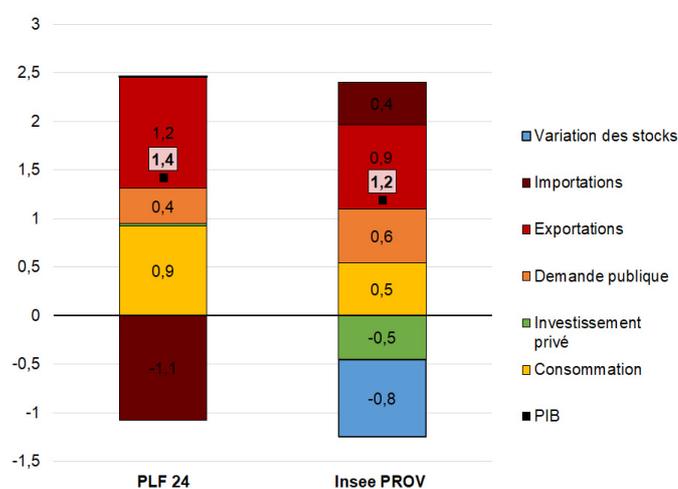


## Retour sur les prévisions économiques du Gouvernement pour 2024

Jacques LE CHEVALLIER, Laura LINDEGAARD, Manon NEAU

- Lors de l'élaboration du scénario macroéconomique du projet de loi de finances pour 2024, présenté en septembre 2023, l'année 2024 était anticipée comme celle de la résorption progressive de chocs ayant affecté négativement l'économie. Un rebond de la croissance, soutenu par une accélération de la consommation des ménages, était attendu en conséquence. Le principal aléa identifié lors de la réalisation de la prévision portait sur le rythme et l'ampleur de la transmission du resserrement monétaire à l'activité réelle comme à la sphère financière.
- La croissance du PIB en 2024 (+1,2 % au sens des comptes annuels de l'Insee, publiés en mai 2025) a été inférieure à la prévision du PLF 2024 (+1,4 %), et sa composition a été différente, en raison d'une série de nouveaux chocs difficilement anticipables à l'automne 2023.
- La dégradation de l'environnement international, en particulier la deuxième année consécutive de récession allemande, a freiné les exportations françaises. Les incertitudes, tant internationales (tensions au Proche-Orient notamment) que nationales (dissolution de l'Assemblée nationale) ont pesé sur l'investissement. Le rattrapage des pertes de productivité depuis la crise sanitaire a été plus rapide qu'anticipé, conduisant à un ralentissement de l'emploi plus marqué. Enfin, le reflux plus rapide qu'anticipé de l'inflation ne s'est pas traduit par un surcroît de consommation, en raison d'une composition des gains de pouvoir d'achat plus défavorable que prévu.
- Néanmoins, une partie de ces chocs négatifs a été absorbée par une baisse des importations, auxquelles s'est en partie substitué un déstockage, ainsi que par la hausse de la demande publique, notamment celles des collectivités locales et des dépenses de santé. Malgré son impact négatif sur le déficit public, le surcroît de demande publique a mécaniquement soutenu l'activité économique.

**Contributions à la croissance du PIB en 2024**  
Prévisions et réalisé



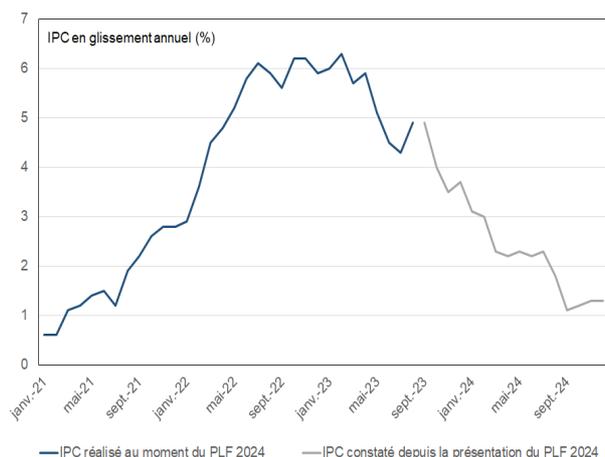
Source : DG Trésor, Insee.

# 1. Pour le PLF 2024 déposé en septembre 2023, le Gouvernement prévoyait une croissance de +1,4 % en 2024

## 1.1 Le PLF 2024 a été réalisé dans un contexte de normalisation de la situation économique post-Covid

La prévision de croissance pour 2024, sous-jacente au projet de loi de finances pour 2024 (PLF 2024), a été établie en septembre 2023. Le contexte de résorption progressive de plusieurs chocs ayant affecté négativement l'économie ouvrait alors la voie à un rebond de la croissance en 2024. En particulier, les effets négatifs sur l'activité des contraintes d'offre liées à la crise sanitaire et du choc inflationniste se dissipaient progressivement. Cette dynamique semblait déjà à l'œuvre, avec une forte progression du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre 2023, estimée alors à +0,5 %<sup>1</sup> – dernier point disponible pour la prévision du PLF24.

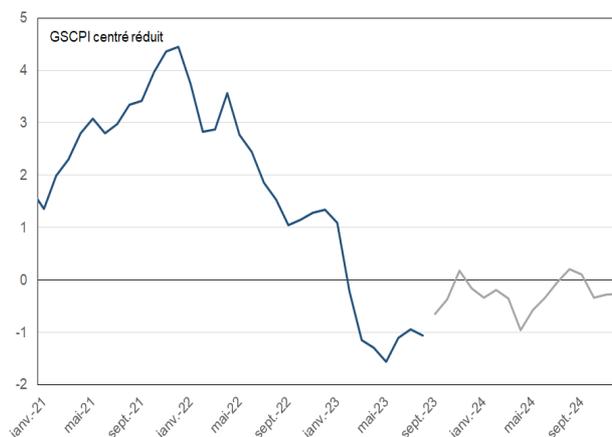
Graphique 1 : L'inflation en France entre 2021 et 2024



Source : Insee.

