

16 décembre 2024

- Nos nouvelles projections macroéconomiques ont été finalisées dans un contexte national et international d'incertitudes accrues. Cette projection a été arrêtée le 27 novembre, soit avant la motion de censure, avec des hypothèses de finances publiques proches du projet de loi de finances conduisant à une réduction sensible du déficit public à 5 % du PIB en 2025. Une moindre consolidation budgétaire n'entraînerait pas pour autant un surplus de croissance, car l'effet négatif de l'incertitude accrue sur la demande des ménages et des entreprises jouerait en sens opposé.
- Notre scénario de référence demeure celui d'une sortie de l'inflation sans récession, avec une reprise décalée à 2026 et 2027 par rapport à nos précédentes projections. L'activité progresserait en 2024 à hauteur de 1,1 %, tirée principalement par le commerce extérieur. La croissance resterait positive en 2025 mais diminuerait un peu. Conjointement à la reprise attendue de la demande chez nos partenaires européens, elle serait ensuite plus dynamique en 2026 et 2027, sous l'effet notamment d'une moindre inflation, et du desserrement réalisé de la politique monétaire.
- En 2024, l'inflation totale a reculé sensiblement et devrait retomber en moyenne annuelle à 2,4 %. Sur l'horizon de prévision, l'inflation s'inscrirait durablement en dessous de 2 %. Le ralentissement des prix serait favorisé par celui des prix de l'alimentation, de l'énergie et des biens manufacturés, tandis que l'inflation dans les services baisserait plus lentement, expliquant un recul plus progressif de l'inflation sous-jacente vers 2 %.
- Comme anticipé, le marché du travail commence à entrer dans une phase transitoire de ralentissement, concentrée sur l'année 2025. Le taux de chômage atteindrait un pic inférieur à 8 % en 2025 et en 2026, avant de repartir à la baisse dans le sillage de la reprise de l'activité.
- Aux incertitudes internes s'ajoutent les aléas géopolitiques toujours élevés et désormais aussi ceux qui pèsent sur le commerce international. Notre scénario de référence ne prend pas en compte le risque de tensions commerciales en cas de hausse des droits de douane aux États-Unis, dont les effets sont difficiles à chiffrer (cf. encadré). Globalement, les risques par rapport à notre projection sont orientés à la baisse pour la croissance, ainsi que dans une moindre mesure pour l'inflation.

POINTS CLÉS DE LA PROJECTION FRANCE EN MOYENNE ANNUELLE

	2023	2024	2025	2026	2027
PIB réel	1,1	1,1	0,9	1,3	1,3
IPCH	5,7	2,4	1,6	1,7	1,9
IPCH hors énergie et alimentation	4,0	2,4	2,2	1,9	1,8
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,3	7,4	7,8	7,8	7,4

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire.
Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.

La croissance resterait positive en 2025 mais diminuerait un peu, avant de gagner en vigueur en 2026

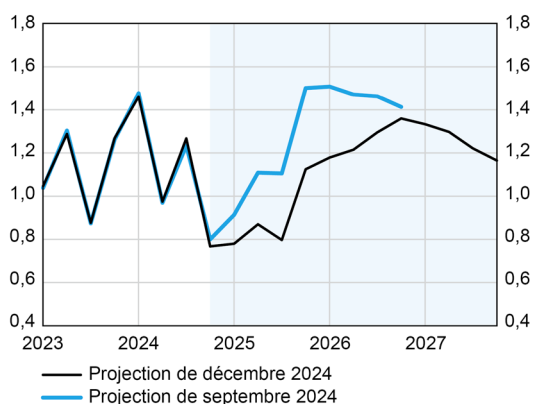
Cette projection, arrêtée le 27 novembre 2024, intègre la première estimation des comptes nationaux du troisième trimestre 2024 publiée le 30 octobre et l'estimation définitive de l'inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) du mois d'octobre, publiée le 15 novembre. Elle se fonde sur les hypothèses techniques de l'Eurosystème arrêtées au 20 novembre 2024. Elle ne prend pas en compte les résultats détaillés du troisième trimestre 2024, mais ces derniers sont dans l'ensemble conformes à nos prévisions, avec notamment un acquis de croissance à l'issue du troisième trimestre qui demeure inchangé à 1,1 %. Par ailleurs, notre scénario international intègre une politique budgétaire aux États-Unis plus expansionniste à la suite du résultat des élections américaines mais ne prend pas en compte l'impact de mesures tarifaires qui demeurent incertaines à ce stade.

Enfin et surtout, nos hypothèses budgétaires pour 2025 s'appuient sur le projet de loi de finances (PLF) initial du gouvernement présenté en Conseil des ministres le 10 octobre. Toutefois, nos projections demeurent compatibles avec des hypothèses alternatives conduisant à un déficit plus prononcé en 2025, compris par hypothèse de travail entre 5 % et 5 ½ % du PIB (cf. section sur les finances publiques *infra*). L'incertitude accrue liée à la situation budgétaire compenserait en effet le caractère plus limité de la restriction budgétaire.

D'après la dernière enquête de conjoncture de la Banque de France établie à début décembre, l'activité serait stable au quatrième trimestre, sous l'effet d'un contrecoup négatif des Jeux olympiques et paralympiques sur l'activité, après leur impact positif sur la croissance au troisième trimestre 2024. La croissance atteindrait ainsi 1,1 % sur l'ensemble de l'année. Elle serait surtout tirée par le commerce extérieur (cf. graphique 2), mais freinée par des phénomènes de déstockage. En dépit des gains de pouvoir d'achat des revenus salariaux, la consommation progresserait modérément en 2024, pénalisée par le maintien du taux d'épargne à un niveau de près de 3 points supérieur à son niveau pré-Covid. L'investissement des entreprises et des ménages pèserait négativement sur l'activité, sous l'effet retardé de la dégradation passée des conditions de financement, dans un contexte d'incertitude qui renforce les comportements attentistes des agents privés.

Graphique 1 : Croissance du PIB réel, en comparaison de la prévision de septembre

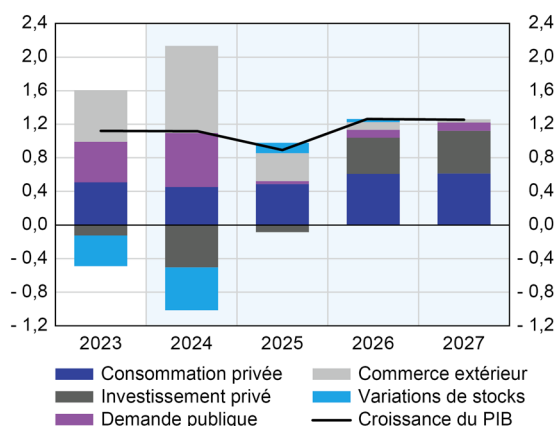
(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2024, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 2 : Contributions à la croissance du PIB réel

(croissance annuelle en %, contributions en points de pourcentage)



Sources : Insee jusqu'en 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

En 2025, l'économie française continuerait de croître à un rythme assez faible, de l'ordre d'un quart de point par trimestre, soit 0,9 % en moyenne annuelle. La demande intérieure serait en effet affectée non seulement par les mesures de consolidation budgétaire, mais aussi par le contexte d'incertitude qui les entoure. De ce fait, la consommation des ménages accélérerait seulement modérément après avoir connu une croissance atone en 2024. La contribution de l'investissement privé resterait négative, mais nettement moins qu'en 2024. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait toujours positive, mais moindre qu'en 2024 en raison d'une normalisation des importations après une période de recul marqué.

