

# Déficit de confiance

## Perspectives 2025-2026 pour l'économie française

Département analyse  
et prévision  
Sous la direction d'Éric Heyer  
et de Xavier Timbeau

Dans un contexte politique particulièrement incertain, le PIB augmenterait de 0,7 % cette année et de 0,7 % également en 2026. Ce scénario repose sur l'hypothèse de l'adoption d'un budget pour 2026 cohérent avec le programme de stabilité de moyen terme (PSMT). Si la France se trouvait dans l'incapacité d'adopter un budget ou alors un budget très différent de la trajectoire envoyée à la Commission en avril 2025, notre prévision serait amenée à être révisée, tant en raison des effets attendus de la politique budgétaire que de ceux liés à l'incertitude ou à l'évolution des taux. Dans un environnement marqué par l'incertitude, l'investissement des entreprises continuerait à s'ajuster en 2025 et 2026 (-1,3 % en 2025 et -1,7 % en 2026) et l'emploi salarié marchand se contracterait, amplifié par la réduction du soutien des politiques de l'emploi. L'emploi total diminuerait de 160 000 sur la période 2025-2026 et le taux de chômage progresserait de 7,5 % à la mi-2025 à 8,2 % à la fin 2026. Le pouvoir d'achat des ménages augmenterait légèrement en 2025 (+0,6 % par unité de consommation) avant de se contracter en 2026 (-0,4 %) et le taux d'épargne, marqué par une sur-épargne financière historiquement élevée, se réduirait de façon modérée. Il atteindrait 18 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2026 (contre 18,9 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2025), ce qui reste un niveau largement supérieur à celui pré-Covid. Sous l'hypothèse de l'adoption d'un budget aligné sur l'effort structurel du rapport d'avancement annuel, le déficit public de la France passerait de 5,4 % en 2025 à 5 % du PIB en 2026 (après 5,8 % en 2024). Malgré cette baisse, la dette publique augmenterait significativement entre 2024 et 2026, passant de 113,2 % du PIB en 2024 à 117,6 % en 2026.

\* Cette analyse s'appuie sur le travail de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Clémence Briodeau, Sandra Daudignon, Magali Dauvin, Pierre Madec, Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles jusqu'au 13 octobre 2025.

II. Perspectives 2025-2026 pour l'économie française

6. Synthèse : Déficit de confiance . . . . . 55

6.1 Pas de récession mais une croissance en baisse . . . . . 55

7. La consolidation budgétaire et l'incertitude amputent la croissance en 2025 et 2026 . . . . . 59

7.1 La croissance ne dépasserait pas 0,7 % par an en 2025 et en 2026 . 59

7.2 Une croissance trimestrielle atone . . . . . 62

8. L'incertitude politique pèse sur l'activité. . . . . 67

8.1 De la dissolution de juin 2024 aux censures . . . . . 67

8.2 Effet de l'incertitude : une modélisation originale . . . . . 68

9. Un marché du travail malmené . . . . . 69

9.1 Emploi en recul, productivité en reprise . . . . . 69

9.2 Vers une remontée du chômage : +0,7 point d'ici 2026 . . . . . 73

9.3 Pas de soutien des politiques de l'emploi. . . . . 74

10. Des ménages inquiets, une épargne élevée . . . . . 77

10.1 Une inflation faible . . . . . 77

10.2 Un pouvoir d'achat des ménages en berne en 2026 après une légère hausse en 2025. . . . . 78

10.3 Le taux d'épargne reste élevé mais devrait baisser au cours des prochains trimestres . . . . . 79

10.4 L'investissement des ménages retrouve progressivement des couleurs . . . . . 84

11. Les entreprises sont fébriles . . . . . 87

11.1 Investissement en services, désinvestissement en construction . . 87

11.2 Vers une réduction du taux d'investissement. . . . . 87

12. La difficile baisse du déficit . . . . . 91

13. Commerce extérieur : un rebond contrarié . . . . . 97

13.1 Le rebond du commerce extérieur a fortement contribué à la croissance en 2023 et 2024 . . . . . 97

13.2 Un trou d'air au premier semestre 2025 . . . . . 97

13.3 Vers un rebond technique au deuxième semestre dans un contexte marqué par la guerre commerciale . . . . . 98

## 6. Synthèse : Déficit de confiance

---

Dans un contexte politique particulièrement incertain, la France devrait connaître une croissance modeste pour la deuxième année consécutive. Échappant cependant à la récession, le PIB augmenterait de 0,7 % cette année et de 0,7 % également en 2026. Ce scénario repose sur l'hypothèse de l'adoption d'un budget pour 2026 cohérent avec le programme de stabilité de moyen terme (PSMT). Si la France se trouvait dans l'incapacité d'adopter un budget ou alors un budget très différent de la trajectoire envoyée à la Commission en avril 2025, notre prévision serait amenée à être révisée, tant en raison des effets attendus de la politique budgétaire que de ceux liés à l'incertitude ou à l'évolution des taux.

### 6.1. Pas de récession mais une croissance en baisse

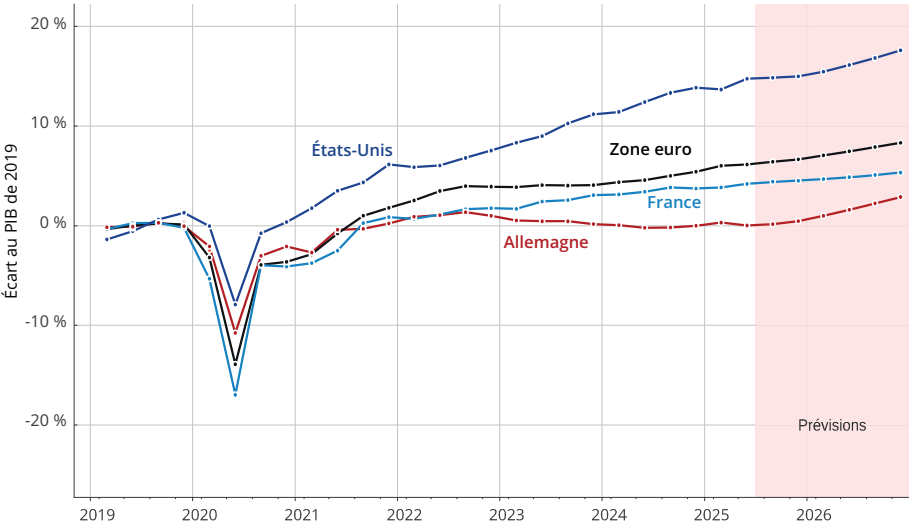
À la mi-2025, le PIB de l'économie française se situait 4,2 % au-dessus de son niveau pré-Covid (par rapport à la moyenne de 2019), soit une performance bien au-dessus de l'Allemagne (0,0 %) mais légèrement en deçà de la zone euro (6,1 %) (graphique 6.1). L'écart entre la France et la zone euro s'est creusé depuis un an, le PIB de l'Hexagone connaissant une croissance de 0,8 % en glissement annuel au 2<sup>e</sup> trimestre 2025, contre 1,4 % en moyenne dans la zone euro. Si la France a échappé à la récession, l'incertitude politique depuis plus d'un an a, en revanche, pesé sur la performance française. Sur 2024-2025, nous estimons qu'elle amputerait le PIB de la France de -0,5 point<sup>1</sup>.

Au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2025, la croissance a changé de nature (voir tableau 7.2). Tirée depuis deux ans par l'amélioration du commerce extérieur (contribution de 2,1 points à la croissance du PIB sur 2023-2024) ainsi que la consommation et l'investissement publics (contribution de 1,1 point), la croissance des six premiers mois de 2025 a été clairement liée au restockage des entreprises apportant

---

1. Pour plus de détails sur la méthode d'estimation, voir R. Sampognaro, 2024, « Effet d'un choc d'incertitude sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

Graphique 6.1. Écart au PIB de 2019



Note : Écart du PIB en volume aux prix chaînés par rapport à la moyenne de 2019.  
Sources : Eurostat, INSEE, Destatis, BEA, prévision OFCE octobre 2025.

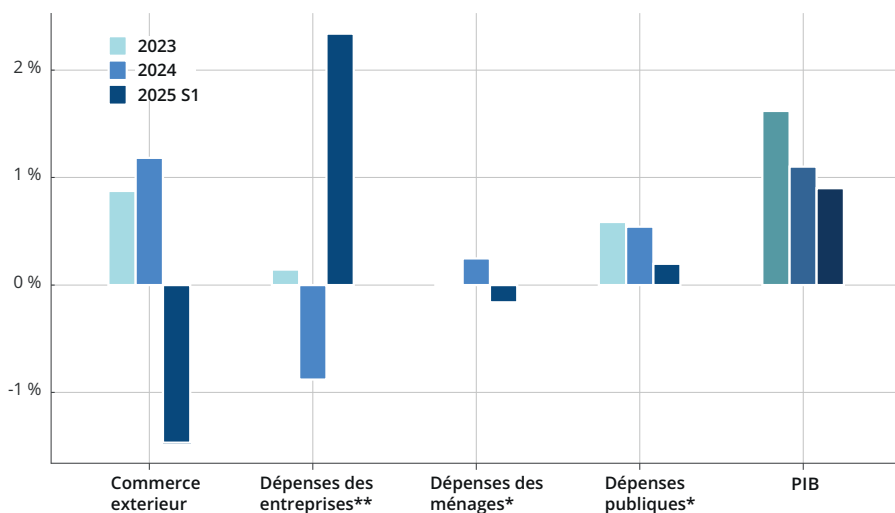
un gain de PIB de 1,2 point sur la période<sup>2</sup> (graphique 6.2). À l'inverse, la dépense publique a ralenti et le commerce extérieur a amputé la croissance de 0,7 point de PIB au cours des deux premiers trimestres de l'année. Quant à la dépense des ménages, dont la croissance est totalement atone depuis 2023, elle s'est même légèrement contractée au 1<sup>er</sup> semestre 2025.

Concernant la situation macroéconomique des agents, la capacité de financement des ménages a atteint un record (hors période Covid de 2020), avec 6,2 points de PIB en moyenne au 1<sup>er</sup> semestre 2025 (graphique 6.3). Cela représente une hausse de près de 4 points de PIB depuis 2019 en raison de la forte augmentation de l'épargne des ménages et de la chute de leur investissement depuis 2022. *A contrario*, bien qu'en léger recul par rapport à 2024, le déficit public se situait à 5,4 points de PIB sur la période, soit 3 points de PIB de plus qu'avant la crise sanitaire. Si la dégradation de la situation budgétaire de la France

2. Les forts mouvements de restockage et d'importations modifient les ressorts de la croissance mais cet effet devrait s'atténuer les trimestres à venir car une partie de ces stocks sont des exportations en attente, ce qui se traduirait par du déstockage et une contribution positive du commerce extérieur à l'horizon de notre prévision.

depuis 2019 est particulièrement marquée<sup>3</sup>, ce qui devrait conduire à une politique de redressement des comptes publics à l'horizon de la fin de la décennie, il n'en reste pas moins que la France ne présente pas de déficit extérieur courant au 1<sup>er</sup> semestre 2025 en raison de l'épargne abondante des ménages. Au regard de ses fondamentaux macro-financiers actuels et d'une balance courante proche de l'équilibre, il est quasiment impossible que la France soit face à un défaut de paiement, car elle ne présente pas de déficit de financement vis-à-vis du reste du monde.

Graphique 6.2. Contribution des composantes du PIB à la croissance



Note : 2025 S1 correspond au 1<sup>er</sup> semestre 2025 en rythme annualisé.

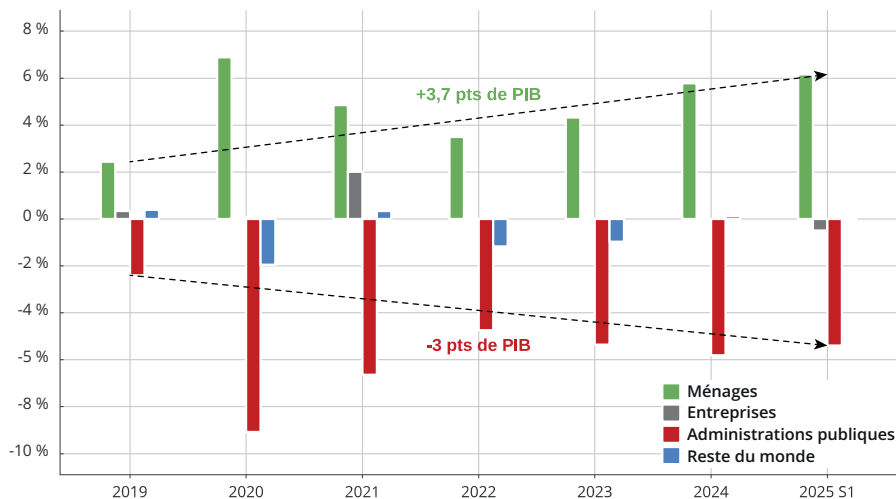
(\*) Les dépenses des ménages et des administrations publiques correspondent à la somme de leurs consommations et investissement respectifs.

(\*\*) Les dépenses des entreprises correspondent à la somme de l'investissement et des variations de stocks.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

3. Pour plus d'informations sur les raisons de cette dégradation, voir É. Heyer, M. Plane, R. Sampognaro, X. Timbeau et X. Ragot, 2025, « [Quelles trajectoires pour les finances publiques de la France ?](#) », OFCE Policy brief, n° 146, juillet.

Graphique 6.3. Évolution de la capacité financière des agents



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

## 7. La consolidation budgétaire et l'incertitude amputent la croissance en 2025 et 2026

---

### 7.1. La croissance ne dépasserait pas 0,7 % par an en 2025 et en 2026

Alors que la croissance spontanée du PIB (qui correspond à la croissance hors chocs<sup>1</sup>) serait, selon nos évaluations, de 1,4 % pour cette année et l'année prochaine, la croissance prévue ne devrait être que de 0,7 % en 2025 et 0,7 % en 2026, les chocs négatifs l'emportant sur ceux positifs (tableau 7.1).

La hausse de l'incertitude nationale faisant suite à l'instabilité politique depuis la dissolution de l'Assemblée nationale, qui est montée d'un cran depuis fin août, amputerait la croissance de -0,4 point de PIB en 2025 (après -0,1 point en 2024)<sup>2</sup> et de -0,3 point en 2026. Malgré le vote de la loi de finances initiale pour 2025, les incertitudes sont réparties à la hausse depuis l'annonce le 25 août de François Bayrou de se soumettre à la confiance du Parlement. Avec la chute de deux gouvernements successifs, Bayrou puis Lecornu, en moins d'un mois, l'incertitude s'est clairement renforcée, avec la problématique de l'adoption d'un budget pour 2026. Même en supposant que le budget soit adopté, nous supposons que l'indice d'incertitude politique restera à ce niveau élevé jusqu'à la fin de l'année, pendant tout le processus budgétaire (voir partie 8). Même si l'incertitude se dissipe progressivement au cours de l'année 2026, la croissance du PIB en gardera des stigmates l'année prochaine. Au total, depuis la dissolution, la hausse de l'incertitude liée à la politique nationale amputerait le PIB de -0,8 point sur la période 2024-2026.