Ainsi, plusieurs facteurs favorables à une accélération de la croissance étaient amorcés. D'une part, la poursuite de la décrue de l'inflation amorcée au printemps 2023, après un plateau autour de 6 % depuis juin 2022 (cf. Graphique 1), laissait présager une reprise de la consommation des ménages. D'autre part, l'environnement international plus porteur, marqué par la reprise du commerce mondial, et le retour à la normale des chaînes logistiques (cf. Graphique 2) suggéraient une accélération des exportations.

Graphique 2 : Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI), Fed de New York



Source : Fed de New York.

Toutefois, la reprise était susceptible d'être freinée par des taux d'intérêt toujours élevés, pesant sur l'investissement des entreprises et des ménages, dans un contexte d'incertitude sur l'ampleur et l'horizon temporel de leur baisse. Au moment de la réalisation de la prévision, en septembre 2023, les taux commerciaux étaient encore en hausse : les taux des crédits aux ménages et aux entreprises ont poursuivi leur progression sur la fin d'année<sup>2</sup>.

## 1.2 Le PLF 2024 retenait un scénario de rebond de la croissance

La prévision du Gouvernement du PLF 2024 retenait une croissance du PIB de +1,4 % en 2024, après +1,0 % prévu pour 2023<sup>3</sup>, soutenue par une accélération de la consommation des ménages. Celle-ci aurait progressé plus rapidement que le pouvoir d'achat, sous l'hypothèse d'une normalisation progressive du taux d'épargne, resté sensiblement supérieur à sa moyenne historique. L'ensemble des prévisionnistes s'accordait alors sur le caractère temporaire de ce phénomène, en particulier la Banque

(1) Comptes nationaux trimestriels – résultats détaillés estimation, août 2023, Insee, *Informations rapides*.

(2) Les taux des crédits à l'habitat des ménages sont passés de 3,7 % en septembre à 4,0 % en décembre 2023 ; les taux des crédits aux entreprises sont passés de 4,6 % à 4,9 %.

(3) Publication du *Rapport économique, social et financier – PLF pour 2024*, Direction générale du Trésor

de France<sup>4</sup> et la Commission européenne<sup>5</sup>. Le niveau élevé du taux d'épargne pouvait s'expliquer par l'effet de la forte inflation et de la hausse des taux.

L'amélioration du solde extérieur soutiendrait également la croissance, les exportations bénéficiant d'une demande mondiale dynamique et d'une reprise de la production de biens manufacturés complexes, notamment dans l'aéronautique, permettant une poursuite du rattrapage des pertes de performances à l'export de la France.

À l'inverse, la croissance aurait été pénalisée par un investissement privé peu dynamique. L'investissement des SNF aurait ralenti, tandis que l'investissement des ménages aurait poursuivi sa baisse après un net recul en 2023, en raison du durcissement des conditions de financement. Il était estimé que les hausses passées des taux directeurs se transmettraient progressivement

aux taux commerciaux, pénalisant l'investissement plus nettement en 2024 qu'en 2023.

Cette prévision de croissance était supérieure à celle du Consensus (+0,8 %), mais proche de celles du FMI (+1,3 %) et de la Commission européenne (+1,2 %) ou de certaines institutions privées (Goldman Sachs et Natixis anticipaient +1,3 % en septembre 2023).

En cohérence avec sa décline observée de mars à août 2023, une nette baisse de l'inflation était attendue, à +2,6 % en 2024, tandis qu'elle atteignait encore +4,9 % en glissement annuel au mois d'août 2023. Cette prévision se situait dans le bas de la fourchette des autres prévisionnistes : inférieure à celle du Consensus de septembre (+2,7 %), à celle de l'OCDE de juin (+3,1 %) mais légèrement supérieure à celle du FMI d'avril (+2,5 %).

## 2. La croissance pour 2024 a été inférieure à la prévision du PLF 2024, en raison d'une série de nouveaux chocs ayant pénalisé la reprise

### 2.1 Une croissance globalement plus faible que prévu

La croissance a atteint +1,2 % en 2024, soit 0,2 pt de moins que la prévision du Gouvernement de septembre 2023 à l'occasion du PLF 2024 (+1,4 %)<sup>6</sup>.

Du fait d'un environnement international dégradé, en raison notamment des tensions en mer Rouge et d'une nouvelle année de récession en Allemagne, les exportations ont été moins dynamiques qu'anticipé (+2,5 % contre +3,5 % attendus).

L'année 2024 a été marquée par l'incertitude, tant nationale (dissolution de l'Assemblée nationale) qu'internationale (tensions au Proche-Orient notamment). Cette incertitude a pénalisé l'investissement : alors qu'une faible progression était attendue (+0,3 %), l'investissement total a finalement reculé de -1,1 %. L'impact des taux élevés sur l'investissement a également été plus important qu'attendu lors du PLF.

La consommation des ménages a également sensiblement moins progressé qu'attendu (+1,0 % contre +1,8 %). Outre l'incertitude, elle a été pénalisée par une composition du revenu disponible brut davantage portée par des types de revenus ayant une propension à la consommation plus faible.

