalement en raison de l'impact de l'inflation sur les obligations indexées). La hausse des taux obligataires ne jouerait que très marginalement à la hausse sur ce dernier, en raison de la maturité moyenne élevée (8 ans et demi) de la dette.

Les annonces de soutien face au choc inflationniste atteignent, pour l'heure, EUR 400 M (moins de 0,1% du PIB). En l'absence de marge de manœuvre, le gouvernement a annoncé que toute mesure supplémentaire serait compensée par des économies équivalentes. L'augmentation du budget de la défense et de la charge de la dette (+0,6 point de PIB à elles deux) devraient empêcher une diminution du ratio de dépenses publiques (qui se stabiliserait à près de 57% du PIB en 2026 et 2027). En conséquence, la réduction du déficit public reposerait, une nouvelle fois, sur le rebond des prélèvements obligatoires, qui retrouveraient, fin 2027, leur niveau pré-Covid (44,4% du PIB). La réduction du déficit public à un rythme moyen de 0,5 point de PIB par an permettrait de ralentir l'augmentation de la dette publique (115,6% du PIB en 2025, +3pp a/a) avant de la stabiliser à près de 120% du PIB en 2030, lorsque le déficit budgétaire reviendrait à la cible de 3% du PIB.

Stéphane Colliac et Thomas Humblot

Achevé de rédiger le 21 avril 2025



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change