

De la mathématique budgétaire à la possibilité d'un budget de réconciliation



V. Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

18 septembre 2026

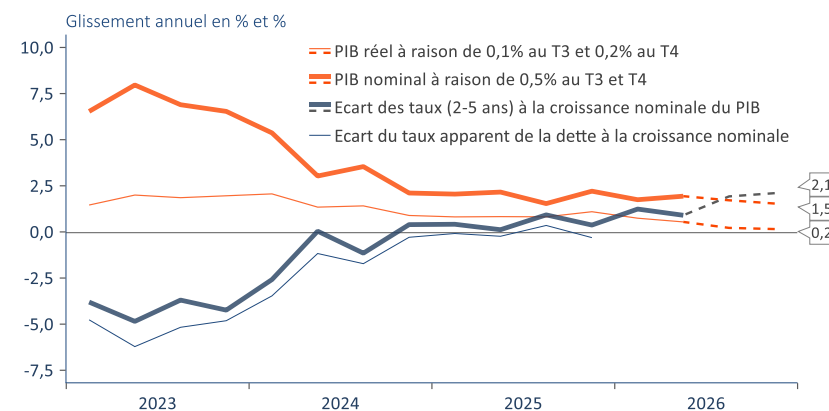
La préparation du budget 2027 promet une nouvelle situation de crise politique et de paralysie économique dont on ne peut que redouter les coûts une économie française déjà lourdement pénalisée par la crise de l'an dernier, l'envolée des prix de l'énergie et la remontée des taux d'intérêt. Si le niveau d'endettement de la France est surmontable, comparable à celui de bien d'autres pays, il impose, néanmoins, le respect d'un certain nombre de conditions pour que les investisseurs continuent à le voir comme tel et n'exigent pas des primes de risques plus confiscatoires dans un environnement de remontée généralisée des taux d'intérêt. Ces conditions sont connues, elles se résument en deux formulations successives :

- 1- le maintien des taux de financement à un niveau inférieur au taux de croissance du PIB nominal.
- 2- La capacité à compenser un éventuel écart entre ces deux variables par un excédent primaire équivalent, pour éviter une hausse du taux d'endettement.

La France ne remplit, en l'état, aucune de ces conditions. Sa croissance économique ne devrait pas excéder 0,5 % en moyenne cette année et la terminera, au mieux, à peine au-dessus de zéro par rapport à la fin 2025. Si la hausse des prix du PIB peut sauver une partie de la mise, elle ne permettra probablement pas une croissance nominale de plus de 1,5 % l'an en fin d'année, soit un niveau nettement inférieur à celui des taux d'intérêt auxquels se finance l'État français, de quelque échéance que ce soit. La moyenne des taux à 2 et 5 ans, qui permet d'approcher au mieux le coût de la charge effective de la dette de ces deux dernières années, est aujourd'hui de 3,64 %. Dans l'hypothèse où la BCE relèverait ses taux directeurs une nouvelle fois d'ici décembre, cette moyenne s'élèverait d'autant et l'écart des taux à la croissance nominale du PIB enflerait alors dans la région de 2,40 %. Corrigé du

biais de 0,6 point de nos estimations avec le taux apparent effectif de la charge d'intérêts, l'effort à consentir pour stabiliser la dette serait encore de 1,8 %, l'équivalent de 54 à 55 mds du dernier PIB courant connu... On connaît ce chiffre, c'est le montant des économies recherchées par Matignon, non pas pour revenir à un excédent primaire mais juste pour éviter d'en creuser le déficit, proche de 3 % cette année. L'objectif du Premier ministre n'est donc pas sorti du chapeau et l'on comprend comment cette approche conduit à chercher les solutions du seul côté des économies.