Aux problématiques internes à la France s'ajoutent les incertitudes internationales et des tensions géopolitiques depuis l'élection de Donald Trump dont les effets négatifs attendus sur la croissance

---

1. La croissance hors chocs correspond à la croissance du PIB potentiel, plus la variation spontanée de l'écart de production. Cela suppose implicitement une neutralité de l'ensemble des chocs (budgétaire, monétaire, incertitude, politique commerciale...).

2. Ce calcul est réalisé à partir de la méthodologie développée dans R. Sampognaro, 2024, « Effet d'un choc d'incertitude sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

française représenteraient -0,2 point de PIB en 2025. Nous supposons qu’elles se stabiliseraient au niveau actuel pour 2026, ce qui serait neutre sur la croissance de 2026.

Autre effet négatif, la consolidation budgétaire attendue en 2025 et 2026 dont nous chiffrons l’impact sur la croissance à -0,4 point de PIB en 2025 et -0,8 point en 2026. Implicitement, nous supposons que la loi de finances sera votée pour 2026, même si le budget n’est pas adopté avant la fin de l’année mais en début d’année prochaine (et donc qu’une loi spéciale pourrait servir uniquement de transition mais ne couvrirait pas l’ensemble de l’année). Par manque d’informations et de visibilité, nous avons réalisé notre exercice de prévision en supposant que le budget 2026 serait dans les clous budgétaires du rapport d’avancement annuel (RAA) présenté en avril 2025 qui prévoyait un effort structurel primaire de 0,9 point de PIB<sup>3</sup> (et 0,7 point de PIB si l’on inclut la hausse des charges d’intérêts). Malgré une impulsion budgétaire primaire identique en 2025 et 2026 (-0,9 point de PIB), l’impact négatif sur le PIB passe du simple au double entre ces deux années.

Tableau 7.1. Cadrage macroéconomique pour l’économie française

| En % du PIB                                      | 2024 | 2025 | 2026 |
|--------------------------------------------------|------|------|------|
| Croissance hors choc                             | 1,4  | 1,4  | 1,4  |
| Politique monétaire et taux longs                | -0,6 | 0,3  | 0,6  |
| Politique budgétaire nationale                   | 0,5  | -0,4 | -0,8 |
| Énergie                                          | -0,1 | 0,1  | 0,0  |
| Incertitude globale                              | -0,2 | -0,6 | -0,3 |
| <i>dont politique nationale</i>                  | -0,1 | -0,4 | -0,3 |
| Effets liés au commerce mondial                  | 0,1  | -0,1 | -0,2 |
| <i>dont politique budgétaire des partenaires</i> | -0,2 | 0,0  | 0,1  |
| Autres effets <sup>a</sup>                       | 0,1  | -0,1 | 0,0  |
| Croissance observée et prévue                    | 1,1  | 0,7  | 0,7  |

<sup>a</sup> Effets sur les chaînes d’approvisionnements, impact des Jeux olympiques de Paris.  
*Note de lecture* : L’incertitude globale conduit à réduire la croissance du PIB de 0,4 point en 2025, 0,3 point en 2026. En 2025, la politique monétaire et les taux d’intérêt, ainsi que l’énergie contribuent positivement à la croissance du PIB (+0,3 pt), tandis que la politique budgétaire, l’incertitude et les autres chocs contribuent négativement (-1 pt). Finalement, la croissance prévue du PIB en 2025 est de 1,4 + 0,3 – 1 = + 0,7 %.  
*Note* : La croissance hors choc correspond à la croissance potentielle (1,2 %), plus la fermeture de l’*output-gap* (estimé à -1,0 point de PIB en 2024) et l’acquis potentiel sur la croissance.  
*Sources* : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

3. À noter qu’une marge de manœuvre budgétaire de 0,2 point de PIB existe par rapport au RAA et qui permet de respecter en 2026 les traités budgétaires européens. Dans ce cas-là, la consolidation budgétaire serait allégée et l’effet sur la croissance de la politique budgétaire moins négatif (de -0,8 point à -0,6 point de PIB). En revanche, le déficit public serait 0,1 point de PIB plus élevé que dans le scénario calé sur la politique budgétaire issue du RAA.

Comme l'effort budgétaire s'explique essentiellement par les hausses de fiscalité en 2025, ciblées sur les grands groupes et les hauts revenus, le multiplicateur budgétaire associé à la politique budgétaire serait relativement faible à court terme (évalué à un peu moins de 0,5 à un an). En 2026, le multiplicateur d'ensemble serait proche de l'unité, notamment parce que certaines dépenses qui vont augmenter significativement ont un effet multiplicateur sur le PIB très faible (la hausse de la charge d'intérêts et la contribution à l'UE en sont des exemples) alors que les économies structurelles en dépense auraient un multiplicateur relativement élevé (économies sur les prestations, politiques de l'emploi, collectivités locales...).

À rebours de la politique budgétaire, la politique monétaire et l'évolution des taux apporteraient un soutien significatif à la croissance. Nous tablons sur un taux principal de refinancement de la Banque centrale européenne (BCE) qui s'établirait à 1,9 % par an au 4<sup>e</sup> trimestre 2025, puis se stabiliserait à ce niveau jusqu'à la fin 2026 (contre 2,15 % au 3<sup>e</sup> trimestre, après avoir atteint un pic à 4,5 % jusqu'en mai 2024 ; voir partie internationale sur la politique monétaire). Le taux des OAT à 10 ans se stabiliserait à un niveau proche de son niveau actuel, soit à 3,5 % sur toute la période de prévision<sup>4</sup>. Si la baisse des taux courts ne s'est pas traduite par une baisse équivalente des taux longs, il n'en reste pas moins que la baisse de plus de 2 points en un an des taux directeurs de la BCE, améliore le refinancement de l'économie, visible à travers la baisse des taux des nouveaux crédits bancaires pratiqués aux ménages ou aux entreprises<sup>5</sup>. Ainsi, l'évolution passée et anticipée des taux courts et longs conduit à un impact positif mais modéré sur la croissance, estimé à +0,3 % cette année. Il serait plus élevé en 2026, à +0,6 point de PIB en raison des effets de diffusion relativement longs de la politique monétaire sur l'activité (après avoir amputé la croissance de -0,7 point en 2023 et -0,6 point en 2024). Ce soutien à la croissance pour 2025 et 2026 permet de contrebalancer partiellement les effets négatifs de la politique budgétaire.

Parmi les autres effets, on peut notamment mentionner l'impact des Jeux olympiques sur l'activité en 2024 (+0,1 point de PIB), suivi d'un contrecoup en 2025 (-0,1 point). Notons surtout les conséquences

---

4. Implicitement, nous maintenons la prime de risque sur la dette française proche de sa valeur actuelle, soit 80 points de base sur toute la période.

5. Selon les données de la Banque de France, le taux d'intérêt (toutes maturités confondues) des crédits nouveaux aux sociétés non financières est passé de 4,7 % en juillet 2024 à 3,6 % en juillet 2025 et le taux des nouveaux crédits aux ménages (hors renégociations) est passé de 4,2 % en janvier 2024 à 3,1 % en juillet 2025.

économiques de la mise en place de nouveaux tarifs douaniers aux États-Unis sur le reste du monde. Sur la base d'une hausse de 15 % des tarifs douaniers américains sur les produits importés de France, sans tenir compte des effets induits sur le commerce international des autres pays, les exportations françaises totales reculeraient de 0,6 % (dont 12 % pour les seules exportations françaises aux États-Unis) au bout de deux ans, amputant la croissance du PIB de -0,03 point en 2025 et -0,1 point en 2026<sup>6</sup>. Si l'on tient compte également des effets indirects liés à la dynamique du commerce mondial et des effets négatifs sur la demande adressée à la France, la perte de croissance serait de -0,1 point de PIB en 2025 et -0,2 point en 2026<sup>7</sup>.

## 7.2. Une croissance trimestrielle atone

À très court terme, nous prévoyons que la croissance du PIB serait de 0,2 % au 3<sup>e</sup> trimestre 2025, soit un peu moins que ce qu'indique notre indicateur de *nowcast* (encadré 7.1) qui projette, sur la base de 80 % de l'information disponible du trimestre, une croissance de 0,3 %. Nous supposons que les informations sur l'ensemble du trimestre et l'effet de l'incertitude se matérialiseront plus tardivement dans les variables intégrées du modèle. Cela nous conduit à réviser à la baisse la prévision du *nowcast* en raison des effets à attendre en conséquence de la nouvelle crise politique depuis fin août. Au 4<sup>e</sup> trimestre, la croissance tomberait à 0,1 % sous l'effet d'une nouvelle remontée de l'incertitude, puis augmenterait de 0,2 % par trimestre sur l'année 2026 (voir tableau 7.2).

---

### Encadré 7.1. Prévision en temps réel du PIB au 3<sup>e</sup> trimestre

L'ensemble de l'information conjoncturelle disponible a été synthétisé par notre modèle de prévision en temps réel<sup>(a)</sup>. Partant d'une base de données avec 136 indicateurs conjoncturels portant sur différents pans de l'économie française et internationale, nous avons sélectionné – selon le contenu informationnel non redondant qu'ils fournissent sur le chiffre de la croissance du PIB trimestriel – et modélisé 19 indicateurs.

---

6. Cet effet direct ne tient pas compte des effets indirects sur la demande adressée à la France en raison des pertes d'activité des partenaires commerciaux, de la réorganisation des flux commerciaux mondiaux et de leur impact sur les chaînes de production.

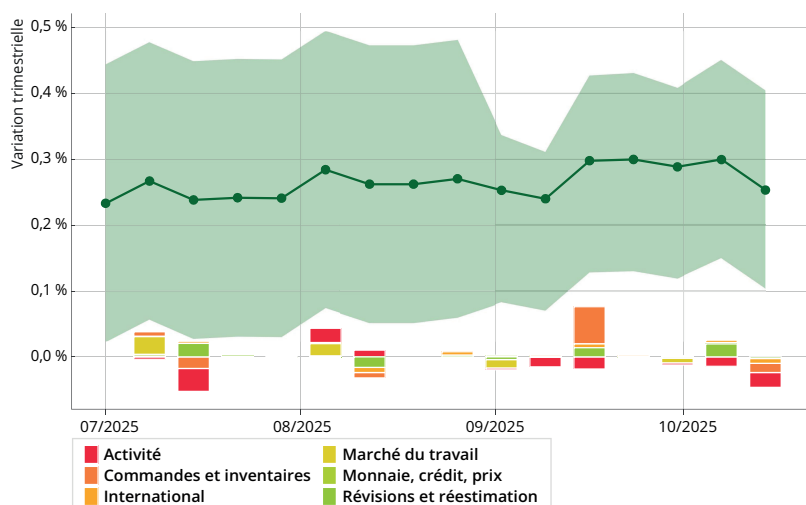
7. L'impact global est négatif en 2026 malgré l'effet positif de 0,1 point de PIB de la politique budgétaire des partenaires européens sur la croissance française, notamment en raison de l'impact de la relance budgétaire allemande.

Parmi les 19 indicateurs on trouve 6 variables tirées de l'enquête de la Banque de France, 4 indicateurs détaillés sur la production industrielle hexagonale, 2 variables retraçant les évolutions sur le marché du travail, 4 variables d'activité internationale. Enfin, les trois dernières variables tiennent compte du chiffre d'affaires à l'exportation des industriels, de l'évolution des prix à la consommation et de l'opinion des ménages concernant l'opportunité de faire des achats importants.

En mobilisant l'ensemble de l'information disponible au 14 octobre, notre modèle de *nowcasting* anticipe une croissance de 0,3 % pour le 3<sup>e</sup> trimestre 2025. Cette prévision s'appuie sur 80 % des données conjoncturelles retenues – par exemple, la production industrielle de l'ensemble du trimestre ne sera disponible qu'à partir du 5 novembre 2025. Il faut noter que ce modèle anticipe un taux de croissance du PIB supérieur à celui qui a été finalement retenu en prévision. En effet, notre modèle ne prend pas en compte des mesures directement liées à l'incertitude concernant le futur de la politique. Or, parmi les 19 indicateurs pris en compte, seulement un indicateur est disponible pour le mois de septembre. Dans ce contexte, il est fort probable que la situation conjoncturelle soit morose en fin de trimestre, ce qui n'est pas encore pris en compte par notre modèle de *nowcasting*.

Le graphique 7.1 présente l'évolution de la prévision en temps réel du PIB du 3<sup>e</sup> trimestre réalisée chaque semaine à l'aide de ce modèle statistique, avec les intervalles de confiance entourant cette prévision.

Graphique 7.1. *Nowcasting* du PIB pour le 3<sup>e</sup> trimestre



Note : L'aire verte représente l'intervalle de confiance de la prévision en temps

(a) Dauvin M., O. Jullien de Pommerol, R. Sampognaro (2025), « *Nowcasting du PIB français : un modèle à facteurs dynamiques* », Document de travail OFCE, n° 16 septembre.