Néanmoins, du fait de la moindre demande intérieure, les importations ont reculé alors qu'une hausse était prévue (-1,2 %, contre +3,1 % prévu dans le PLF 2024). Elles ont ainsi permis d'atténuer l'impact négatif de ces différents chocs difficilement anticipables sur la croissance française.

Malgré son impact négatif sur le solde public, le surcroît de demande publique a par ailleurs mécaniquement soutenu l'activité économique<sup>7</sup>.

En termes sectoriels, l'activité a été soutenue en 2024 par les services, marchands et non marchands, et par la production d'énergie. À l'inverse, elle a été pénalisée par la baisse de la production dans l'agriculture, la construction et, à un degré moindre, dans l'industrie manufacturière (cf. Encadré 4).

(4) Projections macro-économiques, septembre 2023, Banque de France. Une baisse de 0,8 pt du taux d'épargne était attendue par la Banque de France, contre -0,4 pt pour le Gouvernement.

(5) European Economic Forecast, September 2023, European Commission. "*Private consumption remains weak as households maintained an exceptionally high saving rate. Over the next quarters, consumption is expected to pick up as inflationary pressures progressively dissipate, and as the households' saving rate returns gradually to its historical average*".

(6) Les données issues des comptes annuels de l'Insee sont exprimées en brut, tandis que les prévisions du Gouvernement sont exprimées en concept CJO (correction des jours ouvrés) cohérents avec les comptes nationaux trimestriels. La correction a eu un impact négatif en 2023 (-0,2 pt de PIB) et positif en 2024 (+0,1 pt).

(7) Janin L. et Toussaint C. (2025), « *Retour sur les prévisions de finances publiques pour les années 2023 et 2024* », *Trésor-Éco*, n° 356.

## Encadré 1 : Impact des Jeux Olympiques et paralympiques sur l'activité

La croissance en France a été soutenue en 2024 par l'organisation des Jeux Olympiques et paralympiques (JOP) à hauteur de +0,2 pt sur l'activité du 3<sup>e</sup> trimestre, soit +0,05 pt en moyenne annuelle (l'effet étant négligeable sur les autres trimestres de l'année). La production d'événements sportifs et les activités liées à leur diffusion ont été particulièrement stimulées, bien que des effets d'éviction sur la demande touristique usuelle (non-sportive) en aient minoré l'impact total.

En effet, l'Insee a enregistré au 3<sup>e</sup> trimestre 2024 les ventes de billets, réalisées au fil de l'eau depuis 2023 (1,2 Md€) et le produit des droits de retransmission TV à l'international (0,7 Md€)<sup>a</sup>. Cet effet est similaire à celui des Jeux de Londres en 2012<sup>b</sup> et se concentre sur le commerce extérieur (droits TV, achats de billets par des non-résidents) et la consommation (billets de résidents).

Ces impacts ont été en partie amoindris par des effets d'éviction : l'organisation de grands événements sportifs peut en effet empêcher ou décaler certaines activités qui auraient normalement eu lieu en l'absence de la compétition (éviction) ou se traduire par des transferts de consommation sans hausse de la dépense globale (substitution). La consommation a ainsi ralenti au 3<sup>e</sup> trimestre dans l'hébergement-restauration (+0,3 % après +1,0 %) et la production de services d'arts et spectacles a reculé (-3,2 % ; hors effet des JOP). Ces effets d'éviction sont visibles sur les flux touristiques. Bien que les exportations de tourisme au sens de la comptabilité nationale progressent sur le trimestre (+1,7 % en volume), elles afficheraient une baisse hors le soutien des billets<sup>c</sup> vendus à des non-résidents.

- « L'impact des Jeux olympiques de Paris sur l'activité économique et les paiements au troisième trimestre 2024 | Banque de France », *Bulletin de la Banque de France*, 3 décembre 2024, Banque de France. La Banque de France estime ce surcroît d'activité à +0,25 pt au 3<sup>e</sup> trimestre, avec un contrecoup d'ampleur comparable au 4<sup>e</sup> trimestre.
- Office for National Statistics, Gross Domestic Product, [nationalarchives.gov.uk](https://nationalarchives.gov.uk). L'ONS a annoncé que les ventes de billets pour les Jeux olympiques avaient contribué de +0,2 pt à la croissance du PIB au T3 2012.
- « Du PIB, des Jeux, des inconnues », *Note de conjoncture*, 9 juillet 2024, Insee. L'Insee les estimait à environ 400 M€, soit environ 2 ½ pt d'exportation de tourisme.

## 2.2 L'environnement international était moins porteur que prévu

La dégradation de l'environnement international a constitué un premier choc d'ampleur sur la prévision de croissance : la demande extérieure a été plus faible qu'escompté (+1,6 % contre +3,0 % prévu). Plusieurs facteurs ont conduit à une nette détérioration du contexte international. D'abord, l'attaque du 7 octobre et ses répercussions géopolitiques ont ravivé les tensions en mer Rouge. Le canal de Suez a été presque paralysé, perturbant les chaînes logistiques mondiales. Ce choc a ravivé l'incertitude économique et renforcé l'attentisme à l'échelle mondiale. Ensuite, la reprise économique espérée en Allemagne, principal partenaire commercial de la France, ne s'est pas matérialisée. L'activité y a reculé pour la deuxième année consécutive (-0,5 %, contre +1,1 % prévu<sup>8</sup>), dans le sillage notamment de la décision de la cour constitutionnelle allemande en novembre 2023 de refuser la réallocation du fonds Covid, qui a généré une forte incertitude politique et budgétaire début 2024. La production industrielle allemande s'est également

contractée (-0,1 %), freinée à la fois par des prix de l'énergie toujours élevés et par une demande chinoise atone.