En 2026, la croissance annuelle rebondirait à 1,3 %, favorisée par la détente des conditions financières. Cette détente permettrait à l'investissement privé de contribuer de nouveau positivement à la croissance. La consommation des ménages progresserait à un rythme plus soutenu qu'en 2025, stimulée par une baisse un peu plus marquée du taux d'épargne. En 2027, la croissance annuelle serait proche de celle de 2026, mais le rythme trimestriel de croissance

se normaliserait en cours d'année pour se rapprocher du rythme de croissance potentielle, avec une progression du PIB sur un an de 1,2 % fin 2027, contre 1,4 % fin 2026.

Par rapport à notre précédente projection de septembre, la reprise serait décalée de 2025 à 2026 (cf. graphique 1 *supra*). La croissance du PIB est inchangée pour 2024, mais plus faible en 2025 et 2026.

L'inflation totale s'inscrirait durablement sous le seuil des 2 %, tandis que l'inflation hors énergie et alimentation reculerait plus progressivement

Selon l'estimation provisoire d'Eurostat pour le mois de novembre 2024, l'inflation IPCH s'établirait à 1,7 % en glissement annuel, en hausse par rapport au mois d'octobre 2024 (1,6 %). De son côté, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) se situerait à 2,2 % en glissement annuel au mois de novembre 2024, après 2,1 % en octobre 2024. Les Jeux olympiques et paralympiques ont eu un effet haussier sur l'inflation dans certains sous-secteurs des services, mais ce dernier est resté transitoire, concentré essentiellement sur le mois d'août 2024, et n'a pas remis en cause la dynamique d'ensemble baissière de l'inflation. L'inflation devrait toutefois progresser légèrement et temporairement sur le reste de l'année, en lien avec des effets de base sur les prix de l'énergie et des services.

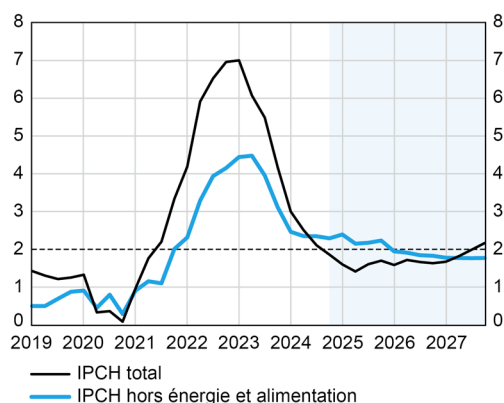
Sur l'ensemble de l'année 2024, l'inflation totale diminuerait ainsi nettement, passant de 3,0 % en glissement annuel au premier trimestre à 1,9 % au quatrième trimestre. Cette diminution proviendrait essentiellement de la dynamique baissière des prix des biens alimentaires et énergétiques. De son côté, l'inflation sous-jacente serait plus persistante et s'établirait encore à 2,3 % au dernier trimestre 2024 (elle était à 2,5 % au premier trimestre). Les prix des services ralentiraient en effet de manière plus progressive. Les prix des biens industriels pourraient également se raffermir en toute fin d'année sous l'effet des tensions géopolitiques en mer Rouge et des hausses de prix du fret maritime. Par rapport à nos projections intermédiaires de septembre 2024, l'inflation totale est révisée à la baisse sous l'effet d'un prix du pétrole moins élevé qu'anticipé par les marchés à terme et des surprises baissières sur l'inflation des produits manufacturés et des services, avec notamment une forte baisse du prix des services de communication.

En 2025, l'inflation diminuerait de nouveau pour s'établir à 1,6 % en moyenne annuelle, après 2,4 % en 2024. Ce recul s'expliquerait en particulier par une inflation négative des prix de l'énergie (baisse des tarifs réglementés de vente de l'électricité en début d'année, prix du baril à 68 euros selon les hypothèses techniques tirées des marchés à terme, contre 76 euros en 2024). Cette projection tient compte des mesures fiscales et sociales prévues initialement dans les projets de loi, telles que la hausse de la taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité (TICFE) au-delà de son niveau antérieur à la mise en place du bouclier tarifaire, la hausse du ticket modérateur ainsi que de la taxe sur les billets d'avion. Si ces mesures n'étaient finalement pas appliquées (notamment si la TICFE n'augmentait pas au-dessus de son niveau antérieur à la mise en place du bouclier tarifaire), l'inflation en 2025 serait inférieure de 0,2 point environ à notre projection. L'inflation hors énergie et alimentation poursuivrait sa décrue à 2,2 %, après 2,4 % en 2024, du fait du recul progressif tout au long de l'année de l'inflation des services permis par la normalisation du rythme d'évolution des salaires.

En 2026, l'inflation totale et l'inflation hors énergie et alimentation s'établiraient respectivement à 1,7 % et 1,9 %, sans révision par rapport à nos projections intermédiaires de septembre 2024. La légère progression de l'inflation en 2026 proviendrait d'une moindre baisse des prix de l'énergie et d'une légère accélération des prix de l'alimentation en lien avec nos hypothèses techniques sur les matières premières alimentaires, tandis que l'inflation hors énergie et alimentation poursuivrait sa lente décrue. Enfin, en 2027, l'inflation totale se situerait à 1,9 %, et l'inflation hors énergie et alimentation à 1,8 %. Les prix des services continueraient à ralentir tout au long de l'année. À l'inverse, les prix de l'énergie accéléreraient temporairement en raison de l'extension à d'autres secteurs émetteurs du marché des permis d'émission de CO₂. Cet impact, encore incertain, dépendra des modalités de sa mise en œuvre et pourra être limité par des mesures compensatoires.

Graphique 3 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentation

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)

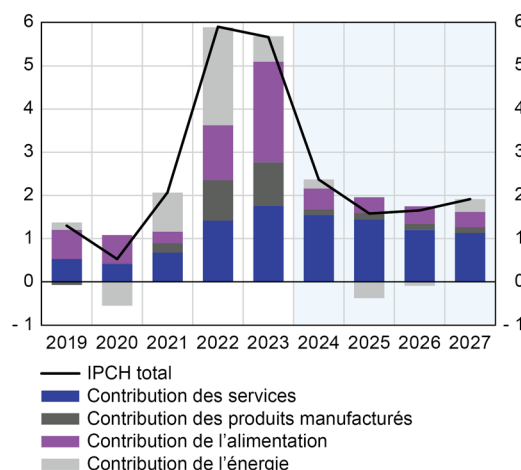


Note : IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.

Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2024, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 4 : Décomposition de l'IPCH

(croissance annuelle en %, contributions en points de pourcentage)



Sources : Insee jusqu'en 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

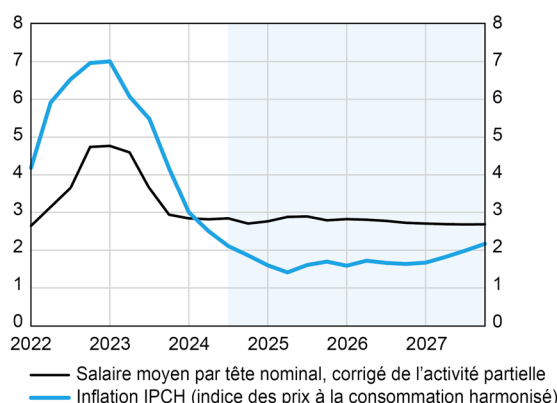
Des hausses de salaires nominaux supérieures à l'inflation

Le salaire mensuel de base (SMB), qui exclut les primes et les heures supplémentaires, a vu son rythme de croissance diminuer sous l'effet de revalorisations moins fréquentes du Smic et des hausses de salaires négociés moins importantes dans les accords de branche et d'entreprise. Ainsi, selon l'indicateur de la Banque de France calculé à partir des hausses des grilles salariales de plus de 350 branches, les salaires négociés progresseraient de 2,7 % en glissement annuel au troisième trimestre 2024, contre 4,8 % un an auparavant. Par ailleurs, les versements de primes de partage de la valeur (PPV) ont également diminué, de sorte que la hausse du salaire moyen par tête de fin 2023 à la mi-2024 a été inférieure à celle du SMB.

Le salaire moyen par tête a ainsi commencé à ralentir dans les branches marchandes à partir du second semestre 2023. Toutefois, les salaires par tête augmentent plus rapidement que les prix depuis le deuxième trimestre 2024, une tendance qui se poursuivrait en prévision (cf. graphique 5). Par rapport à nos projections de septembre, la décreue plus forte qu'anticipé de l'inflation au second semestre 2024 conduit à réviser à la hausse la progression du salaire réel pour l'année en cours. En 2025-2026, la progression des salaires nominaux se maintiendrait malgré le recul de l'inflation, sous l'effet des gains de productivité induits par la résorption partielle des pertes de productivité temporaires observées par rapport à la tendance pré-Covid. Les salaires réels sont toutefois révisés à la baisse sur ces deux années par rapport à notre projection de septembre, dans un contexte de décalage de la reprise et de hausse plus prononcée du taux de chômage. En 2027, la progression des salaires nominaux convergerait vers un glissement annuel proche de 2,7 %, en cohérence avec les prévisions d'inflation et de gains de productivité.

Graphique 5 : Croissance du salaire moyen par tête dans le secteur marchand et inflation

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2024 pour le salaire moyen par tête, projections Banque de France sur fond bleuté.

Le taux de chômage progresserait de façon temporaire en 2025 et 2026, avant de redescendre en 2027

Selon les derniers indicateurs conjoncturels, le marché du travail montre des signes de fléchissement, après avoir été étonnamment dynamique depuis la pandémie (1,1 million de créations nettes d'emplois depuis fin 2019). La dernière estimation de l'emploi salarié de l'Insee indique seulement une légère progression de 27 000 emplois sur

trois mois de l'emploi salarié privé à fin septembre, après un recul de – 32 900 emplois au trimestre précédent. Les enquêtes de conjoncture vont également dans le sens d'un moindre dynamisme de l'emploi. Selon nos projections, l'emploi total se replierait ainsi à partir du quatrième trimestre 2024 et jusqu'à début 2026. Il serait affecté avec retard par le ralentissement de l'activité et par le rétablissement partiel des pertes de productivité observées depuis la période Covid. La productivité dans le secteur marchand a en effet connu des pertes importantes par rapport à sa tendance pré-Covid (cf. [Devulder et al., 2024](#), *Bulletin de la Banque de France*). Sur l'horizon de prévision, la fin progressive des phénomènes de rétention de main-d'œuvre observés dans certains secteurs, comme celui des matériels de transport, contribuerait à un rebond des gains de productivité. Cependant, la plus grosse partie des pertes de productivité s'expliquant par des facteurs plus durables (augmentation passée des contrats d'apprentissage et autres effets de composition de la main-d'œuvre), ce rattrapage ne serait que partiel. En écart à nos projections de septembre, l'emploi est révisé à la baisse, du fait principalement d'une moindre activité dans les branches marchandes.

Graphique 6 : Taux de chômage

(au sens du BIT, en % de la population active, France entière)



Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2024, projections Banque de France sur fond bleuté.

Notre projection d'emploi tient compte des mesures de diminution de la prime à l'apprentissage et de la baisse des exonérations de cotisations sociales prévues par les textes budgétaires initiaux. En l'absence de ces mesures, l'emploi pourrait être plus dynamique que dans notre scénario de référence sur l'ensemble de l'horizon de prévision.

Étant donné les nouvelles trajectoires d'emploi que nous inscrivons en prévision, le taux de chômage est révisé à la hausse par rapport à notre publication de septembre (cf. graphique 6). Il atteindrait un niveau de 7,8 % en moyenne annuelle en 2025 et en 2026, avant de repartir à la baisse pour s'établir à 7,4 % en 2027, en raison d'une reprise plus franche de l'activité d'une part. D'autre part, le cycle de productivité serait refermé à cet horizon et cesserait donc de peser sur l'emploi.

La consommation des ménages redeviendrait le principal moteur de la croissance à partir de 2025, soutenue par les gains de pouvoir d'achat de la masse salariale

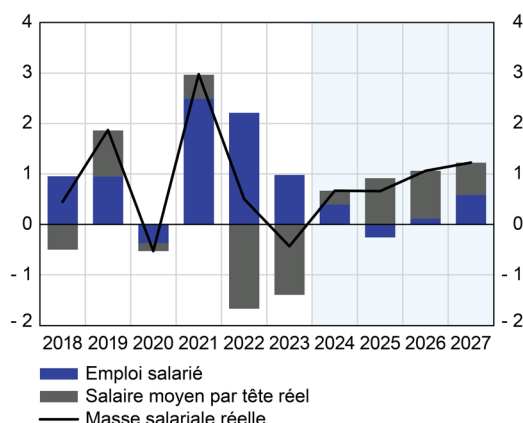
Sur la base de nos projections d'inflation, de salaire par tête et d'emploi, le pouvoir d'achat de la masse salariale progresserait de manière continue sur notre horizon de prévision mais sa composition évoluerait (cf. graphique 7 *infra*). En 2024, il progresserait de 0,7 % et serait tiré conjointement par l'emploi salarié ainsi que par la progression des salaires réels par tête. En 2025, il évoluerait à un rythme légèrement supérieur avec une croissance de 0,9 %, porté par l'accélération des salaires réels et malgré un tassement de l'emploi. Il accélérerait ensuite en 2026 et en 2027 grâce à la reprise de l'emploi dans le sillage de l'activité.

À court terme, la progression de la consommation des ménages resterait assez limitée, avec une croissance de 0,8 % en 2024 puis de 0,9 % en 2025. Elle retrouverait ensuite un peu de dynamisme à moyen terme, avec une croissance de 1,1 % en 2026 comme en 2027, grâce aux gains de pouvoir d'achat de la masse salariale, sous réserve que l'incertitude actuelle s'estompe et n'incite plus à des comportements d'épargne de précaution.

En miroir de cette reprise de la consommation, le taux d'épargne entamerait une décrue mais resterait en 2027 à un niveau encore supérieur à sa moyenne historique pré-Covid (cf. graphique 8 *infra*). Cette décrue du taux d'épargne sur l'horizon de prévision s'expliquerait en partie par un mouvement inverse à celui qui a été observé sur les derniers trimestres au moment où les revenus du patrimoine contribuaient fortement à la hausse du revenu des ménages du fait de la hausse des revenus nets d'intérêt. En effet, les revenus du patrimoine ont une propension plus forte à être épargnés, ce qui a pu contribuer en 2023-2024 à faire augmenter le taux d'épargne des ménages (cf. encadré 1). Par le mécanisme inverse, le repli attendu des revenus d'intérêt, conjugué aux gains de pouvoir d'achat accrus de la masse salariale, devrait entraîner une baisse du taux d'épargne à partir de 2025.