Tableau 7.2. Compte Emploi-Ressources pour l'économie française

| En %                                | 2025 |      |      |      | 2026 |      | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                     | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   |      |      |      |
| PIB <sup>a</sup>                    | 0,1  | 0,3  | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 1,1  | 0,7  | 0,7  |
| PIB par habitant <sup>a</sup>       | 0,0  | 0,2  | 0,1  | -0,0 | 0,1  | 0,1  | 0,7  | 0,3  | 0,4  |
| Consommation ménages <sup>a</sup>   | -0,3 | 0,0  | 0,3  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,9  | 0,4  | 0,7  |
| Consommation publique <sup>a</sup>  | 0,2  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,1  | 0,1  | 2,1  | 1,4  | 0,8  |
| FBCF totale <sup>a,b</sup>          | -0,1 | -0,1 | -0,4 | -0,5 | -0,2 | -0,1 | -1,5 | -1,0 | -0,7 |
| dont : SNF-EI <sup>a</sup>          | 0,1  | -0,2 | -0,8 | -0,8 | -0,5 | -0,3 | -1,6 | -1,3 | -1,7 |
| ménages <sup>a</sup>                | 0,2  | 0,4  | 0,3  | 0,2  | 0,4  | 0,4  | -6,0 | -0,0 | 1,4  |
| APU <sup>a,b</sup>                  | -0,9 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | 3,2  | -1,3 | -0,9 |
| Exportations <sup>a,c</sup>         | -1,2 | 0,5  | 1,2  | 1,2  | 0,5  | 0,5  | 1,1  | 0,2  | 2,9  |
| Importations <sup>a,c</sup>         | 0,4  | 1,3  | 0,3  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | -1,4 | 1,8  | 1,9  |
| Demande intérieure <sup>a,d,e</sup> | -0,1 | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,6  | 0,4  | 0,4  |
| Variations de stocks <sup>a,e</sup> | 0,7  | 0,5  | -0,2 | -0,2 | 0,0  | 0,0  | -0,4 | 0,8  | 0,0  |
| Commerce extérieur <sup>a,c,e</sup> | -0,5 | -0,2 | 0,3  | 0,3  | 0,0  | 0,0  | 0,8  | -0,5 | 0,3  |
| Inflation <sup>f</sup>              | 1,2  | 1,0  | 0,7  | 1,1  | 1,5  | 0,9  | 2,3  | 1,0  | 1,4  |
| Taux de chômage <sup>g</sup>        | 7,5  | 7,5  | 7,6  | 7,7  | 7,9  | 8,0  | 7,4  | 7,6  | 8,0  |
| Déficit public <sup>h</sup>         | —    | —    | —    | —    | —    | —    | 5,8  | 5,4  | 5,0  |
| Dette publique <sup>h</sup>         | —    | —    | —    | —    | —    | —    | 113  | 115  | 118  |
| Impulsion budgétaire <sup>i</sup>   | —    | —    | —    | —    | —    | —    | 0,2  | -0,9 | -0,9 |

<sup>a</sup> En volume, aux prix chaînés. <sup>b</sup> FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. <sup>c</sup> Biens et services. <sup>d</sup> Demande intérieure hors variation de stocks. <sup>e</sup> Contribution à la croissance du PIB. <sup>f</sup> Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. <sup>g</sup> Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. <sup>h</sup> En % du PIB annuel, en fin d'année. <sup>i</sup> Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.  
Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

Au second semestre 2025, un mouvement de déstockage est attendu qui aurait pour contrepartie un rebond des exportations. Après avoir contribué négativement au 1<sup>e</sup> semestre, le commerce extérieur soutiendrait la croissance à hauteur de 0,3 point de PIB aux 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres 2025 (voir partie commerce extérieur). À l'inverse, le déstockage des entreprises amputerait l'activité de -0,2 point de PIB par trimestre. Pour la dynamique de 2026, les variations de stocks et le commerce extérieur auraient une contribution nulle sur la croissance trimestrielle.

Après un léger rebond attendu au 3<sup>e</sup> trimestre 2025 (+0,3 %), la consommation des ménages marquerait le pas au 4<sup>e</sup> trimestre (+0,1 %) en raison notamment de la remontée de l'incertitude amenant à des comportements particulièrement prudents. En 2026, tirée par une légère baisse du taux d'épargne (qui reste cependant moindre que ce qu'indiquent les fondamentaux) la consommation croîtrait au rythme de 0,2 % par trimestre en 2026 (voir partie ménages). Quant à l'investissement des ménages, poussé par la baisse des taux d'intérêt, il poursuivrait son lent redressement.

En revanche, l'investissement des entreprises continuerait à s'ajuster, dans un environnement particulièrement incertain et avec une demande atone, et renouerait avec une croissance positive seulement en fin d'année 2026 (voir partie entreprises).

Enfin, la consommation publique serait largement freinée par le programme d'ajustement budgétaire ciblé en partie sur les économies du côté des services publics en 2026. L'investissement public resterait orienté à la baisse en raison du cycle électoral lié aux élections municipales mais aussi de la politique budgétaire demandant un effort aux collectivités locales (voir partie finances publiques). L'impact négatif serait en partie réduit par la montée en charge des dépenses liées à la défense.



## 8. L'incertitude politique pèse sur l'activité

---

### 8.1. De la dissolution de juin 2024 aux censures

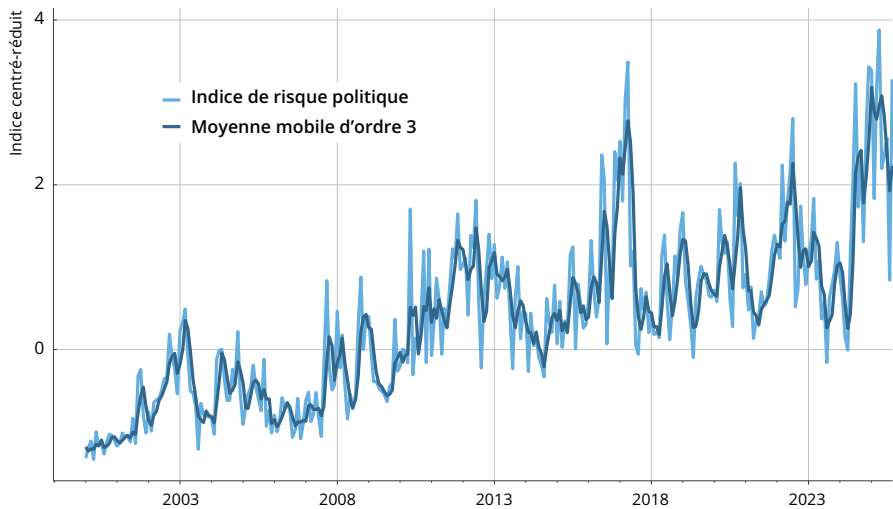
La dissolution de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024 a ouvert une période d'incertitude politique dans l'Hexagone. Cette incertitude n'a pas été résolue par le résultat des élections législatives du 30 juin et du 7 juillet. La chute du gouvernement Bayrou et la difficulté pour Sébastien Lecornu de préserver sa coalition soudée ont accru les tensions politiques.

Dans ce contexte, l'indice d'incertitude politique nationale calculé par Baker, Bloom et Davis<sup>1</sup> a fortement augmenté au mois de septembre 2025 (graphique 8.1). Ainsi, l'indicateur tient compte du rejet de la confiance au gouvernement Bayrou mais pas de la démission de Sébastien Lecornu du 6 octobre (la donnée du mois d'octobre sera disponible au cours de la 1<sup>re</sup> semaine de novembre). Cet indicateur construit sur la base des mentions dans la presse de l'incertitude portant sur la politique économique se situe ainsi à un niveau supérieur à son niveau post-dissolution, mais il reste inférieur à son pic qui a suivi la censure du budget Barnier. Dans un contexte mouvant qui semble durable, nous considérons que les tensions vont rester fortes et nous supposons que l'indice d'incertitude politique restera à son dernier point connu jusqu'à la fin de l'année. Cela implique que l'incertitude va rester forte pendant tout le processus budgétaire. Il faut remarquer que le processus budgétaire peut déborder jusqu'au début de l'année 2026, comme l'a montré l'expérience du vote de la loi de finances initiale de 2025.

---

1. Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « [Measuring economic policy uncertainty](#) », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, pp. 1593-1636.

Graphique 8.1. Indice d’incertitude de politique économique



Lecture : La moyenne mobile d’ordre 3 est la moyenne des 3 derniers points observés. Ce calcul permet de lisser la volatilité de la série pour mieux apprécier les tendances durables.  
Sources : <https://www.policyuncertainty.com/>, calculs OFCE.

8.2. Effet de l’incertitude : une modélisation originale

Selon notre modèle, développé dans l’article de Sampognaro<sup>2</sup>, l’impact de l’incertitude politique observée depuis le 3<sup>e</sup> trimestre 2024 sur la croissance du PIB en volume français serait de -0,1 point pour 2024, de -0,4 point pour 2025 et de -0,3 point pour 2026. Cet effet durable s’expliquerait en partie par l’attentisme des acteurs privés, comme l’atteste l’effet négatif de l’incertitude sur l’investissement privé (tableau 8.1).

Tableau 8.1. Effet estimé du choc de risque politique post-dissolution

| Écart par rapport au scénario central                 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------------------------------|------|------|------|
| PIB (effet sur le taux de croissance annuel)          | -0,1 | -0,4 | -0,3 |
| FBCF des ENF (effet sur le taux de croissance annuel) | -0,2 | -0,7 | -1,5 |

Source : Calculs OFCE.

2. Sampognaro R., 2024, « Effet d’un choc d’incertitude sur le PIB français », Revue de l’OFCE, n° 187.

## 9. Un marché du travail malmené

---

### 9.1. Emploi en recul, productivité en reprise

Après les destructions nettes d'emplois enregistrées au dernier trimestre 2024 (-62 000 par rapport à fin septembre), le marché du travail a renoué avec les créations en début d'année : +69 000 emplois nets au premier semestre. Faut-il en conclure que la chute de fin d'année était exceptionnelle ? Pas nécessairement. Le boom de l'emploi appartient désormais au passé et le rythme des créations ralentit depuis l'année exceptionnelle de 2021. Ainsi, nous sommes passés de 255 000 emplois nets créés entre 2022 et 2023 en moyenne annuelle à seulement 106 000 entre 2023 et 2024, soit une progression limitée à +0,3 % en 2024 contre +1,5 % en 2023.

Selon la comptabilité nationale<sup>1</sup>, environ 96 000 emplois ont été détruits en moyenne au cours des six premiers mois de l'année, la baisse étant principalement marquée au premier trimestre. La majeure partie de ces destructions nettes concerne les salariés du secteur marchand non agricole (-60 000 emplois), tandis que le nombre de salariés du secteur non marchand a progressé de 9 000 emplois. Enfin, les comptes nationaux indiquent une baisse de l'emploi non salarié au premier semestre : -40 000 en moyenne.

D'un point de vue sectoriel, le recul est quasi généralisé. La construction et l'agriculture enregistrent à elles deux près de 40 000 destructions nettes sur le semestre. Le repli concerne également les services marchands, en particulier les services aux entreprises (-33 000 emplois, incluant l'intérim), historiquement moteurs de la croissance de l'emploi, ainsi que l'industrie (-4 000 emplois). Enfin, la part de l'emploi non salarié marchand dans l'emploi total, en progression continue ces dernières années, semble avoir marqué une rupture depuis son point haut du troisième trimestre 2024 (environ 11,2 % de l'emploi total).

---

1. <https://www.insee.fr/fr/statistiques/8358382?sommaire=8334305>. Voir Insee, 2025, « Pas de confiance, un peu de croissance », *Note de conjoncture*, 11 septembre.

À la mi-2025, le volume total d'heures travaillées (salariés et non-salariés) diminue de 0,2 % par rapport aux trois mois précédents. Il demeure néanmoins supérieur de 6,2 % à sa moyenne de 2019, tandis que l'emploi dépasse son niveau d'avant-crise de 6,5 %, ce qui indique que la durée individuelle du travail est quasiment revenue à son niveau pré-pandémique. Comme, parallèlement, la valeur ajoutée de l'ensemble des branches se situe 5,7 % au-dessus de son niveau pré-Covid, il en résulte toujours un recul de la productivité apparente du travail (-0,4 % sur la période). Dans le secteur marchand non agricole, le rapport de la valeur ajoutée marchande sur le nombre de salariés est supérieur à son niveau de fin 2019 et l'écart avec le reste de la zone euro continue de se resserrer (encadré 9.1).

---

#### Encadré 9.1. Où en sommes-nous de la productivité marchande ?

Entre fin 2019 et mi-2025, dans le secteur marchand non agricole, l'emploi salarié a progressé de 5,8 % et la valeur ajoutée n'a crû que de 6,6 %, révélant des gains de productivité du travail. Ainsi, la productivité par tête se situe près de 0,8 % au-dessus de son niveau pré-Covid (le constat est le même pour la productivité horaire). Selon nos calculs, compte tenu de l'évolution de l'activité, et de la productivité tendancielle pré-crise (+0,9 % en rythme annuel, voir Ducoudré et Heyer (2017)<sup>2</sup>), seuls 250 000 emplois auraient dû être créés depuis fin 2019. Or, un million d'emplois ont été créés en cinq ans et demi, soit un écart de près de 750 000. Selon la méthodologie de Heyer (2023) et Coquet et Heyer (2025)<sup>3</sup>, les pertes de productivité s'expliquent pour plus des trois quarts par des facteurs identifiés : accroissement des effectifs d'apprentis, soutiens publics apportés aux entreprises depuis la crise de la Covid, baisse du coût réel du travail et, dans une bien moindre mesure, baisses passées de la durée du travail et du taux de chômage (graphique 9.1).

Bien que la croissance ait été plus riche en emplois qu'attendu – compte tenu de l'évolution conjointe de la valeur ajoutée marchande et de la tendance de productivité –, la productivité par salarié du secteur marchand non agricole a retrouvé, depuis un an, un niveau supérieur à celui d'avant-crise (graphique 9.2).

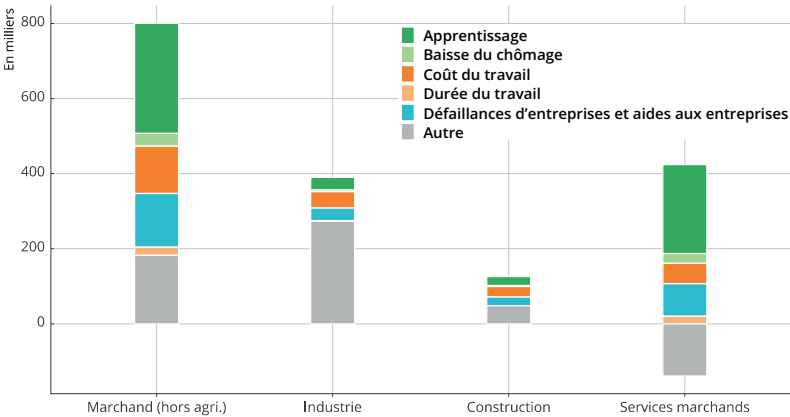
---

2. Ducoudré B. et É. Heyer, 2017, « [Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés](#) », *Revue de l'OFCE*, vol. 152, n° 3.

3. Voir la méthodologie dans É. Heyer, 2023, « [Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ? Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles](#) », *Revue de l'OFCE*, n° 180. Et pour davantage de précisions sur les déterminants de la faiblesse de la productivité ces dernières années et sur sa récente dynamique, voir B. Coquet et É. Heyer, 2025, « [La productivité retrouve des couleurs](#) », *OFCE Policy brief*, n° 142, avril.

Cette dynamique d'emplois plus soutenue qu'ailleurs a contribué à creuser l'écart de productivité entre la France et la zone euro (hors France), écart qui a culminé au 3<sup>e</sup> trimestre 2022. Depuis, la productivité française a progressivement rattrapé son retard, si bien que la différence avec la zone euro ne représente plus que 1,6 point au 2<sup>e</sup> trimestre 2025. Ce rattrapage tient autant à l'amélioration de la productivité en France qu'à un essoufflement des gains de productivité en zone euro entre le 3<sup>e</sup> trimestre 2022 et le 1<sup>er</sup> trimestre 2024.