Dans le PLF 2024, les exportations françaises étaient attendues à un rythme légèrement supérieur à celui de la demande mondiale adressée à la France (de +3,5 % contre +3,0 %). Ce différentiel traduisait un rattrapage des pertes de performance passées, notamment grâce à la reprise des exportations aéronautiques. Au final, la croissance des exportations françaises s'est élevée à +2,5 %, un rythme effectivement supérieur à celui de la demande mondiale adressée à la France (+1,6 %) : cela confirme un rattrapage de parts de marché à l'exportation, avec une contribution à la croissance néanmoins plus limitée (+0,9 pt, contre +1,2 pt initialement anticipé).

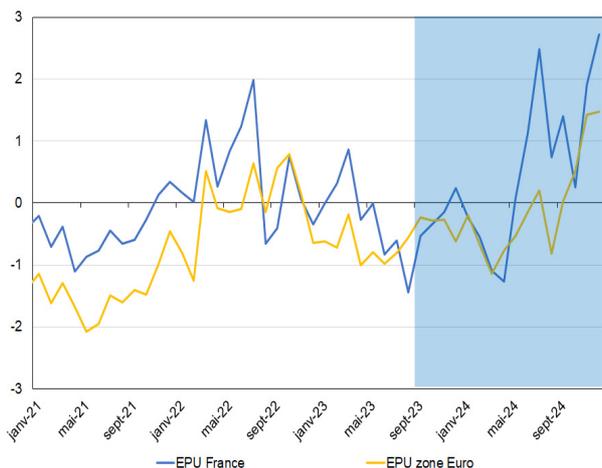
## 2.3 L'investissement a été pénalisé par le regain d'incertitude et des taux élevés

Les tensions géopolitiques, notamment au Proche-Orient, se sont accompagnées d'une hausse de

(8) Beaujeu R. *et al.* (2023), « Perspectives mondiales à l'automne 2023 : l'économie résiste à la montée des taux », *Trésor-Éco*, n° 332. À titre de comparaison, l'OCDE et le FMI prévoient une croissance de +1,3 % en juin et juillet 2023 respectivement.

l'incertitude internationale. À mi-année, la dissolution de l'Assemblée nationale et la convocation de nouvelles élections législatives qui ont débouché sur un socle parlementaire plus minoritaire pour le Gouvernement ont accru l'incertitude nationale (cf. Graphique 3), qui s'est seulement atténuée en octobre lors de la présentation d'un projet de loi de finances par le Gouvernement Barnier, avant d'être ravivée en fin d'année par sa censure.

**Graphique 3 : Évolution de l'indice EPU France et zone euro**



Source : Indices EPU France et zone euro\* centrés réduits, calculs DG Trésor.

\* L'indice EPU pour la zone euro est construit comme la moyenne pondérée par le PIB des indices EPU France, Allemagne, Italie et Espagne.

Note de lecture : L'indice EPU (Economic Policy Uncertainty) mesure l'incertitude liée aux politiques économiques, à partir de la fréquence de certains mots-clés dans les médias, du nombre de dispositions fiscales expirant prochainement, et de la dispersion des prévisions économiques.

L'incertitude autour de la décrue des taux et de l'inflation a également pénalisé l'investissement et favorisé l'attentisme, tandis que les taux élevés freinaient davantage l'investissement qu'anticipé lors du PLF. L'impact des taux sur la production de crédits a été plus fort que prévu : en septembre 2023, le Haut Conseil de stabilité financière<sup>9</sup> s'attendait à une

stabilisation de la production de crédits immobiliers après leur baisse en réaction à la hausse des taux. Or, elle a continué sa baisse jusque début 2024, avant d'entamer une lente reprise. Du fait du durcissement des conditions de crédit, les acteurs économiques ont ainsi été conduits à repousser leurs investissements.

Le regain d'incertitude et les taux élevés ont ainsi fortement pénalisé l'investissement des entreprises (-2,2 % contre +0,9 % attendu)<sup>10</sup> et des ménages (-5,4 % contre -2,2 % attendu). En particulier, ils ont provoqué une poursuite de la baisse des mises en chantier, alors que les indicateurs disponibles à l'été 2023 laissaient espérer une stabilisation. Dans l'ensemble, le repli de l'investissement privé a pénalisé la croissance à hauteur de -0,5 pt (contre une contribution nulle attendue).

#### 2.4 Le ralentissement de l'emploi a été plus fort que prévu, à la faveur d'un rattrapage des pertes de productivité observées depuis la fin de la crise sanitaire

L'emploi a été très dynamique en sortie de crise sanitaire, avec la création de près de 1,4 million d'emplois au total fin 2022 par rapport à fin 2020. Ce rebond a néanmoins été associé à une baisse de la productivité du travail, l'emploi ayant été plus dynamique que l'activité sur la période. L'emploi a ralenti à partir de la mi-2023, principalement dans le secteur marchand non-agricole, à la faveur d'un redressement de la productivité du travail. La prévision d'emploi réalisée pour le PLF 2024 intégrait une poursuite du ralentissement des créations d'emploi salarié marchand non-agricole (+0,5 % en moyenne annuelle en 2024, après +1,3 % prévu pour 2023 dans le PLF 2024<sup>11</sup>), cohérente avec les premiers signaux conjoncturels défavorables<sup>12</sup> observés à la mi-2023 et l'hypothèse d'une poursuite du rattrapage partiel des pertes de productivité. En particulier, une résorption des phénomènes de rétention de main-d'œuvre était

(9) Rapport Annuel 2023, Septembre 2023, Haut Conseil de Stabilité Financière. « La production de crédit immobilier se normalise en réaction à la hausse des taux », p.13.