Graphique 7 : Contributions aux gains de pouvoir d'achat de la masse salariale

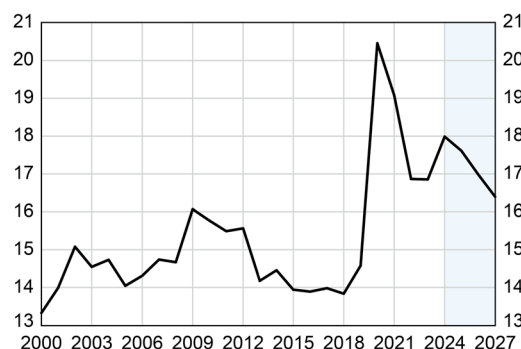
(croissance annuelle en %, contributions en points de pourcentage)



Note : Le salaire moyen par tête réel et la masse salariale réelle sont corrigés de l'activité partielle, et déflatés par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) total.
Sources : Insee jusqu'en 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 8 : Taux d'épargne des ménages

(en % du revenu disponible brut)



Sources : Insee jusqu'en 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'investissement des ménages s'est fortement contracté en 2023 et poursuivrait son recul en 2024. Cependant, un certain nombre d'indicateurs signalent un redressement à venir. D'abord, le pouvoir d'achat immobilier des ménages s'est légèrement redressé grâce à la détente des taux d'intérêt et des prix immobiliers. Ensuite, la production de crédits aux ménages a redémarré depuis avril 2024, signalant une reprise des transactions dans l'ancien et un redressement de l'investissement des ménages dans les services liés à l'immobilier, même si cette reprise se heurte encore à un certain attentisme du marché. Enfin, les permis de construire semblent s'être stabilisés après une longue période de baisse. Sous réserve que cette dynamique se poursuive et se transmette aux mises en chantier, le redressement dans le logement neuf interviendrait à partir du milieu de l'année 2025. L'investissement des ménages rebondirait alors plus nettement en 2026 et en 2027, quand les effets de l'assouplissement des conditions monétaires et financières seront complets et que le pouvoir d'achat immobilier des ménages se sera suffisamment redressé.

Encadré 1

Les facteurs ayant récemment joué à la hausse sur le taux d'épargne des ménages devraient se dissiper en partie sur notre horizon de prévision

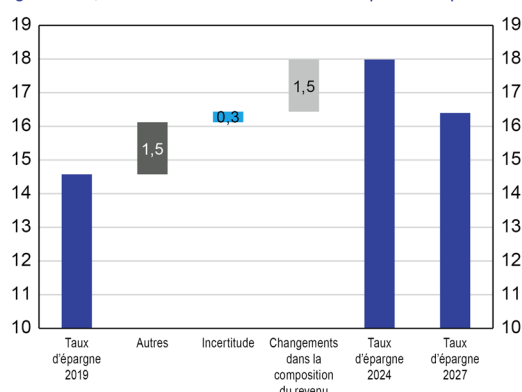
Après avoir connu des niveaux historiquement élevés en 2020 durant la crise sanitaire, le taux d'épargne des ménages a baissé mais continue de se maintenir à un niveau élevé. À 18,2 % au troisième trimestre 2024, il demeure supérieur d'environ 3 points de pourcentage à son niveau pré-Covid.

Selon nos analyses, deux facteurs contribuent pour une part importante à expliquer ce surcroît de taux d'épargne : l'évolution de la composition des revenus et l'incertitude.

Le premier facteur concerne l'évolution de la composition du revenu disponible brut (RDB) des ménages. Entre 2019 et 2024, les revenus de la propriété – dont les revenus financiers – ont augmenté plus vite que le RDB des ménages (59 %, contre 26 %), à l'inverse des revenus d'activité et des prestations sociales (21 % dans les deux cas). Or les revenus financiers ont une propension marginale à être épargnés plus élevée que la moyenne des revenus, en raison notamment de leur concentration en haut de l'échelle des revenus (les ménages plus aisés ayant une plus grande propension marginale à épargner). En outre, un ménage donné peut avoir une propension à épargner plus élevée sur ses revenus financiers que sur ses revenus d'activité, notamment pour des motifs de cycle de vie (épargne en vue de la retraite). Enfin, sur la période récente, les ménages ont sans doute épargné une grande partie de leurs revenus d'intérêt supplémentaires dans la mesure où ceux-ci ne faisaient que compenser l'effet d'érosion de l'inflation sur leur richesse financière nette. Par ailleurs, sur la période considérée, la baisse du poids des prélèvements obligatoires rapportés au RDB des ménages a elle aussi contribué à l'augmentation du taux

GA : Effets des différents facteurs sur le taux d'épargne des ménages

(taux d'épargne en %, effets des différents facteurs en points de pourcentage)



Sources : Insee jusqu'en 2023, puis projections Banque de France. Calculs Banque de France pour les facteurs explicatifs.

.../...

d'épargne : les allègements de prélèvements obligatoires sont en général davantage épargnés car ils concernent davantage en proportion les ménages plus aisés.

D'après nos estimations, l'évolution de la composition du RDB aurait contribué à la moitié (1,5 point) de la hausse du taux d'épargne des ménages (cf. graphique A *supra*).

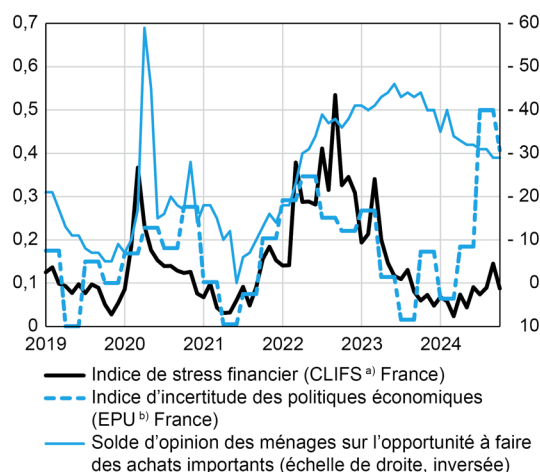
Le deuxième facteur est l'effet de l'incertitude. Celle-ci a augmenté durant la crise Covid et est restée durablement élevée depuis, d'abord en raison du contexte géopolitique (guerre en Ukraine, tensions au Proche-Orient), et plus récemment à cause de la situation politique en France (cf. graphique B). Les ménages ont ainsi pu accroître leur épargne de précaution afin de se prémunir contre des aléas futurs. Selon nos estimations, l'impact de l'incertitude sur le taux d'épargne a été maximal à deux reprises (induisant alors un surcroît temporaire de taux d'épargne de plus de 1 point), durant le premier confinement en 2020 puis après le début de la guerre russo-ukrainienne. Entre 2019 et 2024, il aurait contribué à hauteur de ½ point environ à la hausse du taux d'épargne.