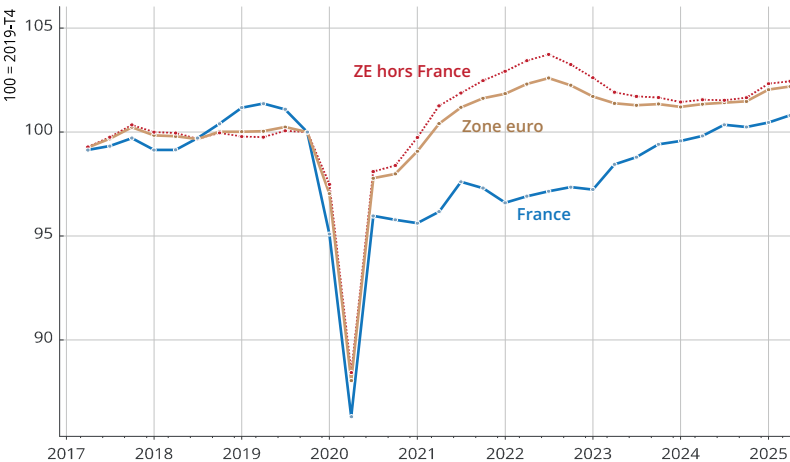
Graphique 9.1. Décomposition des évolutions de l'emploi depuis 2019



Note : Écart mi-2025 entre l'emploi salarié observé et celui simulé en stabilisant l'ensemble des variables explicatives à leur valeur de fin 2019.

Sources : Insee, prévisions OFCE octobre 2025.

Graphique 9.2. Un écart de productivité avec la zone euro fortement réduit



Champ : Salariés, secteur marchand non agricole.

Sources : Eurostat, Insee, prévisions OFCE octobre 2025.

En prévision, nous anticipons 171 000 destructions nettes d’emplois dans le secteur marchand entre fin 2024 et fin 2026 (tableau 9.1). Près de la moitié serait imputable à la réduction massive des dispositifs de politique de l’emploi. Le secteur non marchand serait également affecté par la baisse des contrats aidés, avec 23 000 suppressions sur deux ans. Toutefois, il créerait en moyenne 2 000 emplois par trimestre sur la période en raison de la poursuite des recrutements dans ce secteur qui compenseraient partiellement la baisse des contrats aidés.

L’emploi non salarié, en revanche, évoluerait à contre-courant de l’emploi salarié, avec 5 000 créations nettes par trimestre, portant sa part dans l’emploi total à 11,2 % à l’horizon de notre prévision, ce qui traduirait une certaine contracyclicité de ce type d’emploi.

La productivité marchande, mesurée par la valeur ajoutée du secteur marchand rapportée à l’emploi salarié marchand non agricole, progresserait de 1 % en 2025 et de 1,2 % en 2026 (en glissement annuel), traduisant une fermeture partielle du cycle de productivité (de 0,5 point). Parallèlement, la productivité par tête dans l’ensemble de l’économie marchande, calculée sur l’ensemble des actifs occupés

Tableau 9.1. Évolution du marché du travail

|                              | 2025       |            |            |            | 2026       |            |            |            | 2024       | 2025        | 2026       |
|------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
|                              | T1         | T2         | T3         | T4         | T1         | T2         | T3         | T4         |            |             |            |
| <b>Évolution en milliers</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |
| Emploi salarié               | -62        | 3          | -6         | -39        | -13        | -13        | -13        | -13        | 79         | -104        | -51        |
| Marchand                     | -51        | -9         | -13        | -34        | -16        | -16        | -16        | -16        | -9         | -108        | -64        |
| dont politique de l'emploi   | -8         | -9         | -10        | -18        | -6         | -6         | -6         | -21        | 5          | -44         | -39        |
| Non marchand                 | -7         | 15         | 6          | -5         | 3          | 3          | 3          | 3          | 84         | 10          | 13         |
| dont politique de l'emploi   | -2         | -4         | -4         | -4         | -1         | -1         | -1         | -2         | -2         | -15         | -5         |
| Emploi non salarié           | -20        | -17        | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 52         | -27         | 20         |
| <b>Emploi total</b>          | <b>-82</b> | <b>-14</b> | <b>-1</b>  | <b>-34</b> | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>131</b> | <b>-131</b> | <b>-31</b> |
| dont politique de l'emploi   | -10        | -13        | -14        | -23        | -7         | -7         | -7         | -24        | 2          | -59         | -45        |
| <b>Évolution en %</b>        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |
| Emploi total                 | -0,3       | 0,0        | 0,0        | -0,1       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,4        | -0,4        | -0,1       |
| Population active            | 0,0        | 0,0        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,2        | 0,2         | 0,4        |
| <b>Taux de chômage</b>       | <b>7,5</b> | <b>7,5</b> | <b>7,6</b> | <b>7,7</b> | <b>7,9</b> | <b>8,0</b> | <b>8,1</b> | <b>8,2</b> | <b>7,4</b> | <b>7,6</b>  | <b>8,0</b> |

Notes de lecture : Au 2<sup>e</sup> trimestre 2025, 14 000 emplois ont été détruits en France, la majorité des destructions vient des non-salariés tandis que le nombre d’emploi salariés est quasi-stable : + 3 000. Le taux de chômage représentait 7,5 % de la population active, stable par rapport au trimestre précédent mais en hausse sur le semestre.

Note : Les variations d’emploi annuelles sont en glissement sur un an. Les évolutions et le taux de chômage annuels sont en moyenne sur un an.

Sources : Insee, Dares, prévision OFCE octobre 2025.

(salariés et non-salariés), augmenterait de 1 % en glissement annuel fin 2025 et de 1,2 % fin 2026<sup>4</sup>. Cette évolution montre que l'inclusion des non-salariés ne modifie pas sensiblement le profil de reprise de la productivité marchande.

## 9.2. Vers une remontée du chômage : +0,7 point d'ici 2026

À la mi-2025, le taux d'emploi progresse de 0,5 point sur un an, tandis que le taux d'activité augmente de 0,6 point. Le nombre de chômeurs au sens du BIT croît de 100 000 personnes. Sur cette même période, le taux de chômage a augmenté de 0,2 point (tableau 9.2). Le taux de chômage des plus de 49 ans diminue de 0,2 point sur un an, tandis que celui des jeunes augmente de 1,2 point. Cette hausse reflète avant tout un afflux plus important de jeunes sur le marché du travail (+0,8 point de taux d'activité), alors que leur taux d'emploi reste quasi stable. Il ne s'agit donc pas d'un signal d'affaiblissement de l'emploi, mais plutôt du fait que davantage de jeunes se présentent sur le marché, à l'image des apprentis dont l'insertion continue de progresser, mais à un rythme plus modéré au-delà de la première année<sup>5</sup>.

Au 2<sup>e</sup> trimestre 2025, le taux de chômage au sens du BIT reste stable à 7,5 % de la population active (2,4 millions de personnes), un niveau légèrement supérieur à son point bas de 2022 et très en deçà du pic de 2015 (3,1 millions, soit 10,5 % de la population active). Selon l'Insee, la mise en œuvre de la loi pour le plein emploi, entrée en vigueur au début de l'année 2025, n'a pour l'instant qu'un impact limité sur les principaux indicateurs du marché du travail<sup>6</sup>.

En 2025 et 2026, la population active augmenterait de 172 000 personnes, portée par la tendance démographique (+297 000, en lien avec les réformes des retraites et de l'assurance chômage). Cette hausse serait toutefois freinée par une sortie nette de 89 000 personnes. En effet, le rattrapage de productivité – marqué par des destructions d'emplois – pourrait conduire certains individus à se retirer du marché du travail. Ainsi, comme indiqué dans le tableau 9.2,

---

4. Cela traduit une accélération de la productivité par tête depuis 2024 : les gains de productivité, qui progressaient à un rythme trimestriel moyen de 0,1 % en 2024, sont désormais anticipés autour de 0,3 % en 2026.

5. Antoine R. et N. Grandperrin, 2025, « Insertion professionnelle des apprentis de niveau CAP à BTS deux ans après leur sortie d'études en 2022 », *Dares résultats*, n° 28.

6. Insee, 2025, « Au deuxième trimestre 2025, le taux de chômage est stable à 7,5 % », *Informations Rapides*, n° 198, 8 août.

43000 personnes deviendraient inactives sous l’effet de la flexion conjoncturelle. Par ailleurs, les réductions budgétaires affectant les politiques de l’emploi, via les suppressions nettes d’emplois qu’elles entraînent, contribueraient également à ce retrait : entre fin 2024 et 2026, nous estimons que 45 000 personnes sortiraient de la population active du seul fait de ces politiques<sup>7</sup>.

Finalement, avec 162000 destructions d’emploi entre fin 2024 et fin 2026 et une hausse du chômage de près de 333000 personnes, le taux de chômage progresserait de 0,4 point en 2025 et de 0,5 point d’ici fin 2026, pour atteindre 8,2 % de la population active. Enfin, aucune incidence spécifique de la loi pour le plein emploi n’est intégrée dans notre scénario en prévision.

Tableau 9.2. Évolution de l’emploi, du chômage et de la population active

|                                           | 2025 |     |     |     | 2026 |     |     |     | Évolution sur un an |      |      |
|-------------------------------------------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|---------------------|------|------|
| <i>En milliers, moyenne trimestrielle</i> | T1   | T2  | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  | T4  | 2024                | 2025 | 2026 |
| Emploi (1)                                | -82  | -14 | -1  | -34 | -8   | -8  | -8  | -8  | 131                 | -131 | -31  |
| Chômage (2)                               | 67   | 29  | 32  | 57  | 43   | 44  | 43  | 36  | -66                 | 178  | 155  |
| Population active (1) + (2)               | -15  | 15  | 29  | 19  | 34   | 32  | 28  | 31  | 65                  | 47   | 124  |
| Population active tendancielle            | 35   | 36  | 37  | 39  | 37   | 37  | 37  | 37  | 154                 | 148  | 149  |
| Effet de flexion conjoncturel             | -20  | -5  | -2  | -8  | -2   | -2  | -2  | -2  | 7                   | -35  | -8   |
| Effet des politiques de l’emploi          | -3   | -7  | -7  | -12 | -2   | 0   | -1  | -13 | 0                   | -29  | -16  |
| Résidu                                    | -26  | -10 | 0   | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   | -96                 | -37  | 0    |
| Variation du taux de chômage              | 0,2  | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,1  | 0,1 | 0,1 | 0,1 | -0,2                | 0,5  | 0,5  |
| Niveau du taux de chômage                 | 7,5  | 7,5 | 7,6 | 7,7 | 7,9  | 8,0 | 8,1 | 8,2 | 7,3                 | 7,8  | 8,2  |

*Note de lecture :* 96 000 emplois ont été détruits et le nombre de chômeurs a reculé d’autant en moyenne au 1<sup>er</sup> semestre 2025. Au total, on recense une population active stable au 1<sup>er</sup> semestre 2025. L’évolution de la population active s’explique par une augmentation tendancielle de celle-ci (+71 000), l’effet des politiques de l’emploi (hors formation) (-10 000), par un effet de flexion (-25 000), par un résidu correspondant à l’écart entre l’évolution de la population active et les trois premiers composants de celle-ci. La tendance de la population active est basée sur les projections de population active de 2022, y compris l’effet de la réforme des retraites 2023 et de celle de l’assurance chômage de 2023.

*Sources :* Insee (Enquête emploi pour le chômage, Comptes nationaux trimestriels pour l’emploi), Dares, prévision OFCE octobre 2025.

9.3. Pas de soutien des politiques de l’emploi

La loi de finances initiale pour 2025 prévoit une baisse importante des crédits alloués aux programmes 102 (*Accès et retour à l’emploi*) et 103 (*Accompagnement des mutations économiques et développement de l’emploi*) de la mission « Travail, emploi et administration des ministères

7. Les totaux peuvent différer de la somme des composantes en raison des arrondis.

sociaux ». Ces crédits diminuent de 17 % entre 2024 et 2025, soit une économie budgétaire *ex ante* de 3,7 milliards d'euros (Md€). Les crédits d'intervention dédiés aux dispositifs d'insertion dans l'emploi reculent d'1 Md€, ce que nous retenons dans notre prévision (tableau 9.3). S'agissant de 2026, la publication tardive des documents budgétaires nous oblige donc à prolonger les dynamiques prévues pour 2025, en cohérence avec les plafonds de dépenses du projet de loi de finances pour 2026 publiés le 15 juillet, qui coïncident avec nos prévisions antérieures<sup>8</sup>.

Les principales mesures concernent les dispositifs à *guichet fermé* : suppression des emplois francs (47 000 bénéficiaires fin juillet 2024 contre une quasi-disparition attendue fin 2026), extinction progressive des CUI-CIE (plus de nouveaux bénéficiaires à partir de fin 2025), et forte baisse des PEC (-40 000 bénéficiaires sur 2025, puis -1 000 par mois en 2026). Au total, le nombre de bénéficiaires de ces dispositifs reculerait de 73 000 en 2025 puis de 20 000 en 2026, soit un impact net de 26 000 destructions d'emploi en 2025 et 5 000 en 2026 (tableau 9.3).

En contrepoint, l'insertion par l'activité économique (IAE) bénéficie d'une hausse de crédits de près de 300 M€ (+22 %), dont une grande partie pour les ateliers et chantiers d'insertion. Avec une aide unitaire fixée à 21 850 € depuis 2022<sup>9</sup>, cela permettrait de financer environ 11 400 emplois supplémentaires en 2025. En tenant compte d'un effet emploi de 110 %<sup>10</sup>, nous anticipons +11 000 bénéficiaires en 2025 et un impact légèrement positif encore en 2026. Nous supposons également que la part des bénéficiaires des autres formes d'IAE<sup>11</sup> reste stable entre 2024 et 2026.

Du côté de l'alternance, les entrées ont été plus dynamiques que prévu en début d'année (+10 000), mais le stock progresse moins rapidement, suggérant une durée moyenne de contrat inférieure aux 13,6 mois pour la cohorte 2024<sup>12</sup>. Le bleu budgétaire anticipe une

---

8. Les crédits de paiements entre la LFI 2025 et la LFI 2026 pour les deux missions – 102 et 103 – diminuent de 2,4 milliards d'euros environ : <https://www.budget.gouv.fr/documentation/documents-budgetaires/exercice-2026/projet-loi-finances-les/les-bleus-budgetaires-projets>

9. « Les ateliers et chantiers d'insertion (ACI) », Ministère du Travail et des Solidarités, 4 septembre 2015.

10. Cet effet supérieur à 100 traduit que « l'aide finance environ 110 % du salaire, [ce qui] suppose qu'elle permet de créer non seulement l'emploi d'insertion, mais aussi une partie du poste d'accompagnement dédié dans les structures d'insertion » (S. Bernard et M. Rey, 2017, « Les contrats aidés : quels objectifs, quel bilan ? », *Dares Analyses*, n° 021, 24 mars).

11. Les entreprises d'insertion, les associations intermédiaires, les entreprises de travail temporaire d'insertion, les entreprises d'insertion par le travail indépendant.