(10) À un degré moindre, l'écart à la prévision reflète un effet du changement de base des comptes nationaux de l'Insee : une partie de l'investissement numérique, particulièrement dynamique ces dernières années, a été reclassé en consommations intermédiaires des entreprises.

(11) En 2023, l'emploi salarié marchand non agricole a finalement progressé de +1,1 % en moyenne annuelle. L'écart à la prévision d'emploi du PLF 2024 s'explique toutefois principalement par une révision à la baisse de l'emploi salarié du 1<sup>er</sup> semestre 2023 dans les Estimations détaillées d'emploi salarié du 2<sup>e</sup> trimestre 2024 de l'Insee, publiées le 30 août 2024, soit près d'un an après la réalisation du PLF 2024.

(12) Notamment, des destructions d'emplois dans l'intérim à partir du 1<sup>er</sup> trimestre 2023 et un repli de l'indicateur synthétique de climat de l'emploi tout au long de l'année 2023.

anticipée dans certains secteurs<sup>13</sup>. Le ralentissement de l'emploi salarié marchand non-agricole en 2024 a cependant été plus fort qu'anticipé (+0,2 %), dans un contexte d'incertitude élevée peu propice aux embauches (cf. *supra*). En particulier, le recul de l'emploi au 4<sup>e</sup> trimestre 2024 a surpris par son ampleur : 90 100 emplois salariés ont été détruits, soit le plus fort recul sur un trimestre depuis le 2<sup>e</sup> trimestre 2020.

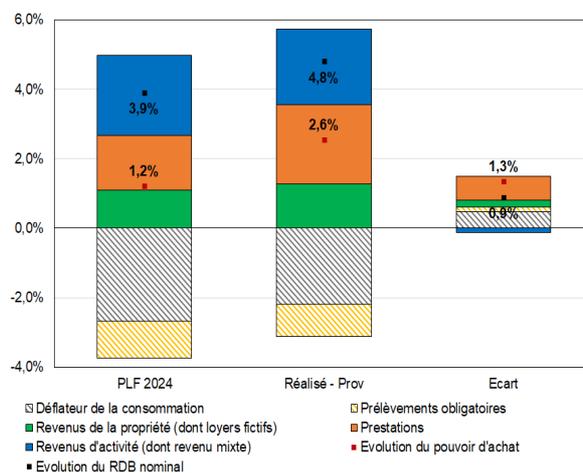
## 2.5 La forte hausse du pouvoir d'achat, soutenue par le reflux de l'inflation, n'a pas engendré de reprise de la consommation

La décrue de l'inflation a été plus forte que ne l'anticipait l'ensemble des prévisionnistes et a permis de soutenir le pouvoir d'achat des ménages. En septembre 2023, le Gouvernement prévoyait un reflux à +2,6 %, ce qui était dans le bas de la fourchette des prévisionnistes (cf. *supra*). L'inflation s'est établie à +2,0 % en moyenne annuelle : en particulier, les prix de l'énergie se sont avérés moins dynamiques qu'anticipé, notamment ceux des produits pétroliers<sup>14</sup>. Le ralentissement de l'ensemble des autres prix<sup>15</sup> a également été plus rapide que ce qui était prévu au PLF 2024.

Ainsi, le pouvoir d'achat a progressé davantage que ce qui était attendu lors du PLF 2024 (cf. Graphique 4), résultant à la fois du reflux de l'inflation et d'un revenu disponible brut plus allant (+4,8 % contre +4,0 % au PLF 2024). Ce fort dynamisme du pouvoir d'achat ne s'est néanmoins pas traduit par un surcroît de consommation. Ce constat, qui peut surprendre,

s'explique en partie par la composition du revenu disponible des ménages : les revenus d'activité, davantage consommés, ont moins augmenté qu'anticipé, en particulier du fait du ralentissement plus fort que prévu de l'emploi. À l'inverse, les revenus du capital et, surtout, les prestations sociales ont progressé plus qu'attendu<sup>16</sup>, portées par la revalorisation des retraites de base de +5,2 % au 1<sup>er</sup> janvier 2024, qui sont en moyenne moins consommées<sup>17</sup>. Enfin, l'incertitude nationale au 2<sup>nd</sup> semestre a favorisé les comportements de précaution et de report de décision d'achats. Par conséquent, le taux d'épargne, qui présentait déjà un niveau inhabituellement élevé, a connu une hausse de +1,2 pt entre 2023 et 2024, pour atteindre 18,2 % (cf. Encadré 2).

**Graphique 4 : Écart des contributions à l'évolution du pouvoir d'achat, entre le réalisé et le PLF 2024**



Source : DG Trésor, Insee.