DETTE, CROISSANCE ET TAUX D'INTÉRÊT EN FRANCE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



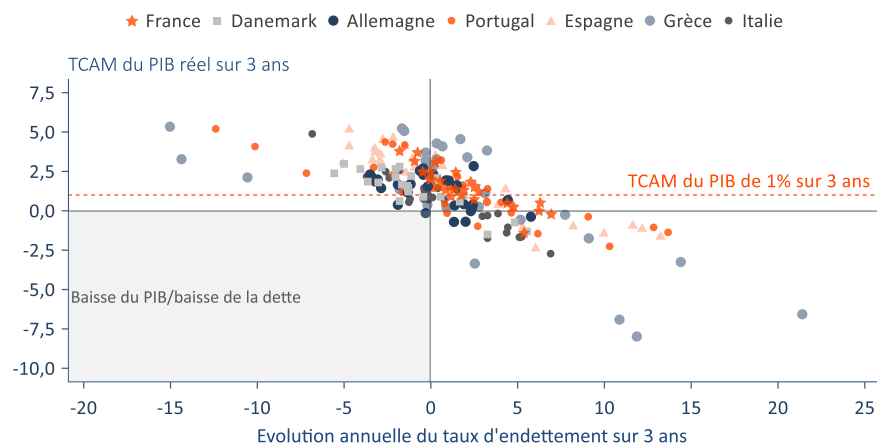
Reste que cette approche omet une composante essentielle de l'équation budgétaire : celle de la croissance, qui conditionne, à bien des égards, les marges de manœuvre et les chances de réussite des politiques d'ajustement budgétaire. C'est de ce côté qu'une réflexion sur une meilleure utilisation de la manne nucléaire française semble particulièrement intéressante.

Sans croissance, pas de répit pour les finances publiques

La décennie écoulée en a donné la démonstration : l'austérité ne fonctionne pas, notamment parce que son coût économique rogne le dénominateur plus rapidement qu'il ne réduit le numérateur des ratios de déficits et de dette. S'appuyer sur les exemples grecs, italiens ou portugais pour laisser supposer que le coût économique de l'austérité serait le passage obligé pour réduire la dette est, en ce sens, une erreur en mesure de se révéler particulièrement dommageable pour une économie déjà exsangue, dont la croissance est proche de zéro.

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, à partir duquel remontent les statistiques harmonisées des finances publiques, aucun exemple de baisse du taux d'endettement n'a, en effet, été observée en période de décroissance, même dans les cas des pays scandinaves, souvent présentés comme les plus vertueux. Le graphique ci-dessous qui compare l'évolution simultanée de la dette publique et de la croissance réelle du PIB sur des périodes de trois ans illustre on ne peut mieux cette réalité. Cette représentation laisse, en effet, le quadrant sud-ouest qui correspond à ce cas de figure, résolument vide depuis 1995, résultat identique à une analyse portant sur des périodes de 2 ou 5 ans.

TAUX DE CROISSANCE DU PIB ET DE LA DETTE PUBLIQUE PAR PÉRIODE DE 3 ANS -1995-2025



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Même une croissance de 1 % l'an en moyenne sur trois ans ne s'accompagne que rarement d'une résorption de la dette ; entre zéro et 1 % de croissance, les cas très largement dominants sont ceux d'une hausse du taux d'endettement (zone nord-est du graphique comprise entre l'axe à 0 et la ligne pointillée). Les périodes de contraction du PIB, même relativement limitée, sont quant à elles synonymes d'une élévation quasi systématique du taux d'endettement.

Ce constat n'a rien de bien surprenant mais souligne une conclusion trop souvent oubliée : un effort budgétaire qui ne s'accompagnerait pas d'un retour préliminaire de la croissance économique, au moins dans la région de 1 % n'aurait, non seulement, aucun effet bénéfique sur le taux d'endettement de l'État français mais toutes les chances de l'empirer.

Dans un tel contexte, avec une croissance estimée à moins de 0,5 % en moyenne cette année, bien partie pour converger vers zéro d'ici la fin de l'année, la question qui devrait s'imposer aux économistes et au gouvernement avant toute stratégie d'économie budgétaire, est donc celle d'une restauration de la croissance réelle et nominale du PIB. Or, pour le coup, la réponse à cette question est assez unanime : pour renouer avec la croissance, les consommateurs devront retrouver des gains de pouvoir d'achat.

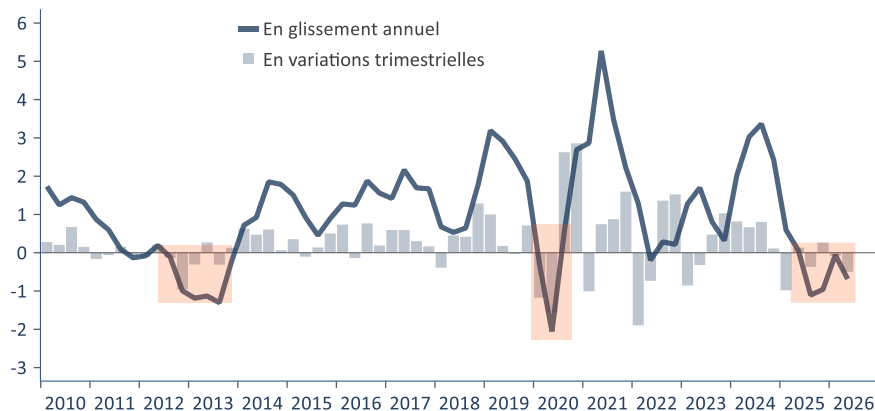
L'incontournable question du pouvoir d'achat