12. Dares, 2025, « *Séries longues : le contrat d'apprentissage* », 28 février.

baisse des entrées de 5,7 % entre 2024 et 2025<sup>13</sup>, ce qui conforte notre hypothèse de ralentissement. Nous révisons donc à la baisse les suppressions nettes de bénéficiaires de l’alternance, tout en considérant que le dispositif reste largement mobilisé. Au total, nous prévoyons -109 000 bénéficiaires d’ici fin 2026, soit une destruction nette de 65 000 emplois<sup>14</sup>.

Enfin, l’aide à l’embauche des contrats de professionnalisation est supprimée dès 2025, mais son impact négatif semble limité : 20 000 entrées ont été comptabilisées entre mars et juin, alors qu’aucune n’était anticipée. Le nombre de bénéficiaires reculerait toutefois de 70 000 fin 2024 à 35 000 fin 2025, puis 15 000 fin 2026. Le nombre de bénéficiaires de l’aide à la création d’entreprise évoluerait, pour sa part, en proportion de la valeur ajoutée marchande.

Au total, le nombre de bénéficiaires des politiques de l’emploi reculerait de 128 000 en 2025 et de 87 000 en 2026, correspondant à 60 000 destructions d’emplois en 2025 et 45 000 en 2026 (tableau 9.3).

Tableau 9.3. Emplois aidés 2024-2026 : bénéficiaires, variations des bénéficiaires, effets emploi au T4

| En milliers                  | Nombre de bénéficiaires |       |       | Variations des effectifs |      |      | Effets sur l’emploi |      |      |
|------------------------------|-------------------------|-------|-------|--------------------------|------|------|---------------------|------|------|
|                              | 2024                    | 2025  | 2026  | 2024                     | 2025 | 2026 | 2024                | 2025 | 2026 |
| Contrat initiative emploi    | 5                       | 0     | 0     | -12                      | -5   | 0    | -1                  | -1   | 0    |
| Emplois francs               | 47                      | 19    | 1     | -2                       | -28  | -18  | 0                   | -6   | -4   |
| Parcours emploi compétences  | 44                      | 22    | 21    | -5                       | -21  | -2   | -3                  | -11  | -1   |
| Structures d’IAE*            | 139                     | 149   | 155   | -5                       | 11   | 6    | -1                  | 9    | 6    |
| Aide créateurs d’entreprise  | 323                     | 325   | 329   | 17                       | 2    | 4    | 4                   | 1    | 1    |
| Contrat d’apprentissage      | 1 035                   | 973   | 927   | 26                       | -63  | -46  | -18                 | -38  | -27  |
| Contrat professionnalisation | 72                      | 48    | 17    | -21                      | -24  | -31  | -13                 | -15  | -20  |
| Total                        | 1 665                   | 1 537 | 1 450 | 1                        | -128 | -87  | 3                   | -60  | -45  |

Note de lecture : Au dernier trimestre 2024, plus d’un million de contrats d’apprentissage étaient en cours, soit 26 000 de plus qu’un an. Avec un effet emploi moyen de 60 %, cela correspond à 16 000 créations nettes d’emploi.

Notes : Le nombre de bénéficiaires pour chaque année correspond à la moyenne du 4<sup>e</sup> trimestre et la variation des effectifs est exprimée sur un an. L’effet emploi mesure les emplois créés (ou détruits) qui ne l’auraient pas été sans (ou avec).

Sources : PoEm - Dares, prévision OFCE octobre 2025.

13. <https://www.budget.gouv.fr/documentation/documents-budgetaires/exercice-2025/projet-loi-finances-les/budget-general-plf-32>

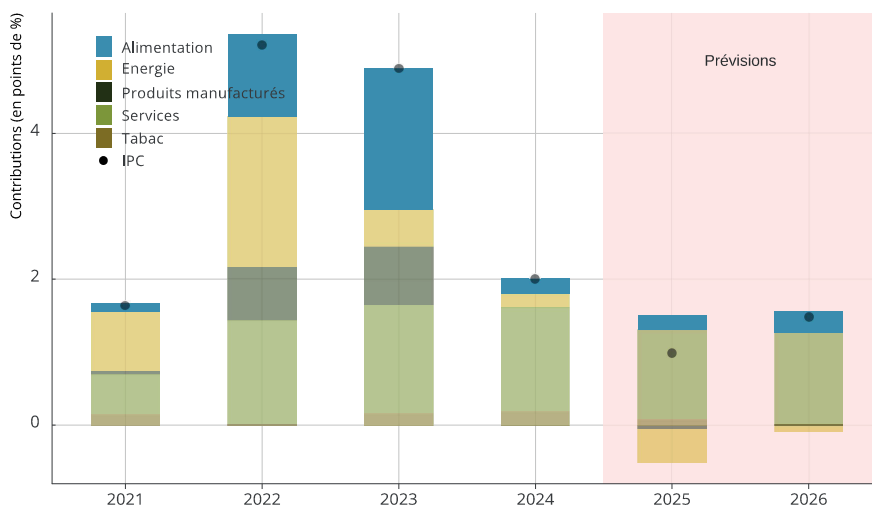
14. Notre prévision ne tient pas compte de la baisse de la prime à l’embauche.

## 10. Des ménages inquiets, une épargne élevée

### 10.1. Une inflation faible

Après deux années de hausse marquée de l'indice des prix à la consommation (5,2 % en 2022 et 4,9 % en 2023), 2024 et 2025 ont été caractérisées par un fort reflux de l'inflation (graphique 10.1). Passant de 6,3 %, au moment du pic de février 2023, elle est tombée à 0,7 % en mai 2025, chiffre qui n'avait pas été atteint depuis plus de quatre ans, avant la montée des tensions inflationnistes avec la reprise post-Covid. La baisse de l'inflation est principalement due à la décreue de l'inflation énergétique et alimentaire. Pour autant, cette rapide diminution de l'inflation n'efface pas la hausse de plus de 14 % des prix observée au cours des quatre dernières années (dont 24 % pour les prix de l'énergie et 23 % pour l'alimentaire). En 2025, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), ne serait que de 1 % en moyenne annuelle (après 2 % en 2024), en raison de la baisse des prix de l'énergie et des produits manufacturés. En 2026, l'inflation

Graphique 10.1. Évolution et contribution des composantes de l'IPC



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

se redresserait à 1,5 % en moyenne annuelle mais resterait modérée en raison de prix de l'énergie toujours orientés à la baisse et de salaires peu dynamiques (2,2 % en 2026 après 2 % en 2025 pour le salaire moyen par tête), conduisant à une inflation sous-jacente relativement faible (1,6 % en 2025 et 1,7 % en 2026).

## 10.2. Un pouvoir d'achat des ménages en berne en 2026 après une légère hausse en 2025

Après une hausse significative en 2024 (+2,1 % par unité de consommation (UC<sup>1</sup>)), le pouvoir d'achat des ménages augmenterait légèrement en 2025 (+0,6 % par UC) (tableau 10.1). Dans un contexte de faible inflation, les gains de pouvoir d'achat en 2025 seraient tirés par les prestations sociales avec notamment la revalorisation de 2,2 % des retraites et par la hausse des salaires réels. Le ralentissement des salaires nominaux étant moins marqué que celui des prix, le salaire moyen par tête (SMPT) réel progresserait de 1,0 % en 2025 après 0,6 % en 2024. Cependant, les destructions nettes d'emplois<sup>2</sup>, la hausse de la fiscalité, bien que ciblée sur les plus hauts revenus, et le ralentissement des revenus du patrimoine, qui soutenaient largement la hausse du pouvoir d'achat depuis 2021, atténueraient les effets positifs du rattrapage des salaires réels.

En 2026, la tendance s'inverserait : le revenu réel par unité de consommation diminuerait de 0,4 %. Dans un contexte de consolidation budgétaire, la faible croissance des prestations sociales pèserait sur la hausse du pouvoir d'achat, accentuée par la remontée modérée de l'inflation. La masse salariale serait également peu dynamique : malgré des salaires réels qui restent en hausse (+0,8 %), les destructions d'emplois freineraient la croissance du RDB réel. Enfin, la contribution des revenus de patrimoine demeurerait limitée, amplifiant le recul global.

---

1. Pour comparer les niveaux de vie de ménages de taille ou de composition différente, on divise le revenu par le nombre d'unités de consommation (UC). Celles-ci sont calculées de la façon suivante: 1 UC pour le premier adulte du ménage, 0,5 UC pour les autres personnes de 14 ans ou plus, 0,3 UC pour les enfants de moins de 14 ans.

2. Voir tableau 9.1 dans la section précédente, « Un marché du travail malmené ».

Tableau 10.1. Compte des ménages

|                                                 | 2022        | 2023        | 2024        | 2025        | 2026        |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Revenu disponible brut (RDB) nominal</b>     | <b>5,4</b>  | <b>7,9</b>  | <b>4,8</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,5</b>  |
| Déflateur de la consommation                    | 4,9         | 7,0         | 2,2         | 0,5         | 1,4         |
| IPC                                             | 5,2         | 4,9         | 2,0         | 1,0         | 1,5         |
| RDB réel                                        | 0,4         | 0,8         | 2,5         | 1,0         | 0,1         |
| RDB réel par unité de consommation <sup>a</sup> | -0,2        | 0,3         | 2,1         | 0,6         | -0,4        |
| Consommation des ménages (en volume)            | 3,2         | 0,7         | 1,0         | 0,4         | 0,7         |
| <b>Taux d'épargne (en % du RDB)</b>             | <b>16,9</b> | <b>16,9</b> | <b>18,2</b> | <b>18,7</b> | <b>18,2</b> |
| Salaire moyen par tête (SMPT) nominal           | 5,6         | 4,3         | 2,6         | 2,0         | 2,2         |
| SMPT réel <sup>b</sup>                          | 0,4         | -0,6        | 0,6         | 1,0         | 0,8         |

Notes : <sup>a</sup> Déflaté par le déflateur de la consommation. <sup>b</sup> Déflaté par l'IPC.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

### 10.3. Le taux d'épargne reste élevé mais devrait baisser au cours des prochains trimestres

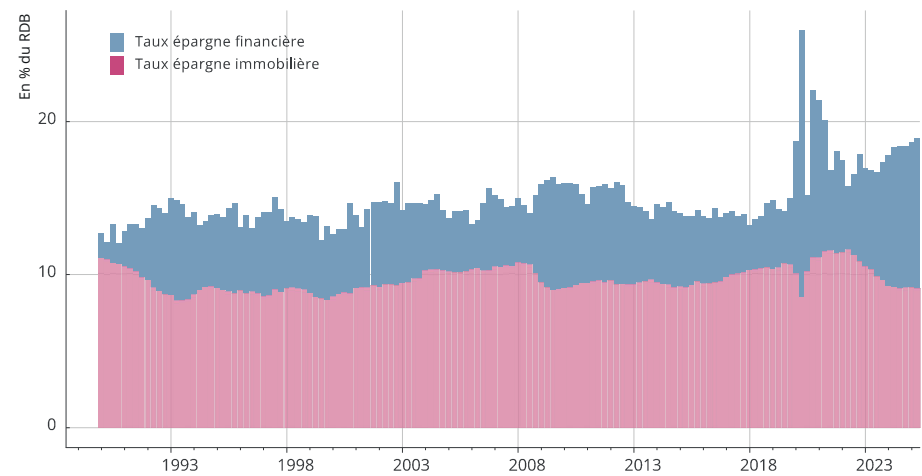
Mi-2025, le taux d'épargne des ménages atteint 18,9 % du revenu disponible brut (RDB). Il se situe 4,3 points de revenu au-dessus de son niveau d'avant la crise Covid, qui s'élevait à 14,6 % du RDB en moyenne au cours de la décennie 2010. Malgré le choc inflationniste, les ménages n'ont pas utilisé cette « sur-épargne » pour lisser les effets de l'inflation sur leur consommation : le taux d'épargne est au contraire reparti à la hausse depuis la mi-2022, augmentant de plus de 3 points de RDB. Ainsi, au cours des cinq dernières années et demie, les ménages ont accumulé 21 points de revenu annuel en sur-épargne, soit près de 350 milliards d'euros courants. Ce chiffre ne tient toutefois pas compte de la dépréciation réelle de leur patrimoine, or la valeur réelle de ce patrimoine a baissé depuis 2022 sous l'effet de la taxe inflationniste<sup>3</sup>. Cette sur-épargne s'est dirigée majoritairement vers l'épargne financière : le taux d'épargne financière avoisine désormais 10 % du RDB, soit deux fois plus qu'avant la crise Covid, dépassant même pour la première fois depuis le T42000 celui de l'Allemagne<sup>4</sup> (graphique 10.2).

3. Pour plus d'informations, voir la partie II du n° 187 de la *Revue de l'OFCE*, « Perspectives 2024-2025 pour l'économie française » : <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/3-187OFCE.pdf>

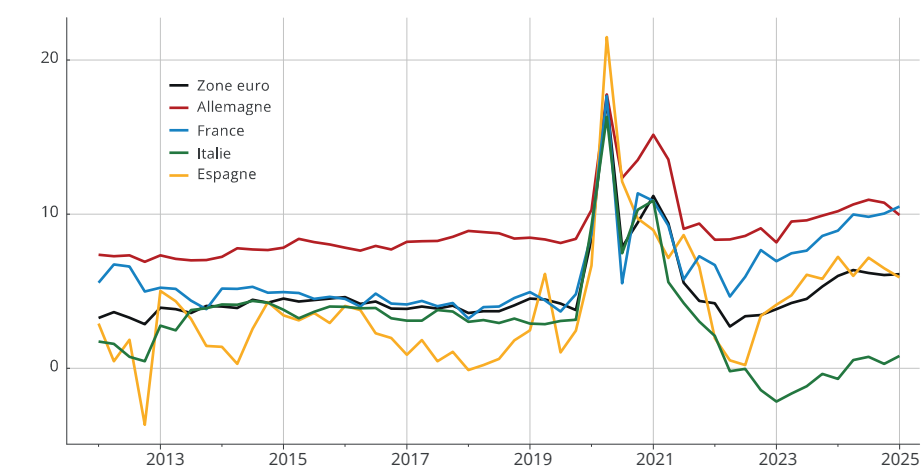
4. Voir Banque de France, 2025, « Épargne des ménages – 2025-Q1 », 13 août.