(13) Voir Askenazy, Cupillard et al. (2024), « À la recherche des gains de productivité perdus depuis la crise sanitaire », billet de blog, Insee. Les phénomènes de rétention de main d'œuvre peuvent s'observer dans certains secteurs d'activité confrontés à un choc jugé temporaire, où les entreprises conservent leur personnel pour répondre à une hausse future de la demande. C'était le cas par exemple de l'aéronautique, dont la production restait en 2023 très inférieure à son niveau d'avant-crise (de l'ordre de 15 %), sans que l'emploi suive cette même dynamique, dans un contexte de fortes difficultés d'approvisionnement pour la filière et bien que les carnets de commandes soient jugés supérieurs à la normale. Le commerce contribuait également fortement à la perte de productivité, en partie du fait de transformations structurelles en cours dans ce secteur (réorientation demande des ménages, commerce en ligne, baisse de la qualité des produits), mais une partie pouvait également provenir de phénomènes de rétention de main-d'œuvre. Ces phénomènes étant jugés comme temporaires, le PLF 2024 prévoyait la résorption progressive de ces facteurs de perte de productivité en 2024, tempérant ainsi la dynamique d'emploi prévue.

(14) Le prix du pétrole s'est élevé à 80,5 \$ par baril en moyenne sur l'année, tandis que le PLF 2024 s'appuyait sur une hypothèse de gel du prix au niveau des cours observés au mois d'août 2023, soit 86 \$.

(15) Les prix de l'alimentation, des produits manufacturés et des services ont été plus bas qu'anticipés au PLF 2024. Seule l'inflation du tabac a été plus élevée que prévue.

(16) Cette révision s'explique principalement par la hausse des dépenses d'assurance chômage, le dynamisme des soins de ville y compris celui des indemnités journalières et l'effet d'une revalorisation supérieure à l'inflation des prestations de retraites complémentaires.

(17) Dans sa note de conjoncture de juin 2025, l'Insee apporte un éclairage en exploitant des données bancaires anonymisées des clients de la Banque Postale. Ces données bancaires permettent de reconstituer les revenus et dépenses d'un panel représentatif de ménages, et d'en déduire leur taux d'épargne. Sur l'année 2024, la hausse de l'épargne a été générale, quel que soit le niveau de revenu ou l'âge des ménages. Toutefois, deux tiers de la progression globale du taux d'épargne du panel s'explique par l'épargne additionnelle des personnes âgées de plus de 65 ans. Les revenus des retraités ont davantage progressé que ceux des actifs et cette hausse de revenus n'a pas été consommée.

## Encadré 2 : Quels facteurs pourraient expliquer le taux d'épargne élevé en France ?

Plusieurs facteurs aident à rendre compte du comportement inhabituel d'épargne des ménages depuis la crise sanitaire :

- Des chocs positifs sur le revenu réel des ménages se traduisent par un surcroît temporaire d'épargne en raison du lissage de la consommation. Dans la plupart des modèles macroéconométriques, dont le modèle Opale utilisé par la DG Trésor pour ses prévisions, l'équation de consommation intègre un retard d'ajustement de la consommation après une hausse du revenu disponible brut (RDB). Une hausse de 1 pt du RDB réel se traduit ainsi par une hausse de seulement 0,54 pt de la consommation après quatre trimestres, le reste de surcroît de revenu étant consommé plus tardivement. La très forte hausse du pouvoir d'achat en 2024 (+2,6 %, contre +1,0 % en moyenne sur la période 2010-2019) peut ainsi expliquer une partie de la hausse du taux d'épargne).
- La composition des gains du pouvoir d'achat a pu peser sur la consommation. La structure du revenu s'est déformée en faveur des revenus de la propriété entre 2019 et 2024, ce qui reflète à la fois la hausse des taux d'intérêts et le dynamisme des dividendes versés par les sociétés. Or ce sont des revenus qui sont peu consommés ; certains travaux empiriques considèrent que la propension marginale à consommer les revenus financiers est quasi nulle<sup>a</sup>. Cela peut s'expliquer à la fois par leur moindre liquidité, mais aussi par leur concentration au sein des ménages du haut de la distribution des revenus, qui ont une propension marginale à consommer plus faible que le reste de la population.
- Les comportements de consommation et d'épargne ont aussi été perturbés par le choc d'inflation, au-delà de son effet sur le pouvoir d'achat. D'une part, la forte hausse de l'inflation a pu conduire les ménages à épargner davantage pour maintenir la valeur réelle de leurs actifs financiers (leurs « encaisses réelles ») ; même si un tel effet n'est pas identifié dans les travaux économétriques<sup>b</sup>, ceux-ci portent sur des périodes sans épisode inflationniste comparable. D'autre part, le choc inflationniste a pu accentuer les comportements de précaution, compte tenu du caractère inhabituellement intense de cet épisode depuis les années 1980. Enfin, les ménages ont ressenti l'inflation plus fortement et plus durablement que celle mesurée par les statistiques. L'écart entre inflation mesurée et ressentie au sein de la zone euro est resté conséquent en 2024, atteignant 15,6 pts entre l'inflation ressentie (Commission européenne) et celle mesurée (2,6 % en termes d'IPCH), au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, contre un écart de 5,3 points en moyenne entre 2010 et 2019.
- La montée des incertitudes économiques depuis la mi-2024 a également soutenu l'épargne de précaution. L'incertitude liée au contexte politique à la suite de la dissolution de l'Assemblée nationale a contribué au net repli de la confiance des ménages à l'automne 2024. Elle a pu favoriser des comportements attentistes en termes de consommation et contribuer au rebond de l'épargne en 2024.

a. Banque de France (2020), « La composition du revenu aide à comprendre l'évolution du taux d'épargne des ménages en France », *Bulletin*.

b. Voir par exemple (i) Daubaire A., Lefebvre G. et Meslin O. (2017), « La maquette de prévision Opale 2017 », *Document de travail de la DG Trésor*, Numéro 2017/06, (ii) Dufernez A.-S. et al. (2017), « Le modèle macroéconométrique Mésange : réestimation et nouveautés », *Document de travail de la DG Trésor*, Numéro 2017/04, (iii) OFCE (2002), « Le modèle France de l'OFCE, la nouvelle version : e-mod.fr », *Revue de l'OFCE*.

