FRANCE

LA CROISSANCE PLIE, MAIS NE ROMPT PAS

La croissance française enregistre, en 2026, une sous-performance pour partie liée à la multiplication d'éléments exceptionnels. En 2027, elle rebondirait à 1% (contre 0,5% en 2026), soutenue par l'augmentation de la demande externe (notamment européenne). Les entreprises et les ménages semblent jusqu'ici amortir relativement bien la remontée de l'inflation, même si elle se poursuivrait pendant quelques mois (nous prévoyons 2,3% d'inflation en 2027, après 2,4% en 2026). La principale problématique concerne la consolidation budgétaire, compliquée par la faible croissance observée en 2026, et qui resterait progressive. Ainsi, la dette publique devrait continuer d'augmenter avec un risque modéré à la hausse en raison de la remontée des taux obligataires souverains.

CROISSANCE : VERS UN REBOND ?

La France a frôlé la récession au 1er semestre 2026 en raison d'éléments exceptionnels : la baisse de l'investissement public (habituelle à l'approche des élections municipales), celle de la production agricole et l'inflation énergétique.

L'évolution des dépenses publiques (investissement et consommation) est notable. La contribution de ces dernières à la croissance diminue depuis 2025 (0,3 pp après 0,6 en 2024), une tendance qui devrait se poursuivre en 2026 et 2027 (à hauteur de 0,2 pp). Cette tendance baissière est particulièrement marquée pour l'investissement public (+5,2% en 2024, +2,7% en 2025, prévision de -1,6% en 2026), pour lequel les perspectives restent négatives.

L'investissement des entreprises devrait rebondir après un repli au 1er semestre. Les carnets de commandes se reconstituent, notamment à l'exportation (*voir ci-dessous*) et les intentions d'investissement rebondissent selon l'Insee. Affecté durant les premiers mois du conflit en Iran, le climat des affaires s'est de nouveau rapproché, en août 2026, de son niveau pré-dissolution (comme il l'avait fait entre décembre 2025 et février 2026). Le choc énergétique a, pour l'heure et contrairement à 2022, peu affecté le prix de l'électricité. Ainsi, les marges des entreprises ont été stables au T2 2026, à 31,5% (elles avaient diminué de 1 point au même moment en 2022).

Les ménages semblent également avoir mieux absorbé le choc inflationniste que redouté, avec un rebond de la consommation au T2. La croissance de cette dernière serait assez stable entre 2025 et 2027 (+0,5% chaque année), grâce notamment au momentum favorable sur l'automobile électrique. *A contrario*, l'investissement des ménages (en repli au 1er semestre) continuerait de s'éroder, pénalisé par la remontée modérée des taux d'intérêt.

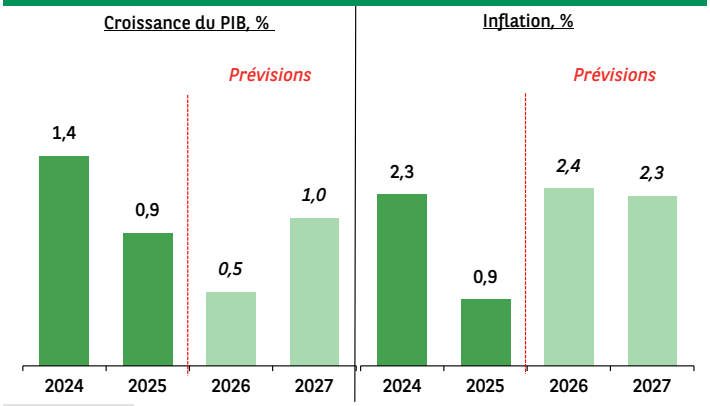
UN POTENTIEL INDUSTRIEL LIMITÉ PAR LES CONTRAINTES D'OFFRE

La production industrielle a rebondi depuis la mi-2025, tirée par l'aéronautique (production en hausse de 15,5% sur les 12 mois qui ont suivi). Ce rebond est plus modéré dans les autres secteurs, mais bien réel dans les biens d'équipement électriques (+2,5%) et électroniques (+4,2%), ainsi que pour certains intrants (métallurgie : +1,8%).

Ce rebond est tiré par les exportations, surtout celles à destination de l'Europe. Il est alimenté par les plans d'investissement dans la défense (voir notre analyse), les infrastructures en Allemagne et la demande liée à l'électrification (IA, énergie, automobile électrique).