Graphique 10.2. Taux d'épargne financière des ménages

a) En France



b) Comparaison européenne



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

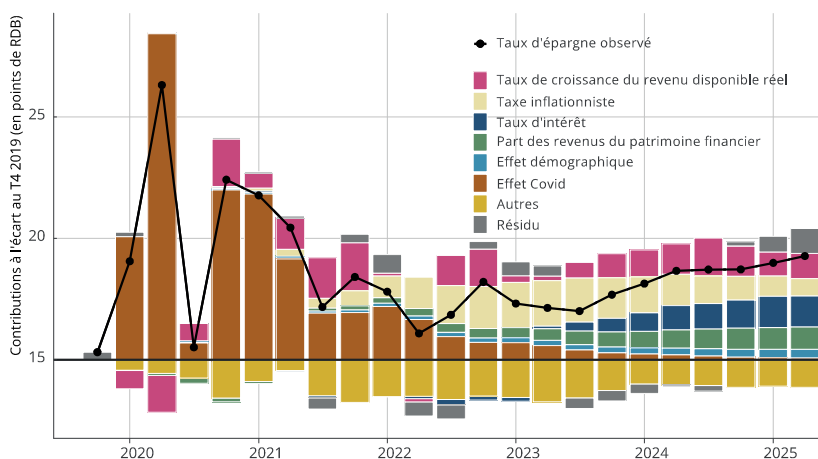
### Encadré 10.1. Comment expliquer l'évolution du taux d'épargne depuis fin 2019 ?

Entre fin 2019 et mi-2025, le taux d'épargne des ménages en France a augmenté de 3,9 points de revenu, passant de 15 % du RDB à 18,9 % du RDB. Si la crise de la Covid-19 a été marquée par un phénomène d'accumulation inédit d'épargne grâce au maintien du revenu du travail et à une consommation limitée du fait des confinements, depuis, le taux d'épargne n'est jamais revenu à son niveau moyen de la décennie 2010. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette hausse (graphique 10.3).

Une première explication tient au retour de l'inflation en 2022 et 2023 : la hausse générale des prix a réduit la valeur réelle du patrimoine financier des ménages, ce qui a pu les inciter à épargner davantage afin de compenser cette « taxe inflationniste ». À cette période, plus de la moitié de la hausse du taux d'épargne par rapport à fin 2019 s'expliquait par l'inflation. Sa contribution diminue depuis 2024 avec le reflux de l'inflation.

Parallèlement, l'augmentation des taux d'intérêt à partir de 2022 a freiné la consommation, en renchérissant le coût des crédits à la consommation. Ainsi, depuis mi-2023, les taux d'intérêt contribuent positivement à la hausse du taux d'épargne par rapport à la période pré-Covid ; ils expliquent un tiers au 2<sup>e</sup> trimestre 2025.

Graphique 10.3. Décomposition de l'évolution du taux d'épargne par rapport au T4 2019



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

Les gains de pouvoir d'achat enregistrés depuis le 3<sup>e</sup> trimestre de 2023 ont également soutenu la hausse du taux d'épargne. En effet, si à long terme la consommation en volume est indexée unitairement sur le revenu réel, à court terme, les chocs positifs de pouvoir d'achat se traduisent d'abord par une augmentation transitoire de l'épargne, car il existe un délai entre un choc sur le revenu et sa transmission à la consommation.

Les effets de structure des revenus ont eux aussi favorisé l'augmentation du taux d'épargne au niveau macroéconomique depuis 2019. En effet, les différentes composantes du revenu des ménages ne sont pas consommées dans les mêmes proportions. En particulier, les revenus financiers sont proportionnellement plus épargnés que les autres types de revenus, et sont majoritairement détenus par des ménages plus aisés, qui épargnent plus. Or, entre fin 2019 et fin 2024, la part des revenus du patrimoine financier dans le RDB n'a cessé d'augmenter, passant de 6,1 % du RDB à 8,1 % du RDB. Mi-2025, elle contribue à hauteur de 1,3 point de revenu à la hausse du taux d'épargne par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire.

Une autre explication est liée aux effets démographiques et au vieillissement de la population. Les jeunes ayant un taux d'épargne plus faible, leur moindre poids dans la population accroît mécaniquement l'épargne globale.

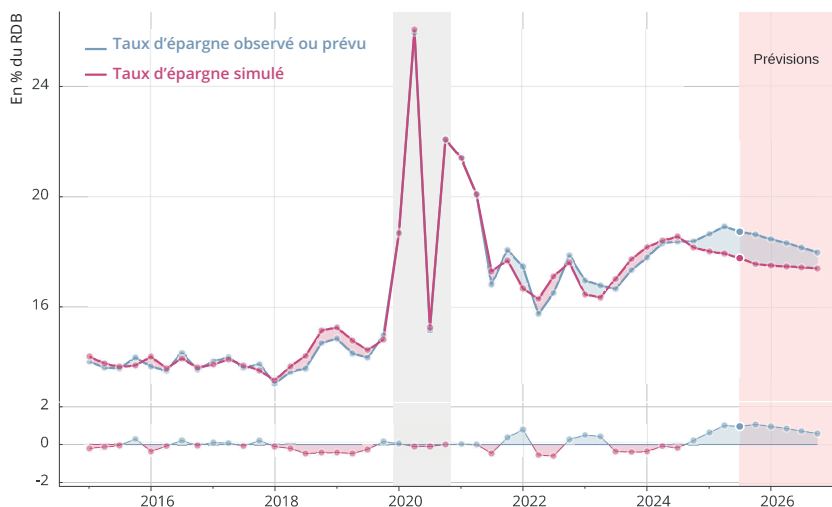
Enfin, l'incertitude peut conduire les ménages à différer leurs décisions de consommation, renforçant ainsi l'épargne. Le résidu positif observé à partir de fin 2024, au moment de la montée de l'instabilité politique, et qui s'accroît en 2025, pourrait résulter de cette incertitude.

---

Selon nos prévisions, le taux d'épargne augmenterait en moyenne en 2025 et atteindrait 18,7 % du RDB, porté par sa hausse du premier semestre. Il commencerait toutefois à baisser au second semestre 2025, sous l'effet notamment du fort repli de l'inflation et de la baisse des taux d'intérêt. La disparition de la taxe inflationniste et une épargne moins rémunératrice nominalement pousseraient les ménages à réduire progressivement leur taux d'épargne, tandis que la baisse des taux des nouveaux crédits bancaires les inciterait à consommer davantage. De plus, les revenus du patrimoine, qui sont proportionnellement plus épargnés que les autres types de revenus, ne devraient plus alimenter la hausse du pouvoir d'achat en 2025 et 2026, favorisant ainsi un recul du taux d'épargne au niveau macroéconomique. Par conséquent, nous anticipons une diminution du taux d'épargne en 2026, à 18,2 % du RDB en moyenne, qui soutiendrait la consommation et la croissance.

La réduction prévue du taux d'épargne est cependant plus modérée que ce qu'indique notre équation (graphique 10.4), en raison d'effets liés à l'incertitude. En effet, on peut observer depuis fin 2024 un écart qui s'amplifie entre le taux d'épargne observé et l'estimation du taux d'épargne basée sur ses déterminants traditionnels. Cet écart coïncide avec la montée de l'instabilité politique depuis la dissolution de l'Assemblée nationale et la censure du budget. L'incertitude étant repartie à la hausse depuis l'annonce de François Bayrou de se soumettre à la confiance du gouvernement, nous maintenons cet écart en 2026. La démission surprise du gouvernement Lecornu et l'incertitude concernant l'adoption d'un budget d'ici la fin de l'année ne feront que renforcer cet effet. Par conséquent, le taux d'épargne moyen que nous inscrivons en prévision en 2026 est 0,8 point au-dessus de ce que nous indique notre équation, reflétant ce haut niveau d'incertitude. Bien que prévu en baisse, il s'établirait fin 2026 à 18 % du RDB, encore plus de 3 points de revenu au-dessus de son niveau pré-Covid et 0,6 point au-dessus de ce qu'indique notre équation.

Graphique 10.4. Taux d'épargne prévu et taux d'épargne issu de l'équation



Dernier point connu : T2 2025.

Note : Le taux d'épargne simulé résulte de l'équation et est prolongé à partir des exogènes prévues. Le taux observé est prolongé avec notre prévision, dans laquelle nous réduisons progressivement l'écart au taux simulé. Lorsque l'épargne simulée est inférieure à l'épargne observée (sur-épargne), l'écart est rempli en bleu, à l'inverse, en cas de sous-épargne, l'écart est rempli en rouge clair (ou rose). L'équation intègre des variables indicatrices entre le T1 2020 et le T4 2020 (Covid), marquées en gris.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

10.4. L'investissement des ménages retrouve progressivement des couleurs

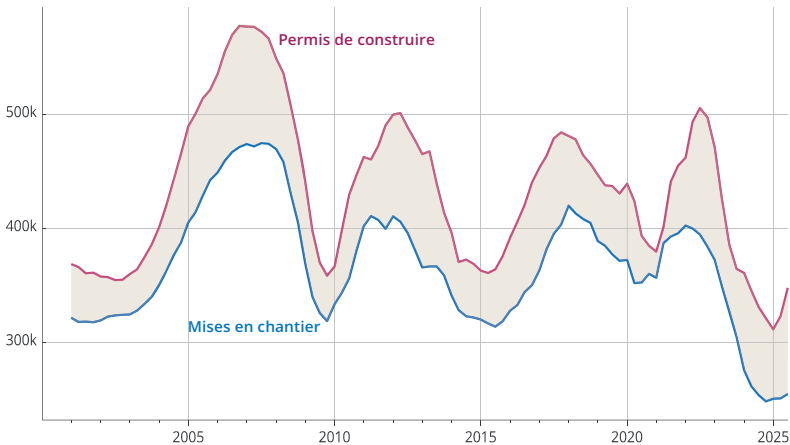
La hausse des permis de construire enregistrée depuis le début de l'année 2025 laisse présager un redressement du secteur de la construction (graphique 10.5a), la poursuite de la baisse des taux d'intérêt des nouveaux crédits à l'habitat (graphique 10.5b) entamée début 2024 s'est accompagnée d'une nette amélioration des enquêtes de conjoncture menées auprès des professionnels du secteur (graphique 10.5c)<sup>5</sup>.

Par la suite, l'augmentation du volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages (graphique 10.5d) a eu pour conséquence de soutenir de nouveau les transactions dans l'ancien (graphique 5.5e), celles-ci contribuant positivement au redressement de l'investissement des ménages au travers de ses composantes fiscales (les DMTO) et travaux.

Dès lors, nous anticipons que l'investissement des ménages devrait croître sous l'effet de la reprise du secteur de la construction neuve, soutenu notamment par l'ouverture à l'ensemble du territoire du dispositif de prêt à taux zéro (PTZ).

Graphique 10.5(a). Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel

a) Mises en chantier et permis de construire

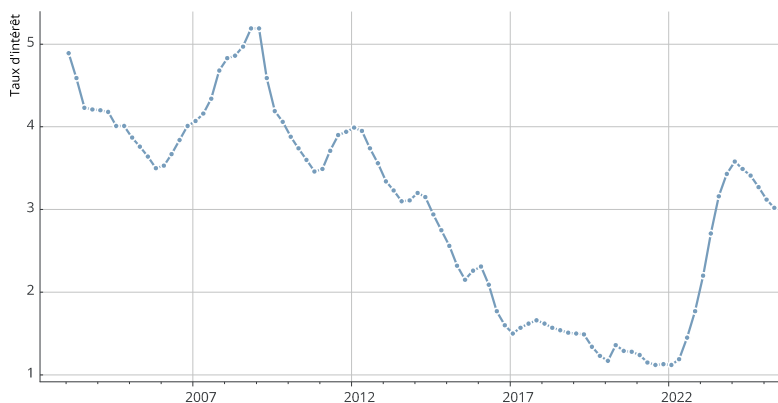


Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

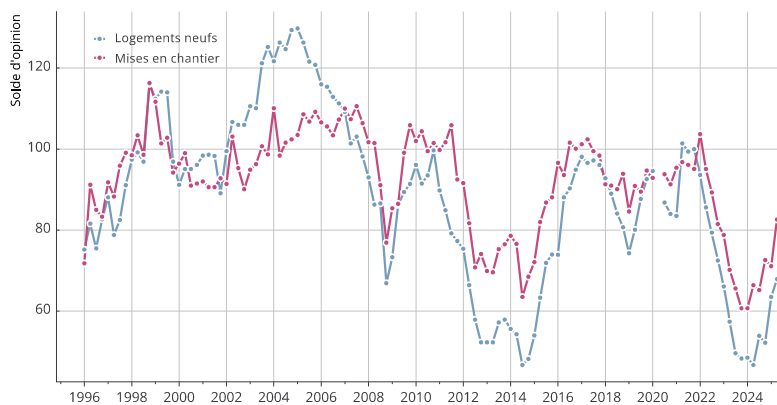
5. Voir É. Heyer et P. Madec, 2024, « Investissement des ménages en Europe : impact de la hausse des taux d'intérêt », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

## Graphique 10.5(bcd). Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel

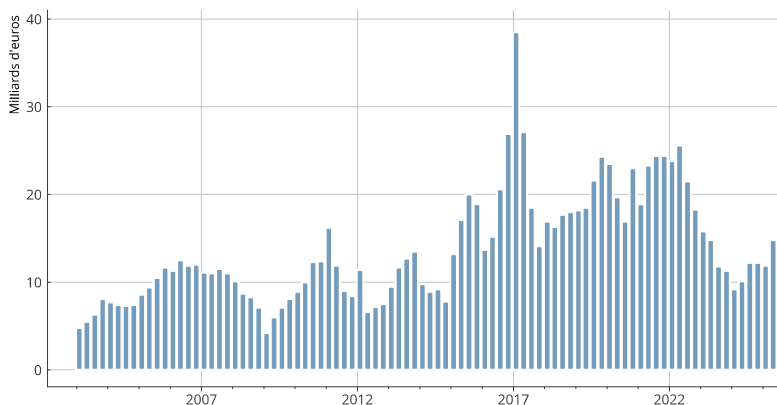
## b) Taux des nouveaux crédits à l'habitat



## c) Conjoncture du bâtiment



## d) Volume de nouveaux crédits à l'habitat



Sources : Banque de France, INSEE, prévision OFCE octobre 2025.



## 11. Les entreprises sont fébriles

---

### 11.1. Investissement en services, désinvestissement en construction

Avec un taux de croissance proche de zéro au premier trimestre (+0,1 %) et légèrement négatif au deuxième (-0,2 %), la formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises non financières (ENF) résiste. Dans la continuité des trimestres précédents, ce sont essentiellement les services marchands qui contribuent positivement à la croissance de la FBCF, en particulier les services en information-communication et les services aux entreprises, dont les taux de croissance avoisinent 0,7 % en moyenne sur les deux premiers trimestres. La FBCF en produits de la construction continue de baisser, pour le huitième trimestre consécutif (-1,6 % au premier trimestre et -0,5 % au deuxième), tandis que celle en produits manufacturés reste stable, avec un taux de croissance autour de zéro depuis trois trimestres. On remarque cependant qu'au sein de l'investissement en produits manufacturés, la contribution positive des matériels de transport, qui neutralisait les contributions négatives des biens d'équipement et des autres produits industriels fin 2024 et début 2025, replonge au deuxième trimestre avec un taux de croissance à -1,9 %. Le taux d'investissement des ENF reste donc stable à 16,6 % de la valeur ajoutée marchande, toujours bien au-dessus de sa moyenne sur 10 ou 20 ans à 15,4 % et 15,1 % respectivement (graphique 11.1).