Au total, sur les 3,3 points de hausse du taux d'épargne entre 2019 et 2024, environ 1,5 point viendrait ainsi de l'effet de composition et ½ point de l'effet de l'incertitude (cf. graphique A *supra*). Resterait donc environ 1,5 point de hausse à expliquer. La forte augmentation passée du taux d'endettement des ménages peut faire partie des autres explications. La hausse des remboursements des prêts immobiliers requiert en effet une épargne plus élevée pour stabiliser ce taux d'endettement, constituant ainsi une forme d'épargne contrainte.

Pour les années 2025-2027, nous prévoyons un repli du poids des revenus financiers dans le RDB des ménages sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt à court terme (notamment sur les dépôts rémunérés). À l'inverse, la part des revenus salariaux remonterait. Ainsi, l'évolution de la composition du revenu des ménages favoriserait un repli du taux d'épargne sur notre horizon de prévision (de 1,6 point à 16,4 % en 2027). En sens inverse, s'il se prolongeait, le regain d'incertitude liée à la situation politique actuelle et aux perspectives budgétaires à plus long terme pourrait retarder ou entraver ce repli attendu du taux d'épargne.

GB : Évolution de l'incertitude et de la confiance des ménages selon trois indicateurs

(échelle de gauche, indice ; échelle de droite [inversée], solde d'opinion en %)



a) Country-Level Index of Financial Stress.

b) Economic Policy Uncertainty Index.

Note : Changement de l'échelle de l'indicateur EPU afin de faciliter la comparaison entre les trois indicateurs : $EPU = 0,5 \times ((EPU - \min(EPU)) / (\max(EPU) - \min(EPU)))$. Sources : CLIFS : Banque centrale européenne. Pour plus d'informations, cf. Duprey, Klaus et Peltonen (2015), « Dating systemic financial stress episodes in the EU countries », *Working Paper Series*, n° 1873, BCE, décembre.

Indicateur EPU : Baker, Bloom et Davis (2016), « Measuring economic policy uncertainty » (www.policyuncertainty.com).

Opportunité à faire des achats importants : Insee, enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages.

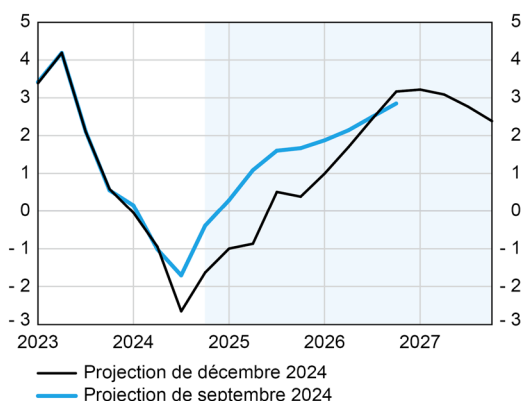
L'investissement des entreprises continuerait de marquer le pas jusqu'en 2025, avant de repartir en 2026-2027

L'investissement des entreprises resterait pénalisé en 2024 par le coût de financement et les conditions d'octroi du crédit bancaire (cf. graphique 9 *infra*). Toutefois, les taux d'intérêt bancaires aux entreprises ont commencé à baisser et la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les conditions d'offre de crédit s'améliorent et que la demande repart. Au total, la croissance de l'investissement des entreprises, pénalisé notamment par l'incertitude fiscale et budgétaire, resterait atone jusqu'à fin 2025. Il regagnerait en vigueur les deux années suivantes, soutenu par les besoins tendanciels d'investissement dans les transitions numérique et énergétique, comme en témoigne par exemple la confirmation récente des projets de « gigafactories » de batteries électriques. La reprise de l'investissement serait également soutenue par celle de l'activité et par le maintien des marges des entreprises à un niveau relativement élevé.

Après avoir connu un pic à 32,4 % au troisième trimestre 2024 du fait des contributions des branches énergétiques et des services de transport à sa progression dans le secteur marchand, le taux de marge des sociétés non financières connaîtrait un contrecoup en fin d'année. Par la suite, le redressement des gains de productivité associé au ralentissement des salaires permettrait une reconstitution des marges jusqu'à la fin de notre horizon de prévision (cf. graphique 10 *infra*). Il faut toutefois noter que l'indicateur de taux de marge ne décrit que partiellement la situation financière des entreprises.

Graphique 9 : Croissance de l'investissement des entreprises

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)

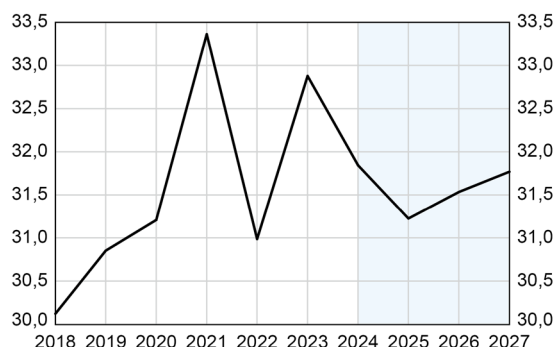


Note : Les entreprises regroupent les sociétés non financières, les sociétés financières et les entrepreneurs individuels.

Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2024, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 10 : Taux de marge des sociétés non financières

(en % de la valeur ajoutée, moyenne annuelle)



Sources : Insee jusqu'en 2023, projections Banque de France sur fond bleuté.

Par hypothèse de travail, le déficit 2025 pourrait se situer entre 5 % et 5 ½ % du PIB, après 6,1 % en 2024

En 2024, le solde public devrait atteindre – 6,1 % du PIB, après – 5,5 % en 2023. Cette nouvelle dégradation de la situation budgétaire résulterait à la fois de prélèvements obligatoires moins dynamiques que le PIB, du fait notamment de la composition de la croissance (tirée par les exportations et la consommation publique), de dépenses primaires (hors crédit d'impôt) plus dynamiques que le PIB et d'une hausse de la charge d'intérêts en points de PIB.

Notre projection a été arrêtée le 27 novembre, avec des hypothèses de finances publiques proches du projet de loi de finances (PLF) et du projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) pour 2025 présenté le 10 octobre et conduisant à une réduction sensible du déficit public à 5,0 % du PIB en 2025 dans notre scénario de référence. Ces projets ne seront pas mis en œuvre à la suite du vote de la motion de censure du 4 décembre 2024. De ce fait, une hypothèse alternative de transition est celle du vote de la loi spéciale autorisant l'État de pouvoir continuer à percevoir les impôts existants jusqu'au vote d'une nouvelle loi de finances pour l'année 2025. Le vote de cette loi spéciale permettrait également d'ouvrir par décret les crédits applicables aux services votés, c'est-à-dire indispensables à l'exécution des services publics. Ces crédits ne peuvent excéder le montant des crédits ouverts par la loi de finances initiale de l'année en cours.

Du côté des recettes, l'adoption de cette loi spéciale impliquerait le retrait des mesures en prélèvement obligatoire prévues dans le PLF (1 point de PIB). En revanche, le gel en valeur du barème de l'impôt sur les revenus des personnes physiques (IRPP) à son niveau de 2024 équivaldrait à une hausse d'impôt sur les revenus en 2025 permettant environ 4 milliards d'euros de nouvelles recettes pour l'État. Au total, l'adoption de la loi spéciale induirait une perte de recettes d'un peu moins de 1 % du PIB par rapport à notre scénario de référence.