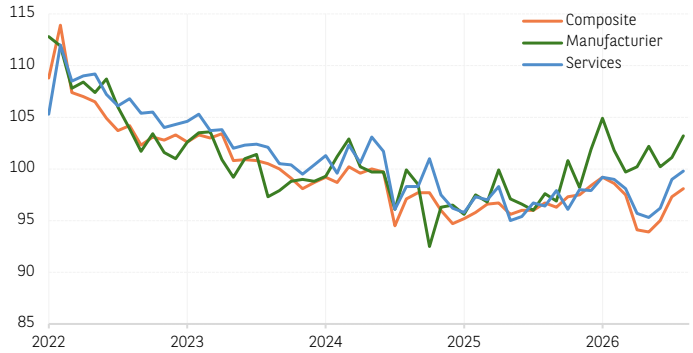
Toutefois, ce rebond de la production industrielle s'est essoufflé au cours des derniers mois (-1,2% en juillet, 3 mois sur 3 mois), malgré des carnets de commande mieux remplis. Les contraintes d'offre ont augmenté au 1er semestre, alors que dans le même temps l'investissement des entreprises se contractait (revenant au T2 2026 à son niveau du T2 2024).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Le climat des affaires a bien absorbé le choc inflationniste



GRAPHIQUE 2 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

FINANCEMENT : LA DEMANDE DES ENTREPRISES RÉSISTE, LES ENCOURS AUX MÉNAGES SONT STABLES

En juin, les crédits à l'investissement aux entreprises (+4,5% a/a) ont été tirés par les crédits immobiliers (+5,1% a/a), ceux à l'équipement ayant été moins dynamiques (+4,1% a/a). Les financements de marché ont été vigoureux aussi en glissement annuel (+4,8%) mais en repli sur le mois. Une nouvelle phase de remontée des taux semblant amorcée, la croissance des financements aux entreprises pourrait se tasser. L'incertitude politique devrait également peser mais les investissements

resteraient soutenus par ceux dans la technologie, la transition énergétique et la défense.

L'investissement des ménages pourrait être freiné par la hausse du coût des nouveaux crédits à l'habitat, qui devrait augmenter plus sensiblement au S2 2026, après une première hausse observée en juin-juillet de 3,1 à 3,17%. Il est à noter que le taux d'intérêt moyen est resté stable à 3,1% jusqu'en mai, malgré la hausse des taux courts et longs de marché. En effet, l'augmentation de ces derniers découle de celle du taux souverain, qui n'a pas d'influence directe sur le coût des ressources bancaires (dans certaines limites). Notre scénario de poursuite de la hausse des taux directeurs suggère que le taux des nouveaux crédits à l'habitat devrait suivre. Les flux de nouveaux crédits, dont le niveau était faible en juillet (EUR 11 mds contre environ EUR 12,5 mds entre mars 2025 et mars 2026), manqueraient ainsi de relais de croissance. L'encours continuerait d'augmenter peu (moins de 0,3% a/a en juin 2026) en raison de flux de remboursements toujours élevés, en lien avec l'abondance de la production nouvelle durant la période de taux bas. La détérioration de la capacité d'achat immobilière des ménages pèserait sur les volumes de transactions et, à terme, sur les prix des logements.

LA DÉTÉRIORATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL RESTE MODÉRÉE

La hausse du taux de chômage depuis deux ans (+0,9pp à 8,3% au T2 2026) traduit la détérioration progressive du marché du travail. Celle-ci s'explique par l'atonie de l'emploi salarié privé (101 000 destructions nettes sur la période), que la création de 20 000 emplois publics n'a pas compensé. Ce refroidissement provient principalement de la construction (près de 50 000 destructions nettes). L'industrie, malgré le rebond des carnets de commande, a détruit des emplois (-26 000), les secteurs porteurs peinant à recruter. L'emploi indépendant (204 000 créations nettes depuis deux ans) a, en parallèle, continué de porter l'emploi total (103 000 créations nettes). Les prochains mois devraient témoigner des mêmes tendances. Le taux de chômage atteindrait 8,5% fin 2026 et culminerait à 8,7% mi-2027.

INFLATION : UNE HAUSSE RELATIVE

La France a abordé le conflit en Iran avec une inflation harmonisée basse : 1,1% a/a en février 2026, 0,8 pp en deçà de la moyenne de la zone euro, une hiérarchie qui s'est maintenue depuis. Si l'inflation française a atteint 2,7% en août, sa composante sous-jacente reste inférieure à 2%, alors qu'elle y est supérieure en zone euro.