Il y a de bonnes raisons à cela. La situation actuelle empêche, en effet, tout à la fois d'envisager l'avenir de l'économie française sous un jour plus porteur mais impose une limite considérable aux mesures budgétaires que le gouvernement pourrait mettre en place pour redresser les comptes publics. La plupart des mesures d'économies envisagées par le gouvernement butent précisément sur la réalité d'une situation déjà très dégradée des consommateurs français et, par voie de conséquence, des entreprises, tout particulièrement des PME.

Au deuxième semestre 2025, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages français a enregistré des pertes qui, hors période de covid, n'avaient plus été observées depuis 2012-2013 ou, précédemment, au milieu des années quatre-vingt ! Après un léger mieux en fin d'année dernière, les pertes se sont renouvelées, au deuxième trimestre sous le double effet du ralentissement des créations d'emploi et de l'envolée des prix consécutive au début de la guerre en

Iran. Il fait peu de doutes que les pertes se sont amplifiées cet été avec la dégradation du socle conjoncturel et le nouveau contrecoup pétrolier.

EVOLUTION DU REVENU DISPONIBLE RÉEL DES MÉNAGES EN FRANCE, EN %

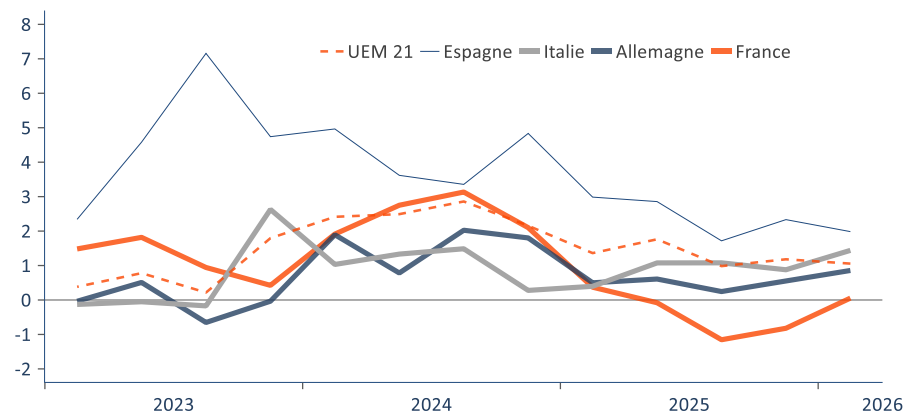


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Or, de telles observations ne sont pas une fatalité. La croissance du pouvoir d'achat des ménages a en effet beaucoup mieux résisté dans les autres grands pays de la zone euro qu'elle ne l'a fait en France, y compris l'an dernier lorsque l'économie française bénéficiait encore d'une croissance nettement plus soutenue que celle de l'Italie et de l'Allemagne en récession.

Nous ne reviendrons pas sur les multiples raisons à l'origine de cette situation, parmi lesquelles l'absence de dispositif de protection contre l'envolée des prix de l'énergie comparable à ceux adoptés par nos voisins en début d'année, ou, plus fondamentalement, les pertes de pouvoir d'achat du salaire réel de ces dernières années, véritable spécificité française que nous avons notamment développée à l'occasion de la crise de l'automne 2025 (cf [HDV du 4 septembre 2025](#)). Ces éléments, bien que trop largement passés sous silence, sont censés être assimilés.