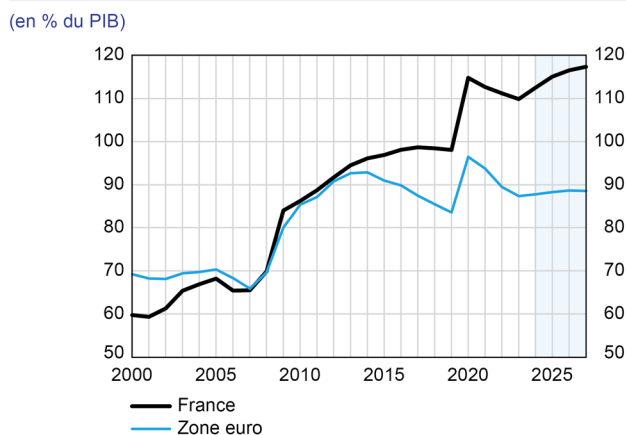
Du côté des dépenses, le gel en niveau des dépenses des administrations centrales à leur niveau de 2024 pourrait conduire à une consolidation proche de celle intégrée dans notre scénario de référence malgré l'abandon des mesures en dépenses prévues dans le PLF.

En conséquence, l'adoption de la loi spéciale conduirait à une révision sensible à la hausse du déficit public en 2025. Toutefois, une nouvelle loi de finances pour 2025 devrait être adoptée ultérieurement, actualisant les hypothèses de finances publiques et réduisant autant que possible ce ratio de déficit. C'est pourquoi nous avons retenu par hypothèse de travail une fourchette de déficit comprise entre 5 % et 5 ½ %. Cela ne modifierait pas notre scénario de croissance pour 2025, dans la mesure où l'effet sur la demande d'un moindre resserrement budgétaire que dans le projet initial de loi de finances serait compensé par celui d'une moindre réduction de l'incertitude sur les perspectives de finances publiques.

Au-delà de 2025, la trajectoire du solde dépendra du déficit effectivement exécuté en 2025. Les hypothèses budgétaires retenues initialement impliquaient un ajustement structurel primaire de 0,4 point de PIB potentiel en 2026 et 2027, inférieur à celui du programme structurel de moyen terme (0,6 point en 2026 et 0,7 point en 2027) fondé sur des économies encore peu détaillées et donc non intégrées à cette projection. Cet ajustement pourrait être revu à la hausse du fait de la moindre consolidation réalisée en 2025.

Dans notre scénario de référence, le ratio de dette sur PIB augmenterait sur tout l'horizon de prévision et s'élèverait à 117 points en 2027 (cf. graphique 11). En comparaison, ce ratio pour l'Eurosystème s'établirait à 89 points de dette sur PIB en 2027. Le redressement budgétaire est nécessaire pour maîtriser la dette publique. Il faut en effet rappeler que, toutes choses égales par ailleurs, c'est l'équilibre primaire – hors charges d'intérêt – qui permet de stabiliser le ratio dette/PIB. Pour la France, cet équilibre primaire correspondrait à un déficit total ramené à 3 % du PIB en 2029.

Graphique 11 : Dette publique en France et en zone euro



Sources : Insee et Eurostat jusqu'en 2023, projections Banque de France et Eurosystème sur fond bleuté.

Les risques sont globalement orientés à la baisse par rapport à nos projections de croissance et – dans une moindre mesure – d'inflation

Plus encore que dans nos projections précédentes, le contexte politique national – et donc budgétaire – est très incertain. De ce fait, les aléas sont orientés à la baisse sur la croissance française, avec le risque de comportements plus attentistes des consommateurs et des investisseurs. L'inflation pourrait quant à elle être un peu inférieure à notre prévision en 2025 si les majorations de fiscalité indirecte (taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité, taxe sur les billets d'avion) initialement prévues dans le PLF n'étaient pas réintroduites dans une future loi de finances. À plus long terme, un affaiblissement plus marqué que prévu du marché du travail pèserait davantage sur les hausses de salaires et *in fine* sur l'inflation.

À ces aléas internes s'ajoutent les risques géopolitiques. La guerre en Ukraine, la situation au Proche-Orient ou en mer Rouge constituent toujours des foyers d'instabilité pouvant aggraver les pressions sur les prix du pétrole et du gaz et les coûts du transport maritime, induisant un aléa à la hausse sur l'inflation et à la baisse sur l'activité. En revanche, une hausse de la production américaine d'hydrocarbures pèserait sur les prix de l'énergie et induirait un aléa à la baisse sur l'inflation et à la hausse sur l'activité. Enfin, toujours au niveau international, un net relèvement des droits de douane aux États-Unis, qui pourrait en outre déboucher sur des tensions commerciales généralisées, pèserait vraisemblablement négativement sur l'activité en Europe et en France en particulier. Les effets sur l'inflation européenne et française seraient en revanche plus ambivalents (cf. encadré 2).

Encadré 2

Le risque de tensions commerciales à la suite des élections américaines induit un aléa baissier sur l'activité en Europe et en France, dont l'ampleur est toutefois difficile à quantifier

Le résultat de l'élection américaine de début novembre 2024 augmente le risque de fragmentation du commerce international, constituant ainsi un aléa significatif pour nos projections. Le risque de tensions commerciales introduit une triple incertitude dans notre scénario : i) l'incertitude quant au déclenchement de ces tensions et aux mesures de rétorsion ; ii) l'ampleur et le périmètre des relèvements des droits de douane aux États-Unis et dans le reste du monde s'ils se produisaient ; et iii) leurs effets potentiels. Cet encadré examine de manière qualitative les canaux et les effets attendus d'un relèvement généralisé des droits de douane sur l'activité économique et l'inflation en zone euro et en France.

L'Union européenne (UE) est une économie très ouverte avec le reste du monde. En 2023, les exportations de biens et services de l'UE à 27 vers des pays tiers représentaient 22 % du PIB et les importations en provenance de ces mêmes pays s'élevaient à 20 % du PIB. À titre de comparaison, ces mêmes chiffres étaient respectivement de 12 % et 15 % du PIB pour les États-Unis, et de 20 % et 18 % du PIB pour la Chine.

Néanmoins, l'exposition aux conséquences de tensions commerciales doit être évaluée au regard des périmètres géographique et sectoriel couverts par les nouvelles mesures douanières. Bien que la nature et l'ampleur des nouvelles restrictions sur le commerce, qui pourraient être annoncées dans le courant de l'année 2025, restent incertaines, le risque du point de vue de l'activité en zone euro porte principalement sur les échanges de biens avec les États-Unis. En 2023, les exportations de l'UE vers le marché américain représentaient 2,8 % du PIB de l'UE à 27, et les importations depuis les États-Unis 1,8 % du PIB (cf. graphique A). Au sein de la zone euro, l'exposition des exportateurs au marché américain est supérieure à la moyenne pour l'Allemagne (4,2 % du PIB) et l'Italie (3,6 %), et inférieure à la moyenne pour la France (1,7 %) et l'Espagne (1,5 %, cf. graphique B). Sur le plan sectoriel, l'exposition de la zone euro est la plus élevée pour les véhicules, les machines, l'aéronautique, la pharmacie, la chimie ou encore les produits alimentaires.

Pour les États-Unis, les exportations de biens vers l'UE représentaient en 2023 1,2 % du PIB, et les importations depuis l'UE 1,9 % du PIB. En comparaison, les exportations et importations de biens des États-Unis vers et depuis la Chine en 2023 représentaient respectivement 0,5 % et 1,4 % du PIB. La composition sectorielle des exportations américaines, orientée vers les services, les produits intellectuels et l'énergie, les rend moins exposées aux conséquences de tensions commerciales ciblées sur les biens manufacturés, en comparaison de leurs partenaires, dont les pays de l'UE.