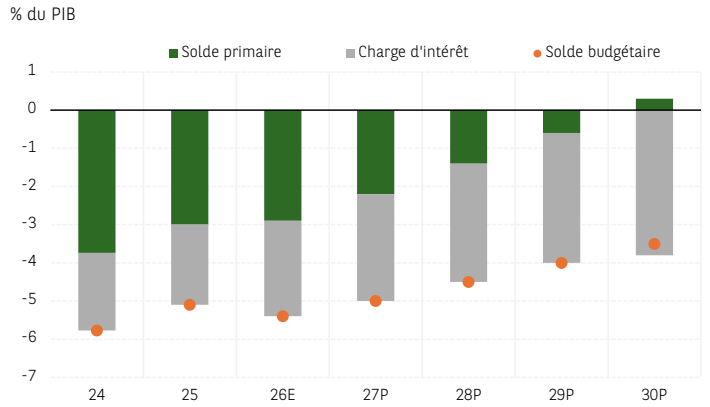
Pour autant, le pouvoir d'achat des ménages devrait se contracter de 0,5% en 2026 avant de se stabiliser en 2027. La croissance des salaires n'a pas accéléré pour le moment (en dehors du SMIC : +2,4% en juin) et elle est devenue inférieure à l'inflation au T2 2026 pour la première fois depuis deux ans. De plus, contrairement à 2022, les aides gouvernementales ont assez peu compensé cette inflation, en raison d'un choc moindre et de marges de manœuvre budgétaires plus limitées qu'à l'époque.

D'après nos prévisions, l'inflation atteindrait son pic entre fin 2026 et début 2027, à 3,4% a/a, avant un reflux lié à la modération de l'inflation énergétique. Elle resterait inférieure à la moyenne européenne, notamment si la production et le prix de l'électricité continuent de peu dépendre du gaz (comme c'est le cas jusqu'ici en 2026 contrairement à 2022).

LE TEMPS JOUE CONTRE LES FINANCES PUBLIQUES FRANÇAISES

La France bénéficie encore aujourd'hui d'un taux d'intérêt effectif (le taux moyen payé sur la totalité de la dette publique) à peine supérieur à 2%. Avec une maturité moyenne de près de 8 ans et demi, une partie de la dette continue de porter un taux proche de zéro. Ainsi, la charge de la dette ne représenterait « que » 2,5% du PIB en 2026 (2,1% en 2025). Toutefois, avec des taux à 10 ans aujourd'hui supérieurs à 4%, l'augmentation de la charge n'est qu'une question de temps (nous l'anticipons à 4% du PIB en 2030).

L'augmentation de la charge d'intérêt va peser sur le déficit public



GRAPHIQUE 3 SOURCES : MACROBOND, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Cette hausse et celle du budget de la défense seront, en cumul, de près de 0,5pp par an d'ici à la fin de la décennie, ce qui compliquera la réduction du déficit public. Après une baisse en 2025 (de 5,8 à 5,1% du PIB), 2026 devrait marquer, selon nos prévisions, une dégradation modérée du déficit public (à 5,4% du PIB), due à la hausse supplémentaire de la charge de la dette liée à l'inflation (en raison des obligations indexées) et à la croissance plus basse que prévu.

Dans son projet de budget pour 2027, le gouvernement prévoit de réduire le déficit à 5% du PIB, avec un effort plus réparti que les années précédentes (pour la première fois les retraités seraient mis à contribution à hauteur de EUR 6 mds). Toutefois, en l'absence de majorité à l'Assemblée nationale, la consolidation devrait rester modérée. Le ratio de dette publique atteindrait 121% du PIB en 2027 (après 115,7% en 2025 et 119% prévus en 2026).

Le prochain gouvernement issu des élections de 2027 pourrait amender ce budget. L'effet sur le déficit public serait toutefois modéré par la date de mise en œuvre de ces mesures (pas avant juillet). Au-delà, la plupart des candidats à l'élection présidentielle promettent un retour à un déficit à 3% du PIB pour 2032 (que nous envisagions pour 2030). Sous cette hypothèse, le ratio de dette publique atteindrait alors près de 124% du PIB.

Avec la remontée des taux longs actuelle, il existe un risque pour que le service de la dette augmente davantage, tout comme le ratio de dette publique. À 4,5% le 14 septembre, le taux à 10 ans est supérieur de 50 pb à notre scénario de fin de T3. Si ce surcroît de 50 pb devait être permanent, le service de la dette additionnel serait de 0,05 pp en 2027 et 0,25pp en 2030, soit au total 4,25% du PIB. Le ratio de dette publique serait réhaussé de 0,8pp (et de 1pp en 2032). Afin d'éviter ce surcroît de déficit et de dette, un effort supplémentaire serait requis sur le solde primaire (équivalant à la charge additionnelle sur la dette, soit 0,25pp par exemple en 2030).

Achevé de rédiger le 17 septembre 2026

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com
Thomas Humblot
thomas.humblot@bnpparibas.com