### 2.6 Néanmoins, une partie de ces chocs négatifs a été absorbée par une baisse des importations

Si la demande – extérieure comme intérieure, *cf. supra* – a été nettement moins dynamique qu'anticipé dans le PLF 2024, une partie de cet effet a été amortie par les importations. Comptablement, leur progression attendue au PLF 2024 (+3,1 %) devait contribuer négativement à la croissance (de -1,1 pt) ; elles ont au contraire baissé de -1,2 %, soit une contribution à la croissance de +0,4 pt.

Ce recul traduit notamment la baisse de l'investissement privé, en particulier de biens d'équipement (machines-outils) et de matériels de transport. La consommation privée, moins dynamique que prévu, a également freiné la demande adressée à l'étranger. En outre, les entreprises ont davantage mobilisé leurs stocks pour répondre à la demande, dans ce contexte d'incertitude accrue, ce qui s'est traduit par une contribution fortement négative des variations de stocks (-0,8 pt, contre une contribution nulle anticipée, *cf. Encadré 3*), possiblement en substitution des importations.

### Encadré 3 : Le déstockage des entreprises en 2024, reflet d'une demande atone et d'une reprise incertaine

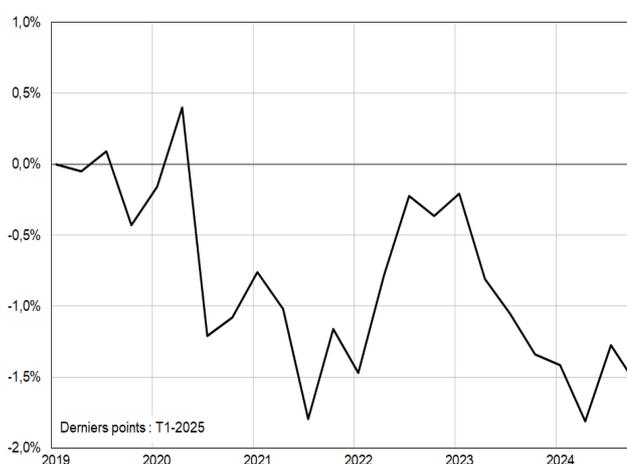
Les variations de stocks représentent une faible part du PIB (en moyenne 0,6 % depuis 1950), mais elles expliquent une part significative de ses fluctuations. Bien que leur contribution moyenne à la croissance soit nulle depuis les années 1980, leur écart-type est élevé : l'analyse des contributions des stocks éclaire donc utilement la dynamique de la croissance.

Sur l'ensemble de l'année 2024, l'économie a été marquée par un déstockage significatif dans de nombreux secteurs. Plutôt que de relancer pleinement leur production, les entreprises ont préféré puiser dans leurs stocks existants pour répondre à la demande intérieure et extérieure.

Ce comportement s'inscrit dans un contexte d'incertitude persistante. Face à une visibilité économique réduite, les entreprises ont privilégié la prudence, cherchant à éviter l'accumulation de stocks invendus dans un environnement économique et géopolitique perçu comme instable. Par ailleurs, le choc énergétique amorcé dès 2022-2023 a continué de diffuser ses effets en 2024. Bien que les prix de l'énergie aient été moins volatils que les années précédentes, ils sont restés à des niveaux élevés, exerçant une pression durable sur les coûts de production. Dans ce contexte, puiser dans les stocks a également permis à de nombreuses entreprises de limiter leurs dépenses.

La contribution des variations de stocks à la croissance en 2024 a ainsi été fortement négative (-0,8 point). *In fine*, ce déstockage se comprend aussi en miroir de la contribution positive des importations : en phase de déstockage, les entreprises réduisent généralement leurs achats à l'étranger.

Graphique 5 : Évolution cumulée du PIB et des contributions des variations de stocks (T1 2019 = 0)



Source : Insee, CNT (RD T1-25), calculs DG Trésor.

#### Encadré 4 : Quels secteurs ont particulièrement contribué à la croissance en 2024 ?

En 2024, certains secteurs ont fortement pesé à la hausse ou à la baisse sur la croissance, parfois malgré un poids limité dans l'économie, du fait de contraintes liées à la production, ou d'un contexte spécifique sur la demande qui leur est adressée.

Ainsi, la production énergétique a été un soutien très important à la croissance : la valeur ajoutée du secteur a progressé de +7,1 % (soit une contribution de +0,3 pt à la croissance), du fait du redressement de la production électrique, qui était encore en 2023 inférieure de -10 % à sa moyenne 2017-2019 avant de quasiment la rejoindre (-1,3 %) en 2024. Avant tout, la production d'électricité nucléaire a profité d'une plus grande disponibilité du parc liée à la résolution progressive des problèmes de corrosion sous contrainte ; tandis que la production hydro-électrique a bénéficié de la forte pluviométrie. La valeur ajoutée agricole a au contraire chuté fortement (-14,8 %) du fait de conditions météorologiques particulièrement difficiles sur l'année, et pesé sur la croissance (-0,2 pt de PIB) malgré son faible poids (1,1 % du PIB). Les grandes cultures ainsi que la viticulture ont été pénalisées par la forte pluviométrie du printemps et de l'été, ce qui a réduit les rendements.