POUVOIR D'ACHAT DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES MÉNAGES DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE L'UEM

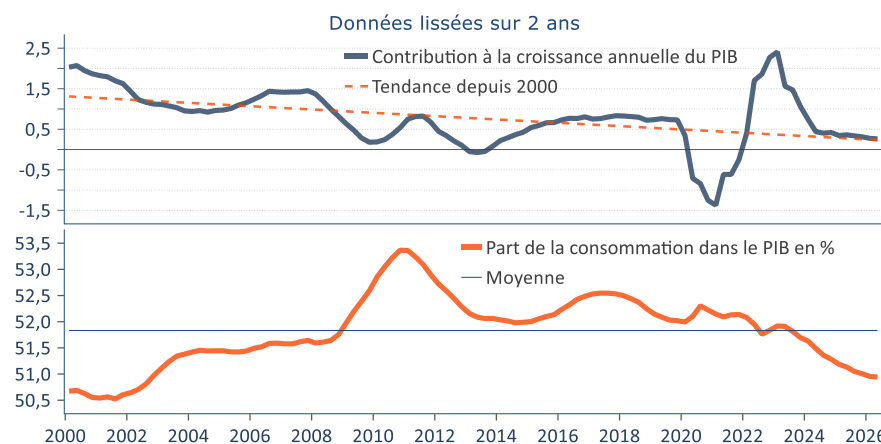


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Moins le sont les tendances à long terme observées sur le front de la consommation privée et ce qu'elles signifient en termes de détérioration du potentiel de croissance de l'économie française depuis quelques années.

La contribution des dépenses des ménages à la croissance du PIB s'est singulièrement abaissée, en effet, depuis la crise de 2008.

CONSOMMATION PRIVÉE EN FRANCE

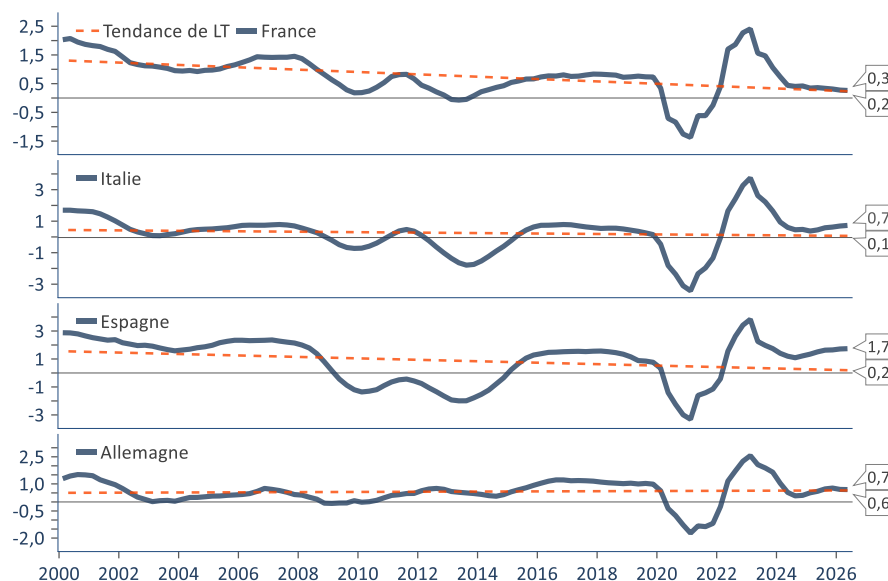


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Bien que la France n'ait pas été la plus exposée des pays européens à cet épisode, il a constitué un point de rupture très nette. Restriction du crédit et durcissement de la politique budgétaire tiennent indiscutablement une part non négligeable de l'explication de ce phénomène. Ils ne justifient aucunement pour autant la spécificité française qui se caractérise aujourd'hui par deux constats :

- **une contribution de la consommation à la croissance du PIB particulièrement faible, de l'ordre de 0,2-0,3 point par an**, parfaitement en ligne avec la poursuite de sa tendance baissière à long terme qui, aujourd'hui constitue une exception parmi les grands pays de la zone euro, Allemagne, Italie, notamment, sans parler de l'Espagne (voir graphique page suivante)
- **Un repli consécutif de la part de la consommation privée dans le PIB français à moins de 51 % aujourd'hui**, sans équivalent dans les autres grands pays de l'union monétaire où le poids de la consommation s'est le plus souvent notablement accru ces dernières années et oscille dans la région de 55 % en Allemagne, 57 % en Italie ou 52 % en Espagne.