### 11.2. Vers une réduction du taux d'investissement

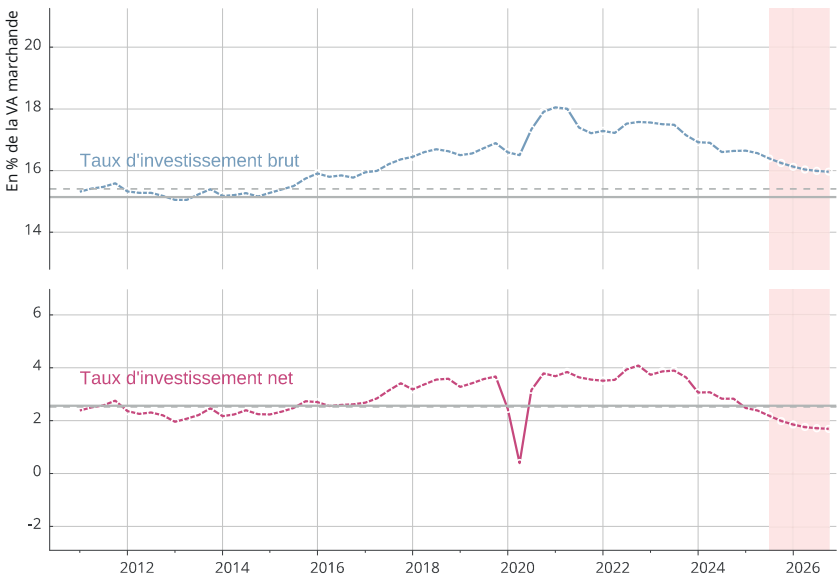
Nous prévoyons une réduction de la FBCF des ENF de 1,4 % en 2025 et 1,7 % en 2026, soit un rythme un peu moins rapide que celui observé en 2024 (-2,4 %), et un taux d'investissement qui s'établirait à 16 % de la valeur ajoutée fin 2026 (graphique 11.1). Ce scénario est marqué par des perspectives de demande qui stagnent<sup>1</sup>, et insuffisantes pour compenser l'écart qui s'est créé entre le taux d'investissement et le coût du capital depuis fin 2022. D'autres facteurs viennent renforcer cette prévision. Les sondages d'opinion et les

---

1. Voir *supra* le tableau 7.2 dans la section 7 de cette partie, « La consolidation budgétaire et l'incertitude amputent la croissance en 2025 et 2026 ».

carnets de commande dans l’industrie et la construction soutiennent une hausse modérée, voire un repli, de la demande en fin d’année. Le taux d’utilisation des capacités de production dans l’industrie, bien qu’il masque une certaine hétérogénéité quant à la capacité des entreprises à répondre à la demande qui leur est adressée, reste inférieur à son niveau moyen<sup>2</sup>. La rémunération du capital, au sens du taux de marge, continue de diminuer (graphique 11.2). Enfin, l’incertitude liée à la politique nationale a de nouveau augmenté au mois de septembre, atteignant un niveau comparable à celui observé en juillet 2024 au moment de la dissolution de l’Assemblée<sup>3</sup>. Au regard de l’instabilité politique actuelle, ce niveau d’incertitude devrait se maintenir au-delà du mois de septembre, ce qui conduirait les entreprises à être particulièrement prudentes dans leurs orientations d’investissement au cours des prochains trimestres.

Graphique 11.1. Taux d’investissement des ENF en volume

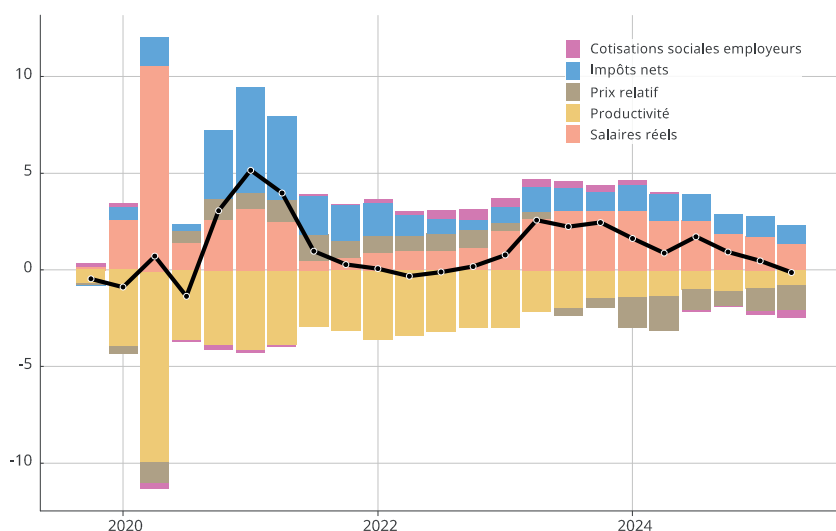


Note : Les lignes grises indiquent la moyenne du taux d’investissement en volume entre 1995 et 2015 (solide) et entre 2005 et 2015 (en pointillé). Les taux d’investissement sont calculés à partir de l’investissement et de la valeur ajoutée marchande mesurés en volume.  
Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

2. Voir Insee, 2025, « En juillet 2025, la demande, passée comme prévue, s’affaiblit selon les industriels. Enquête trimestrielle de conjoncture dans l’industrie – juillet 2025 », *Informations Rapides*, n° 178, 24 juillet, et Banque de France, 2025, « Enquête mensuelle de conjoncture – Début septembre 2025 », 9 septembre.  
3. Voir *supra* la section 8 de cette partie, « L’incertitude politique pèse sur l’activité ».

Le taux de marge brut des sociétés non financières (SNF) continue de diminuer pour le troisième trimestre consécutif et atteint 30,7 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre, soit près de 2,5 points de valeur ajoutée de moins qu'au moment du dernier pic de FBCF au troisième trimestre 2023. Il repasse ainsi en dessous de la moyenne de 2019, malgré la baisse de la fiscalité sur la production et la baisse du salaire réel (graphique 11.2). La baisse du taux de marge aux deux premiers trimestres concerne en particulier la branche de l'énergie, qui atteint 68,4 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre, en raison d'une baisse de la demande et d'un effet prix relatif défavorable. Le taux de marge du secteur des services marchands baisse aussi, pour le troisième trimestre consécutif, ce qui s'explique notamment par l'augmentation de la fiscalité sur la production et l'augmentation du salaire réel. Ces baisses de marge sont en partie compensées par l'augmentation du taux de marge dans l'industrie manufacturière, qui atteint 37,7 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre, tirée par la productivité du travail et par un effet prix relatif favorable.

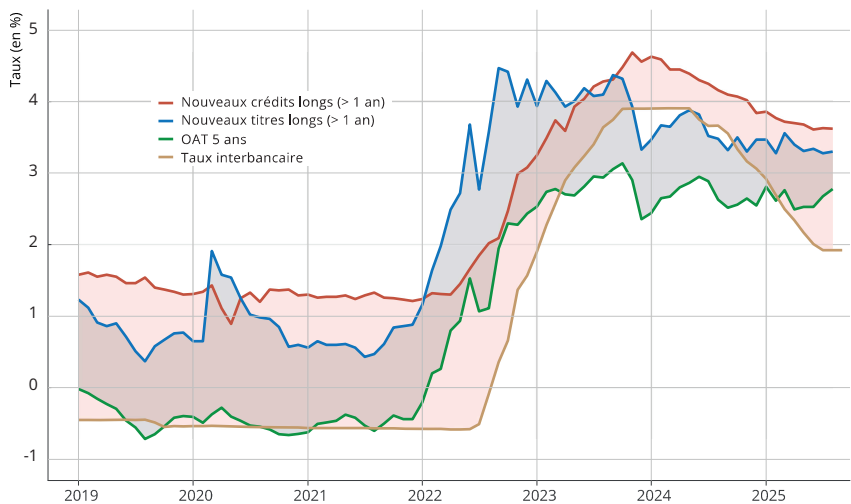
Graphique 11.2. Variation du taux de marge des SNF par rapport à la moyenne de 2019



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

Le coût de financement à long terme des entreprises continue de baisser mais le rythme ralentit (graphique 11.3). Le taux sur les nouveaux crédits longs (plus d'un an) a diminué de plus de 20 points de base depuis fin 2024, ce qui indique que les banques continuent de répercuter la baisse de leur coût de financement sur les entreprises. En revanche, le rendement des obligations d'entreprise à maturités longues (plus d'un an) est resté au même niveau que celui observé fin 2024. La réduction du taux directeur de la BCE, qui affecte surtout le segment court de la courbe des taux, ne semble pas se répercuter sur le rendement des titres de dette nouvellement émis par les SNF. L'augmentation du taux sur l'emprunt phare à 10 ans, plus de 75 points de base depuis décembre 2023, ne se répercute pas non plus. La trajectoire du rendement des nouveaux titres émis par les SNF semble plutôt calée sur celle de l'OAT à 5 ans, qui lui est globalement stable.

Graphique 11.3. Taux d'intérêt et coût de financement des SNF



Sources : Banque de France, BCE, investing.com, prévision OFCE octobre 2025.

## 12. La difficile baisse du déficit

---

**E**n 2024, le Conseil de l'Union européenne a ouvert une procédure de déficit excessif à l'encontre de la France. Selon les dernières données disponibles, le déficit public s'est établi à 5,8 % du PIB en 2024 (voir tableau 12.1). Ce fort déficit a été observé dans un contexte politique tendu. Toutefois, les chiffres décevants sur le front des finances publiques s'expliquent par un long processus de dégradation relative des finances publiques hexagonales<sup>1</sup>.

En 2025, la politique budgétaire s'est engagée dans la voie de la consolidation budgétaire. À l'issue d'un processus politique complexe, la loi de finances initiale de 2025 a été promulguée au cours du mois de février 2025. Selon nos calculs, l'ajustement budgétaire structurel primaire pour 2025 devrait s'établir à 0,9 point de PIB. L'effacement des dispositifs du plan de relance post-crises Covid et inflationniste améliore le solde public de 0,3 point de PIB. Par ailleurs, l'essentiel de la consolidation proviendra des hausses de prélèvements obligatoires (0,5 point de PIB). Parmi les mesures nouvelles en prélèvements obligatoires, les entreprises sont particulièrement concernées avec notamment la contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises (8 milliards d'euros). Les ménages de leur côté voient leur fiscalité alourdie de 0,2 point de PIB avec la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus. Selon nos calculs, hors mesures de relance et charges d'intérêt, la dépense publique devrait évoluer comme le PIB potentiel. L'ajustement structurel sur la dépense primaire sera ainsi faible (0,1 point de PIB).

L'impulsion budgétaire de 2025 s'explique essentiellement par les hausses de fiscalité, ciblées sur les grands groupes et les hauts revenus. Ainsi, le multiplicateur associé à la politique budgétaire devrait être relativement faible (nous l'évaluons à moins de 0,5). En 2025, la politique budgétaire amputerait la croissance du PIB de 0,4 point.

---

1. Voir É. Heyer, M. Plane, X. Ragot, R. Sampognaro et X. Timbeau, 2025, « *Quelles trajectoires pour les finances publiques de la France ?* », *OFCE Working Paper*, n° 13.

Malgré une orientation clairement restrictive en 2025, la baisse du déficit sera atténuée par la dégradation de l'activité qui ampute le solde conjoncturel de 0,3 point de PIB et la hausse de la charge d'intérêts (0,2 point de PIB). Au total, le déficit public est attendu à 5,4 % de PIB pour l'année 2025.

Dans un contexte politique tendu il est difficile de réaliser une prévision de politique budgétaire. Sans prédire l'issue finale du processus politique, nous avons construit un scénario qui est calé sur le rapport d'avancement annuel de 2025<sup>2</sup>.

---

### Encadré 12.1. Quelles marges de manœuvre peut disposer un nouveau gouvernement au regard des engagements européens ?

Le scénario retenu dans la prévision tient compte du respect du plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) pour la période 2025-2029 présenté en octobre 2024. Le rapport d'avancement annuel (RAA) du mois d'avril 2025 confirmait cette trajectoire. En absence de clarté pour la politique budgétaire à venir nous avons décidé de maintenir cette trajectoire comme un scénario de référence. Les tensions politiques récentes, en lien avec les difficultés à mettre en place un programme prévoyant des économies très fortes, nous a fait considérer un scénario alternatif qui tout en respectant le PSMT français en vigueur, allège la consolidation budgétaire.

Le RAA 2025 anticipe une évolution de la dépense publique nette de +0,7 % en 2026. Le document spécifie aussi que compte tenu des efforts réalisés par le passé, une évolution de 1,2 % serait toujours compatible pour 2026 avec la procédure de déficit excessif française. Cela donne une marge de manœuvre de 0,2 point de PIB au futur gouvernement tout en respectant les règles européennes à court terme, s'il s'engage à atteindre un déficit inférieur à 3 % en 2029. Ainsi, si la constitution d'un nouveau gouvernement implique des concessions budgétaires, la France pourrait mettre en place un ajustement budgétaire primaire de l'ordre de 0,7 point de PIB tout en respectant le PSMT envoyé à la Commission européenne et qui placerait le pays sur une trajectoire qui pourrait mettre fin à la procédure de déficit excessif en vigueur.

Il faut remarquer que ce scénario, moins strict que le contenu du rapport d'avancement annuel et le plan pluriannuel envoyé à la Commission européenne en vue de la sortie de la procédure de déficit excessif, aura des conséquences sur la consolidation nécessaire à partir de 2027 pour

---

2. Direction générale du Trésor, 2025, *Rapport d'avancement annuel 2025*, Paris, Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle, énergétique et numérique.

respecter les cibles de désendettement des nouvelles règles de la gouvernance européenne.

Selon nos estimations, dans ce cas de figure le déficit public devrait atteindre 5,1 % du PIB en 2026. Si le scénario d'une moindre consolidation se précise et que la trajectoire ultérieure d'une consolidation plus forte au cours des années à venir est jugée crédible alors nous pouvons envisager un aléa haussier sur notre prévision pour 2026. Pour rappel, dans Heyer *et al.* (2025)<sup>(a)</sup> nous avons estimé l'effet d'une telle déviation par rapport à la trajectoire du PSMT. Toutefois, la crédibilité sur la mise en place future de la consolidation joue un rôle clé, dans un moment où la France peine à trouver de la stabilité gouvernementale.