Le BTP a pesé sur la croissance, sa production se repliant de -2,0 %. Cette baisse s'explique surtout par le repli du secteur du bâtiment, notamment neuf : les taux d'emprunt élevés ont durablement pesé sur la demande des ménages, et des entreprises. Ainsi, le secteur du logement neuf a pâti du faible nombre de chantiers débutés (-23 % en 2023 et encore -6 % en 2024) et de surfaces de locaux commencés (-15 % puis -11 %). La baisse de la valeur ajoutée du secteur est moindre, et la contribution à la croissance de cette dernière est tout juste nulle. Toutefois, la grande partie (environ 80 % en 2022, dernière année où cette information est disponible) des consommations intermédiaires de la branche sont domestiques : l'effet d'entraînement sur le reste de l'économie, par exemple sur l'activité des cimenteries ou de la production de verre, est donc important. Le génie civil (routes, tunnels, voies ferrées...) a en revanche été un facteur de soutien, en raison du dynamisme des investissements des administrations publiques.

Les services non marchands, qui regroupent notamment les services publics généraux, l'enseignement et les services de santé publics ont vu leur valeur ajoutée augmenter de +1,5 % (soit +0,3 pt de PIB). Cette contribution positive est à mettre en regard de la hausse marquée des dépenses publiques en 2024 (+3,9 % en valeur), qui a contribué à la hausse du déficit public.

**Tableau 1 : Prévisions économiques pour la France**

	PLF 2024	Insee PROV	Écart
<b>Opérations sur biens et services en volume</b>			
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>(-0,2)</b>
Consommation finale des ménages	1,8	1,0	(-0,8)
Consommation finale publique	1,4	1,4	(0,0)
Formation brute de capital fixe (FBCF)	0,3	-1,1	(-1,4)
<i>dont : entreprises non financières</i>	0,9	-2,2	(-3,1)
<i>administrations publiques</i>	1,3	4,8	(3,5)
<i>ménages hors entrepreneurs individuels</i>	-2,2	-5,4	(-3,2)
Importations	3,1	-1,2	(-4,3)
Exportations	3,5	2,5	(-1,0)
<b>Contribution à l'évolution du PIB en volume</b>			
Consommation privée	1,0	0,6	(-0,4)
Investissement privé	0,0	-0,5	(-0,5)
Demande publique	0,4	0,6	(0,2)
Variation des stocks et objets de valeur	0,0	-0,8	(-0,8)
Commerce extérieur	0,1	1,3	(1,2)
<b>Prix et valeur</b>			
Indice des prix à la consommation	2,6	2,0	(-0,6)
Indice d'inflation sous-jacente brut	2,4	1,8	(-0,6)
Déflateur du produit intérieur brut	2,5	2,1	(-0,4)
Produit intérieur brut en valeur (non CJO)	4,0	3,3	(-0,7)
<b>Productivité, emploi et salaires</b>			
<b>Branches marchandes non agricoles</b>			
- Productivité du travail (en EQTP)	1,2	1,6	(0,4)
- Emploi salarié (personnes physiques)*	0,5	0,2	(-0,3)
- Emploi salarié (MA, en milliers)*	94	33	(-60,5)
- Emploi salarié (GA, en milliers)*	137	-49	(-186,2)
- Salaire moyen par tête-SMPT (personnes physiques)	3,1	2,6	(-0,4)
- Pouvoir d'achat du SMPT (au sens de l'IPC)	0,4	0,6	(0,2)
- Masse salariale	3,6	2,8	(-0,7)
Emploi total (MA)*	0,5	0,7	(0,2)
Emploi total (GA, en milliers)*	193	89	(-104,0)
Taux de chômage (chômeurs / population active)	7,0	7,4	(0,4)
<b>Compte des sociétés non financières</b>			
Valeur ajoutée	3,5	2,2	(-1,3)
Excédent brut d'exploitation	3,7	0,2	(-3,5)
Taux de marge (EBE/VA)	32,7	32,2	(-0,5)
Évolution du taux de marge	0,1	-0,6	(-0,7)
Taux d'épargne (épargne/VA)	23,0	20,2	(-2,8)
Taux d'investissement (FBCF/VA)	25,6	21,7	(-3,9)
Taux d'autofinancement (épargne/FBCF)	89,9	93,2	(3,2)
<b>Compte des ménages</b>			
Masse salariale totale	3,4	3,3	(-0,1)
Revenu disponible brut (RDB)	4,0	4,8	(0,8)
Pouvoir d'achat du RDB (au sens du déflateur de la conso.)	1,3	2,6	(1,3)
Taux d'épargne (épargne/RDB)	18,2	18,2	(0,0)
Évolution du taux d'épargne	-0,4	1,2	(1,6)

Source : DG Trésor, Insee.

Données corrigées des jours ouvrables pour la prévision, brutes pour le réalisé.

\* Emploi au sens des estimations d'emploi de l'Insee.



**Éditeur :**

Ministère de l'Économie,  
des Finances  
et de la Souveraineté  
industrielle et numérique  
Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la  
Publication :**

Dorothée Rouzet  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

**Derniers numéros parus****Juillet 2025**

N° 367 Tarification et fiscalité du transport aérien

Alexia Litschgy

**Juin 2025**

N° 366 Coordonner des créanciers fragmentés pour restructurer la dette souveraine : le cas du Sri Lanka

Agathe Madeline, Caroline Miller

N° 365 Les trajectoires salariales des salariés rémunérés au voisinage du Smic

Rania Benyamina, Chloé Stutzmann

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : [bit.ly/Trésor-Eco](https://bit.ly/Trésor-Eco)

*Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.*