Les effets attendus d'une hausse des barrières tarifaires (augmentations des droits de douane américains et mesures éventuelles de représailles chinoises et européennes) sur l'activité en zone euro et en France passeraient par différents canaux, provoquant divers effets de sens opposés.

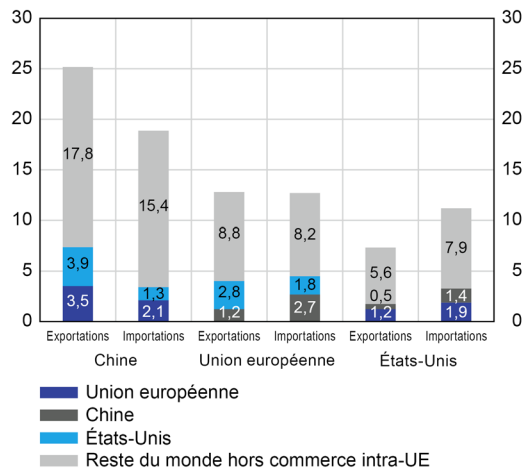
Sur les exportations européennes :

- La hausse des droits de douane aux États-Unis sur les importations en provenance de la zone euro réduirait directement la demande adressée aux producteurs européens. Les enseignements tirés de l'expérience de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine entre 2017 et 2019 montrent que la réaction des volumes importés aux nouveaux droits de douane est plutôt contenue à court terme avec une élasticité dite « unitaire » après un an : une hausse des droits de douane de 10 % viendrait réduire le montant des importations américaines d'un pourcentage équivalent. L'ampleur de ce mécanisme et son impact sur l'activité dépendent de la part que représente le marché des États-Unis dans les exportations des pays européens (cf. graphique B) ;

.../...

GA : Expositions commerciales entre grandes économies en 2023

(en points de PIB)

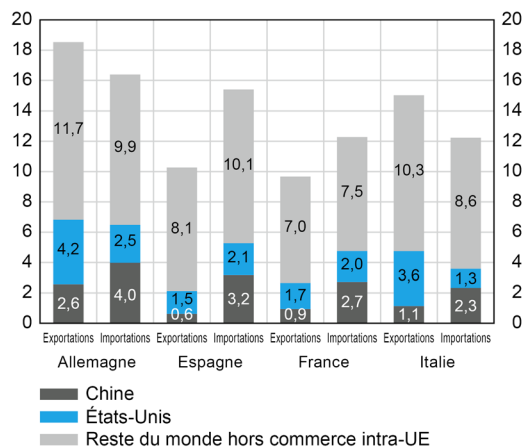


Champ : Commerce de biens.

Sources : Calculs Banque de France, données du Trade Data Monitor.

GB : Expositions commerciales au sein d'une sélection d'économies de l'Union européenne en 2023

(en points de PIB)



Champ : Commerce de biens.

Sources : Calculs Banque de France, données du Trade Data Monitor.

- Dans l'hypothèse où les États-Unis augmenteraient davantage les droits de douane sur la Chine que sur l'Europe, l'effet négatif sur l'activité des producteurs européens pourrait être un peu atténué en raison de la perte de compétitivité des produits chinois sur le marché américain (vis-à-vis de leurs concurrents européens). En cas de représailles de la Chine vis-à-vis des États-Unis, les produits américains perdraient également en compétitivité sur le marché chinois, ce qui pourrait indirectement favoriser les entreprises exportatrices européennes. En contrepartie, de telles tensions commerciales pourraient entraîner une réorientation des exportations de la Chine vers le marché de la zone euro, venant concurrencer les producteurs européens, ce qui pèserait sur l'activité (et l'inflation) en zone euro.

D'autres mécanismes peuvent également modifier les conséquences de tensions commerciales sur l'activité et l'inflation, notamment :

- Une dépréciation de l'euro face au dollar stimulerait la compétitivité-prix des exportateurs européens et l'activité en zone euro, mais renchérirait le prix des importations (y compris sur les biens intermédiaires), notamment compte tenu de l'importante facturation en dollars des importations. En France, par exemple, environ 60 % des importations extra-UE sont facturées en dollars ;
- Une hausse de l'incertitude entourant ces différentes mesures tarifaires (ciblage, ampleur, calendrier de mise en œuvre, répliques éventuelles) aurait un impact négatif sur l'activité en zone euro, en raison notamment de l'effet sur l'investissement d'un comportement plus attentiste des exportateurs européens. Cette incertitude pourrait néanmoins être levée rapidement avec la clarification de la nouvelle administration américaine sur la politique commerciale.

Dans l'ensemble, les aléas représentés par ces divers effets sur la croissance en France semblent être plutôt négatifs, quoique de moindre ampleur qu'en zone euro, du fait d'une plus faible exposition des exportateurs français au marché américain. La triple incertitude qui les caractérise rend toutefois complexe une quantification précise. Il est plus difficile d'anticiper le signe de l'impact total sur l'inflation de ces différents chocs (compétitivité extra- et intra-zone euro, réallocation des produits chinois vers le marché européen, taux de change), qui dépendent aussi des réactions de l'UE et de la Chine à une hausse des droits de douane américains. Ainsi les aléas sur l'inflation en France apparaissent relativement ambivalents, à la hausse comme à la baisse.

Annexe A : Hypothèses techniques de l'Eurosystème

Tableau A : Hypothèses techniques et environnement international ^{a)}

	Projections de décembre 2024					Révisions depuis septembre 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
Hypothèses techniques								
Pétrole, baril de Brent (USD)	83,7	81,8	71,8	70,1	69,2	- 1,4	- 4,3	- 3,1
Pétrole, baril de Brent (EUR)	77,5	75,5	67,6	66,0	65,2	- 1,0	- 1,9	- 0,9
Matières premières hors énergie (EUR, évolution en %)	- 14,5	8,7	7,8	- 0,4	- 1,7	1,9	7,3	- 2,9
USD/EUR	1,08	1,08	1,06	1,06	1,06	0,0	0,0	0,0
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	4,9	2,0	- 0,6	0,0	0,0	- 0,2	- 1,0	0,0
Euribor à 3 mois ^{c)}	3,4	3,6	2,1	2,0	2,2	0,0	- 0,3	- 0,2
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	3,0	3,0	3,2	3,3	3,5	0,0	0,2	0,2
Environnement international, évolution en %								
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	- 5,7	0,2	2,4	2,3	2,1	0,1	0,8	- 0,1
PIB mondial	3,2	3,1	3,2	3,1	3,0	0,0	0,1	0,0
PIB mondial hors zone euro	3,6	3,4	3,5	3,3	3,2	0,0	0,1	0,0
Commerce mondial hors zone euro	0,9	4,0	3,6	3,3	3,2	0,9	0,2	0,0
Demande adressée à la France	- 0,5	1,7	2,9	3,1	3,0	0,4	- 0,2	- 0,1
Intra-zone euro	- 1,6	- 0,5	2,1	2,9	2,8	- 0,1	- 0,7	- 0,2
Extra-zone euro	0,5	3,4	3,5	3,3	3,2	0,7	0,2	0,0

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par l'Eurosystème au 20 novembre 2024 pour les données de marché selon des principes explicités dans la publication *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, juillet 2016, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguide201607.en.pdf>. La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail « Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview », disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp108.pdf>.

b) Calculé par rapport à 41 pays partenaires de la zone euro.

c) Les prévisions de taux d'intérêt sont obtenues à partir de l'information extraite de la courbe des taux.