CONTRIBUTION DE LA CONSOMMATION À LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB RÉEL, EN PT DE %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

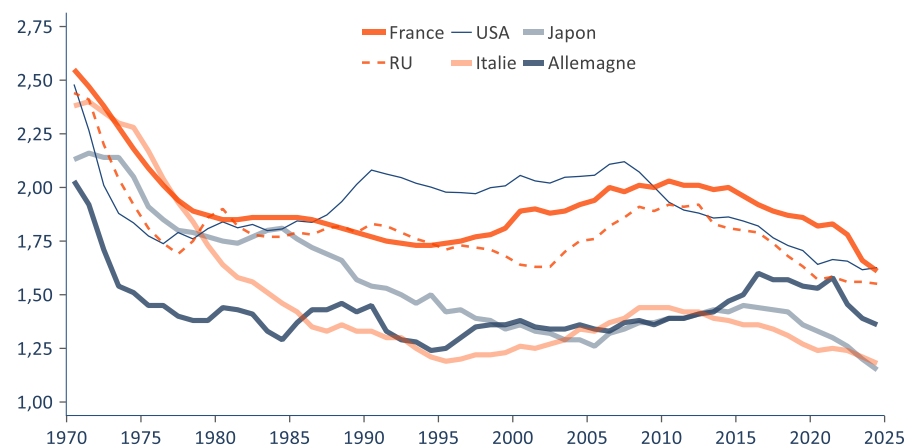


D'où viennent ces évolutions ? Difficile d'apporter une réponse certaine sans investigations approfondies. Mais deux points résultent de ces observations :

1- **L'économie française, souvent comparée par le passé aux cas américain ou britannique, dans lesquels la consommation privée occupe une large part du PIB s'est radicalement transformée**, sans pour autant observer que la moindre contribution des dépenses de consommation à la croissance ait été compensée par d'autres pans de l'activité. **Le potentiel de croissance de l'économie française est donc vraisemblablement affaibli par cette tendance.**

2- Parmi les atouts dont bénéficiait la France par rapport à ses partenaires jusqu'à il y a peu, la dynamique de sa démographie était un facteur-clé. A la veille des élections législatives de 2017, notre numéro spécial « [Image de France en Europe : le déclassement](#) » pouvait encore mettre en avant cette spécificité comme un facteur de soutien privilégié auquel le diagnostic déjà très inquiet sur les résultats de l'économie française pouvait se raccrocher. Tel n'est plus le cas. La chute du taux de fécondité de ces dernières années a emporté avec elle ce qui constituait, en effet, le principal atout de l'économie française. Il fait peu de doute que ce phénomène explique une grande part du déclin aujourd'hui observé sur le front des ressources de consommation et de son impact sur le potentiel de croissance de l'Hexagone.

TAUX DE FERTILITÉ



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Cette tendance n'a rien d'exceptionnel au regard de celles observées dans les autres pays développés. Vieillesse démographique et montée de l'âge médian font, partout, leur travail, en effet. Il fait néanmoins peu de doute que la dégradation des conditions de vie, notamment liée à la crise du logement et aux trop gros coups de rabots portés aux dispositifs d'accueil de la petite enfance et ont considérablement aggravé la situation relative de la France, qui avait largement les capacités de prendre ce train de manière beaucoup moins brutale qu'elle ne l'a fait ces dernières années.

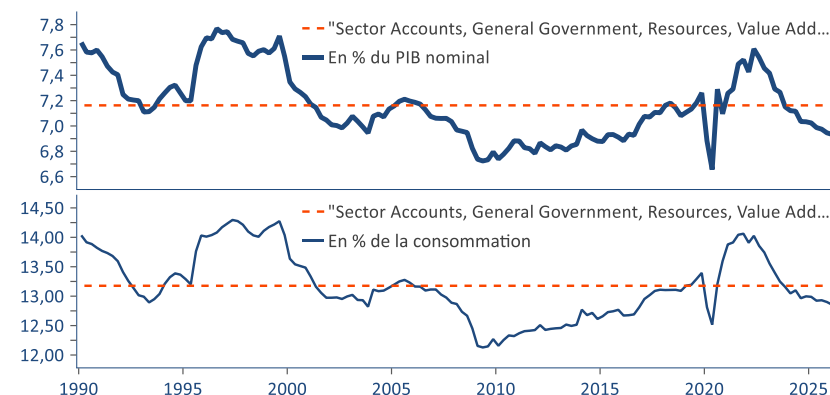
Alors, comment faire ?

Il y a bien des raisons d'être désespéré par ce tableau, qui renvoie tout à la fois à la complexité de l'exercice budgétaire et à l'inquiétude exprimée par la population dont il découle un risque politique et de paralysie de la politique économique. On ne peut néanmoins que s'étonner que ce qui précède ne soit pas plus systématiquement pris en considération dans l'afflux de propositions budgétaires actuel, ne serait-ce que pour faire un tri plus efficace sur les mesures susceptibles de répondre aux impératifs de croissance.