Plus largement, un nouveau gouvernement pourrait décider de revoir plus sensiblement la trajectoire de finances publiques mais pour cela il doit envoyer un nouveau plan pluriannuel à ses partenaires de l'Union européenne, ce qui ouvrirait une nouvelle phase de négociation pour apprécier la conformité de la nouvelle trajectoire avec les exigences des règles de la gouvernance européenne, notamment dans le cadre d'une procédure de déficit excessif.

(a) É. Heyer *et al.*, art. cité.

---

Sous cette hypothèse, la consolidation budgétaire primaire serait de 0,9 point de PIB en 2026. Bien évidemment ce scénario a peu de probabilité de se réaliser au vu de la forte incertitude politique surplombant notre prévision<sup>3</sup>. Au jour où la prévision a été finalisée, les principales orientations du PLF 2026 sont inconnues. Pour construire un scénario de politique budgétaire nous avons supposé, de façon conventionnelle, que la moitié des nouvelles mesures budgétaires seront réalisées en dépenses et l'autre moitié en prélèvements<sup>4</sup>. Le scénario d'une impossibilité de vote d'une loi de finances initiale ou à défaut le vote d'une loi spéciale (encadré 12.2) ne sont pas retenus. Leur matérialisation pourrait – par-delà la prévision de politique budgétaire – modifier bien plus significativement le scénario macro-économique français.

---

3. Voir R. Sampognaro, 2024, « Effet d'un choc d'incertitude sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

4. Il faut rappeler que certaines hausses de dépenses publiques sont déjà préengagées (par exemple, la contribution à l'Union européenne).

### Encadré 12.2. Quel ajustement serait permis par une nouvelle loi spéciale ?

Le scénario de finances publiques pour l'année 2026 dépendra notamment des évolutions politiques et de ses conséquences sur le processus budgétaire. Pour mémoire, dans notre scénario central, nous avons considéré que la France réussira à avoir en 2026 un budget qui respecte les annonces du PSMT, confirmées dans le RAA d'avril 2025. Nous pouvons penser un cas où le seul accord possible serait celui du vote d'une loi spéciale, comme fin 2024.

En effet, pour garantir la continuité de l'État, le bon fonctionnement des services publics, la possibilité de prélever les impôts et le recours à l'endettement pour l'État et les administrations publiques, une loi spéciale « article 45 » peut être adoptée. Cet outil juridique n'autorise pas l'exécutif à modifier la politique économique mais ne dispense pas le gouvernement de présenter un nouveau budget en 2026 et de le faire adopter par le Parlement. De plus, un tel budget, au moins pour le volet recettes, doit être réalisé rapidement s'il ne veut pas se heurter au principe de non-rétroactivité de l'impôt. Si une loi spéciale est exempte de tout choix politique, elle n'est pas sans incidence budgétaire. Le scénario ici présenté suppose implicitement que la loi spéciale soit adoptée pour l'ensemble de l'année 2026 sans vote d'une nouvelle loi de finances. Or, il faut rappeler qu'une loi spéciale ne dispense pas d'adopter une loi de finances.

La loi spéciale empêche de prendre des mesures nouvelles aussi bien sur les prélèvements obligatoires (PO) que sur les dépenses publiques. Ainsi, les PO de 2026 seraient inchangés par rapport à 2025 (à l'exception des mesures fiscales déjà votées). Selon nos calculs, les PO diminueraient de 6,5 milliards (soit 0,2 point de PIB). L'essentiel de la baisse s'expliquerait par la fin des contributions exceptionnelles sur les grandes entreprises et les hauts revenus (-10 milliards d'euros). Pour le reste la baisse des PO serait atténuée par le gel du barème de l'impôt sur le revenu et les mesures administratives déjà annoncées en termes de lutte contre la fraude fiscale.

Mais l'essentiel des effets budgétaires passe par la dépense, le principe général étant que les dépenses de l'État soient gelées en valeur, tandis que les autres dépenses, celles des administrations de Sécurité sociale et des collectivités locales, ne peuvent pas être pilotées à travers une loi spéciale. Sans mesures correctrices, ces dépenses évolueraient selon leur trajectoire spontanée. Il faut ajouter que certaines dépenses de l'État sont déjà pré-engagées (charge d'intérêts, contribution au budget de l'UE) et s'établissent à la hausse en 2026 (+0,5 point de PIB sur ces deux postes). Selon nos calculs, l'effort en dépenses publiques induit par le passage par une loi spéciale s'établit à 3 milliards d'euros (soit 0,1 point de PIB). Si l'essentiel de l'effort vient de la dépense de l'État (hors dépenses pré-engagées), en 2026 la Sécurité sociale et les administrations locales verraient cependant leurs dépenses diminuer en points de PIB potentiel.

Au total, en 2026, selon nos calculs, la loi spéciale ne permettrait pas de réduire le déficit structurel (contre -0,7 point de PIB dans le cadre du RAA). Ce chiffre s'explique par des spécificités de l'année 2026 : extinction de mesures fiscales passées et montée de la contribution à l'UE. Cet effort primaire serait insuffisant à compenser la hausse de la charge d'intérêts et, finalement, le solde structurel français connaîtrait une dégradation de 0,1 point de PIB en 2026 dans ce scénario. Dans ce cas de figure, il serait donc très difficile de diminuer le déficit public en 2026, qui pourrait s'établir à 5,5 % du PIB. Ce dernier résultat doit être pris avec prudence car même dans un scénario décrit ci-dessus, les futures autorités publiques auront pleine liberté pour corriger la trajectoire de dépenses publiques en cours d'année. Surtout si les tensions politiques empêchent tout accord minimaliste sur les évolutions budgétaires, il faut tenir compte des réactions d'autres variables clés : les taux d'intérêt et l'effet sur les anticipations des agents privés qui peuvent modifier leurs plans dans le sens d'une plus grande prudence (réduction de l'investissement, hausse de l'épargne).

---

La politique budgétaire pèserait sur la croissance du PIB à hauteur de -0,8 point en 2026. En effet, le multiplicateur d'ensemble serait proche de l'unité, notamment parce que certaines dépenses qui vont augmenter significativement ont un effet multiplicateur sur le PIB très faible (la hausse de la charge d'intérêts et la contribution à l'UE en sont des exemples) alors que les économies structurelles en dépense auraient un multiplicateur relativement élevé (économies sur les prestations, politiques de l'emploi, collectivités locales...).

De fait, l'effet de la restriction budgétaire primaire de 0,9 point de PIB serait contrebalancé par la hausse de la charge d'intérêts (0,2 point de PIB), le creusement du déficit conjoncturel (0,2 point de PIB) et l'extinction du financement européen issue de *NextGenerationEU* (0,1 point). Dans ce cas de figure, le déficit public diminuerait pour atteindre 5,0 % du PIB pour l'année 2026 (après 5,4 % attendu en 2025). Cependant, celui-ci pourrait atteindre 5,1 % du PIB dans le cas d'une consolidation budgétaire plus modérée mais respectant les règles européennes (encadré 12.1) et 5,5 % dans le cas plus théorique d'une loi spéciale (encadré 12.2).

En dépit d'un scénario avec une forte consolidation budgétaire sur 2025 et 2026, le déficit public restera relativement élevé au cours de la période et supérieur au solde stabilisant la dette publique en points de PIB. Ainsi, la dette publique au sens de Maastricht devrait augmenter

jusqu’à près de 118 % du PIB en 2026 (après 115 % en 2025 et 113 % en 2024).

Tableau 12.1. Évolution des finances publiques

| En points de PIB                                                         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         |
|--------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Solde public (= a + b + c - d + f + e)</b>                            | <b>-5,4</b>  | <b>-5,8</b>  | <b>-5,4</b>  | <b>-5,0</b>  |
| Solde primaire hors mesures temporaires, défense et effet d'activité (a) | -2,2         | -3,1         | -2,5         | -1,7         |
| Nouvelles mesures budgétaires pour la défense (f)                        | —            | —            | —            | -0,1         |
| Charges d'intérêts (d)                                                   | 1,9          | 2,1          | 2,3          | 2,5          |
| Mesures d'urgence / relance / énergie / inflation (b)                    | -1,7         | -0,6         | -0,3         | -0,1         |
| Effet d'activité (y.c. effet d'élasticité) (c)                           | 0,2          | -0,2         | -0,5         | -0,7         |
| dont effet lié à l'output gap seul                                       | -0,5         | -0,5         | -0,8         | -1,1         |
| Fonds du plan de relance européen (e)                                    | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,1          |
| <b>Dettes publiques</b>                                                  | <b>109,8</b> | <b>113,2</b> | <b>115,3</b> | <b>117,6</b> |

Sources : Textes budgétaires, prévision OFCE octobre 2025.

## 13. Commerce extérieur : un rebond contrarié

---

### 13.1. Le rebond du commerce extérieur a fortement contribué à la croissance en 2023 et 2024

Le commerce extérieur a connu un redressement significatif en 2023 et 2024 et a fortement contribué à la croissance française sur cette période avec des contributions positives de respectivement 1 et 1,2 point de pourcentage à la croissance du PIB. Conséquence de ce rebond, le solde courant est redevenu excédentaire en 2024<sup>1</sup>, alors qu'il était déficitaire de 37 milliards d'euros en 2022, soit 1,4 point de PIB. Les années 2023 et 2024 se sont caractérisées à la fois par une hausse des exportations et une baisse des importations.

La hausse des exportations n'est pas une surprise. Une partie des chocs de la période 2020-2022 était temporaire. Les exportations d'électricité, de produits de luxe, de services touristiques et de produits de l'industrie aéronautique ont récupéré une partie de leurs pertes, voire dépassé leur niveau d'avant-Covid. La baisse des importations reflète en partie la faible croissance de la demande intérieure. Cependant, la dynamique des importations n'est pas seulement liée à des effets d'activité. Après une forte hausse entre 2019 et 2022, le taux de pénétration a diminué, en lien avec le fort mouvement de déstockage observé en 2023 et 2024.

### 13.2. Un trou d'air au premier semestre 2025

Cette configuration favorable s'est inversée au premier semestre 2025. Les exportations ont diminué de 1,2 % au premier trimestre et n'ont récupéré que très partiellement au deuxième trimestre avec une progression de 0,5 %. L'acquis annuel est négatif de 0,3 %. À l'inverse, les importations croissent de nouveau depuis la mi-2024 et présentent un acquis positif de 2,4 %. La hausse des importations est en partie liée à un phénomène de reconstitution des stocks. La baisse des exportations est notamment liée à une baisse des livraisons

---

1. E. Aurissergues, 2025, « 2024 : La France en excédent extérieur courant », *Le blog de l'OFCE*, 22 juillet.

de matériel de transport. Si les exportations aéronautiques sont restées dynamiques, les produits de la construction automobile ont connu une contre-performance. Pour le premier trimestre les secteurs de la pharmacie et de la chimie ont également contribué négativement.

Le commerce extérieur français semble pour le moment relativement peu affecté par la guerre commerciale. La France est peu exposée directement au marché américain qui représente environ 8 % de ses exportations en marchandises. Elle bénéficie également de l'exemption de droits de douane pour les produits de la construction aéronautique. On note une progression des importations chinoises en biens (+6 % entre janvier et juillet 2025 par rapport à la même période l'année précédente alors que les importations de biens stagnent en valeur sur la période) qui pourrait laisser présager un phénomène de « déversement » de la production chinoise dans les pays européens. Le phénomène est cependant pour le moment quantitativement limité, de l'ordre de 0,1 point de PIB.

### 13.3. Vers un rebond technique au deuxième semestre dans un contexte marqué par la guerre commerciale

Un certain nombre d'éléments suggèrent un rebond technique des exportations au deuxième semestre 2025. Cette embellie s'expliquerait par la livraison de matériels de transport, essentiellement des avions et un navire, déjà produits. Elle aurait pour miroir une variation des stocks de produits finis à la baisse et n'aurait donc pas d'impact sur la croissance du PIB. La croissance des exportations serait de 1,2 % au troisième et au quatrième trimestre 2025 tandis que la contribution de la variation des stocks à la croissance du PIB serait négative lors de ces deux trimestres<sup>2</sup>.

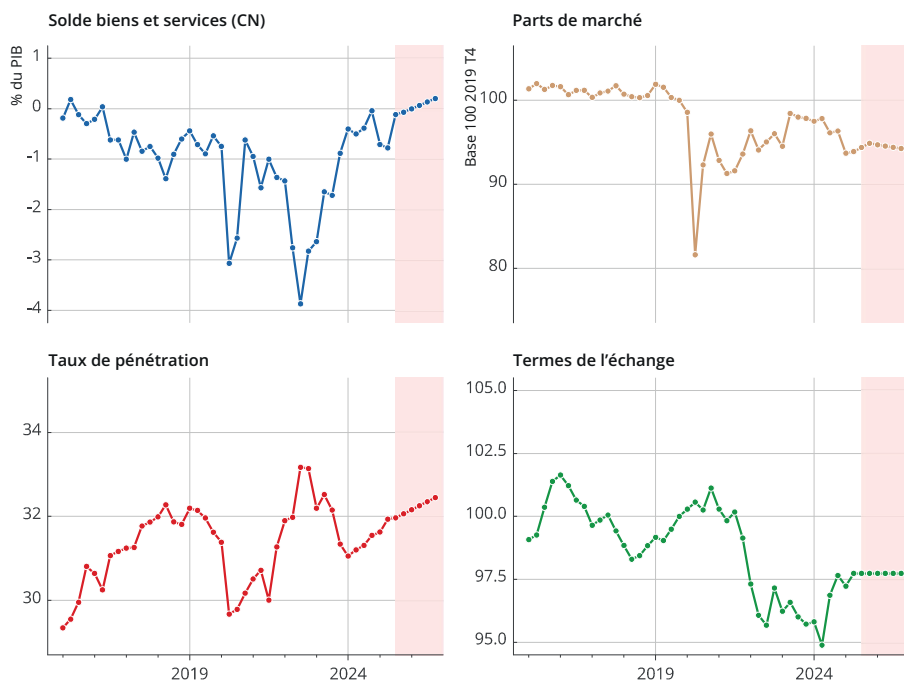
En 2026, la forte incertitude générée par la guerre commerciale nous conduit à adopter des hypothèses relativement neutres pour la prévision, résumées dans le graphique 13.1. Les exportations progresseraient un peu moins rapidement que la demande adressée en raison d'une composition sectorielle relativement défavorable et d'une dégradation de la compétitivité-prix consécutive à la hausse de l'euro. Les importations progresseraient plus rapidement que le PIB en raison

---

2. L'INSEE table lui sur une progression plus forte, de 1,4 % au troisième trimestre puis 2,6 % au quatrième, mais là aussi sans impact sur la croissance en raison d'un mouvement contraire de la variation de stocks.

d'une composition de la croissance favorable aux composantes à fort contenu en importations. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait positive en raison d'un acquis favorable à la fin 2025. Les termes de l'échange resteraient à leur niveau actuel.

Graphique 13.1. Commerce extérieur français : les principales statistiques



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