Source : Eurosystème, projections Eurosystème sur fond bleuté.

Annexe B : Points clés de la projection France en fin d'année

Tableau B : Points clés de la projection France en glissement et niveau en fin d'année

	T4 2023	T4 2024	T4 2025	T4 2026	T4 2027
PIB réel	1,3	0,8	1,1	1,4	1,2
IPCH	4,2	1,9	1,7	1,6	2,2
IPCH hors énergie et alimentation	3,1	2,3	2,2	1,8	1,8
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,5	7,5	7,9	7,7	7,3

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance en glissement annuel sauf indication contraire.

Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.

Annexe C : Contributions à la croissance du PIB

Tableau C1 : Projections détaillées France

	Projections de décembre 2024					Révisions depuis septembre 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
PIB réel	1,1	1,1	0,9	1,3	1,3	0,0	- 0,3	- 0,2
Contributions (points de PIB) ^{a)}								
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,6	0,4	1,1	1,2	0,3	- 0,7	- 0,3
Exportations nettes	0,6	1,0	0,3	0,1	0,0	- 0,3	0,3	0,1
Variations de stocks	- 0,4	- 0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Consommation des ménages (52 %) ^{b)}	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1	0,2	- 0,4	- 0,3
Consommation publique (24 %)	0,8	2,1	0,1	0,5	0,5	0,9	- 0,8	- 0,4
Investissement total (22 %)	0,7	- 1,6	- 0,3	1,8	2,2	- 0,1	- 1,0	- 0,3
Investissement public (4 %)	7,1	3,0	0,5	- 0,7	- 0,7	1,1	- 0,1	- 0,1
Investissement des ménages (5 %)	- 8,2	- 6,2	- 1,1	3,4	2,7	0,0	- 0,4	- 0,2
Investissement des entreprises (SNF-SF-EI) (13 %)	2,5	- 1,3	- 0,2	2,1	2,9	- 0,6	- 1,4	- 0,2
Exportations (33 %)	2,5	1,7	2,3	3,7	3,5	- 0,2	- 0,4	0,3
Importations (34 %)	0,7	- 1,3	1,3	3,4	3,4	0,4	- 1,3	0,1
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	0,9	2,1	0,4	0,3	0,4	—	—	—
Créations nettes d'emplois (en milliers)	321	128	- 40	64	194	15	- 27	- 43
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,3	7,4	7,8	7,8	7,4	0,0	0,2	0,3
IPCH	5,7	2,4	1,6	1,7	1,9	- 0,1	0,1	0,0
IPCH hors énergie et alimentation	4,0	2,4	2,2	1,9	1,8	- 0,1	- 0,1	0,0
Déflateur du PIB	5,3	2,5	1,5	1,6	1,7	0,3	0,2	- 0,1

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire. Les révisions par rapport à la prévision de septembre 2024, fondée sur les comptes trimestriels du 30 août 2024, sont calculées en points de pourcentage et sur des chiffres arrondis.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2019.

Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau C2 : Contributions détaillées à la croissance du PIB

	Projections de décembre 2024					Révisions depuis septembre 2024		
	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
PIB réel	1,1	1,1	0,9	1,3	1,3	0,0	- 0,3	- 0,2
Contributions (points de PIB) ^{a)}								
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,6	0,4	1,1	1,2	0,3	- 0,7	- 0,3
<i>Consommation privée</i>	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,1	- 0,2	- 0,1
<i>Investissement privé</i> ^{b)}	- 0,1	- 0,5	- 0,1	0,4	0,5	- 0,1	- 0,2	- 0,1
<i>Demande publique</i> ^{c)}	0,5	0,6	0,0	0,1	0,1	0,3	- 0,2	- 0,1
Exportations nettes	0,6	1,0	0,3	0,1	0,0	- 0,3	0,3	0,1
Variations de stocks	- 0,4	- 0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Taux de croissance annuel sauf indication contraire. Les révisions par rapport à la prévision de septembre 2024, fondée sur les comptes trimestriels du 30 août 2024, sont calculées en points de pourcentage et sur des chiffres arrondis.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) L'investissement privé regroupe l'investissement des entreprises et celui des ménages.

c) La demande publique regroupe consommation et investissement publics.

Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.

Annexe D : Indicateurs complémentaires

Tableau D1 : Évolution de la consommation et du pouvoir d'achat des ménages

(croissance annuelle en %)	2023	2024	2025	2026	2027
Consommation réelle des ménages	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1
Déflateur de la consommation	7,1	2,6	1,3	1,7	1,9
Pouvoir d'achat ^{a)}	0,9	2,1	0,4	0,3	0,4
Pouvoir d'achat par habitant ^{a)}	0,5	1,8	0,2	0,1	0,2
Taux d'épargne (en % du revenu disponible brut)	16,9	18,0	17,6	17,0	16,4

a) Rapporté au déflateur de la consommation.

Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau D2 : Évolution des salaires et de la productivité dans le secteur marchand

(croissance annuelle en %)	2023	2024	2025	2026	2027
Déflateur de la valeur ajoutée	5,8	1,2	0,8	1,5	1,9
Coûts salariaux unitaires (CSU)	3,0	1,7	1,5	1,4	1,9
Productivité par tête	1,0	1,3	1,8	1,4	0,8
Productivité horaire	0,3	1,3	2,0	1,6	1,0
Salaire moyen par tête, nominal	4,1	2,8	2,8	2,8	2,7
Salaire moyen par tête, nominal, corrigé du chômage partiel	4,0	2,8	2,8	2,8	2,7
SMPT réel rapporté au déflateur de la consommation ^{a)}	- 2,8	0,2	1,5	1,1	0,8
SMPT réel, corrigé du chômage partiel, rapporté au déflateur de la consommation ^{a)}	- 2,9	0,1	1,5	1,1	0,8
SMPT réel rapporté au déflateur de la valeur ajoutée marchande ^{a)}	- 1,6	1,6	2,0	1,3	0,8
SMPT réel, corrigé du chômage partiel, rapporté au déflateur de la valeur ajoutée marchande ^{a)}	- 1,7	1,6	2,0	1,3	0,8

a) SMPT, salaire moyen par tête.

Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau D3 : Variation de l'emploi et du chômage dans l'ensemble de l'économie

(en milliers, moyenne annuelle)	2023	2024	2025	2026	2027
Emploi total	321	128	- 40	64	194
<i>Emplois salariés marchands</i>	223	- 8	- 109	- 11	117
<i>Emplois salariés non marchands</i>	40	115	39	42	42
<i>Emplois non salariés</i>	58	22	30	33	35
Population active	347	189	42	44	65
Chômage	27	61	81	- 20	- 129
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,3	7,4	7,8	7,8	7,4

Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau D4 : Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)	2023	2024	2025	2026	2027
Taux de marge (en % de la valeur ajoutée)	32,9	31,8	31,2	31,5	31,8
Taux d'investissement (en % de la valeur ajoutée)	22,8	22,5	22,4	22,6	22,8
Taux d'autofinancement (épargne/investissement)	95,8	87,0	87,4	90,4	90,3

Sources : Insee pour 2023 (comptes nationaux trimestriels du 30 octobre 2024), projections Banque de France sur fond bleuté.