Remonter le taux de TVA en contrepartie d'un allègement de cotisations sociales, qui aurait pour conséquence inéluctable d'affaiblir plus encore les régimes de protection sociale, semble une bien curieuse proposition au vu de ce qui précède et de l'érosion des recettes de TVA liée aux pertes de pouvoir d'achat.

Réduire de 6 milliards le budget retraite, sans faire peser sur les 18 millions de retraités (le quart de la population française) un coût trop lourd, aux conséquences déjà douloureusement expérimentées en 2018, n'est guère plus convaincant. Les retraités ne sont pas seulement des électeurs mais contribuent de façon décisive à la croissance, l'investissement et l'emploi. Si plafonner l'abattement fiscal de 10 %, voire le supprimer pour une population exempte de frais professionnels, peut s'entendre, une désindexation des retraites serait un signal particulièrement négatif sur l'avenir du système par répartition qui aurait toutes les chances, entre autres, de provoquer une remontée additionnelle du taux d'épargne des actifs.

RECETTES DE TVA ET ASSIMILÉS EN % DU PIB ET DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES, À PRIX COURANTS



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Quelle que soit la manière de s'y prendre, couper dans les dépenses publiques dans des proportions aujourd'hui envisagées aurait, dans tous les cas de figure, des conséquences dépressives difficilement supportables et, *in fine*, éminemment dangereuses en matière d'endettement.

Les pistes ne sont ni évidentes ni multiples dans la situation en présence. Rares sont, en effet, les ressources non coûteuses ou peu risquées pour une économie exsangue et des entreprises menacées de toutes parts. **Il est pourtant, un sujet sur lequel la France dispose encore de marges largement sous-exploitées, susceptibles de répondre à bien des limites en présence. C'est du côté de l'énergie que nous les trouvons, par la meilleure utilisation de la manne nucléaire dont dispose la France afin, tout à la fois, d'alléger la facture énergétique des ménages et des entreprises, de redorer la compétitivité et d'avancer plus rapidement sur la voie de la décarbonation et d'une plus grande souveraineté.**

Une manne nucléaire sous-utilisée

L'augmentation de tarifs réglementés de l'électricité cet été a déclenché notre curiosité. Nous avons investi cette piste ces derniers temps pour tenter d'en apprécier la complexité et les avantages. Nos résultats sont des plus concluants. **Rapidement exécutables et susceptibles de porter ses fruits dans un temps record**

face aux menaces en présence, la proposition réside en trois grands volets simultanés :

- **La mise en place d'une tarification progressive de l'électricité**, fonction de la consommation. Le mécanisme viserait une réduction sensible de la facture des besoins de base et, a contrario, son augmentation pour une consommation très supérieure à la norme, ces prix différenciés n'ayant aucun impact sur les recettes d'EDF, nécessaires pour ses investissements futurs. Les tarifs modulés en fonction de la consommation et de l'effort de décarbonation peuvent prendre de multiples formes et être plus ou moins progressifs, en veillant à ne pas sanctionner les plus modestes résidents de passoires thermiques.
- Un système comparable de **baisse des prix de l'énergie électrique pour les entreprises**, assorti d'un système progressif, fonction de normes de consommation variables selon les différents secteurs d'activité et les efforts de décarbonation.
- **Une amplification des efforts en faveur d'une électrification accélérée et d'une meilleure efficacité énergétique de l'habitat et des entreprises** à laquelle les producteurs d'automobiles et d'équipement pourraient contribuer en contrepartie d'une hausse de leurs débouchés.

A 12 cts d'euros le Kwh, voire moins en abaissant le tarif de base vers le prix de revient, les simulations autour d'un tel programme donnent des résultats particulièrement intéressants. Nous avons utilisé l'IA pour finaliser différents schémas envisagés. Les résultats incitent à prendre ces pistes sérieusement.

A titre d'illustration, nous présentons une fourchette des résultats vers lesquels nos estimations convergent. En assortissant à un système de tarification progressive en 10 tranches, aux économies retirées du remplacement d'un véhicule thermique par un véhicule électrique et celui d'un chauffage fossile (environ 13 millions de logements) par une installation électrique, le gain pourrait dépasser 1500 € par an pour un ménages actif cumulant aujourd'hui voiture et chauffage fossiles, à raison d'une décomposition comme suit :

~100-150 € de la tarification progressive de l'électricité essentielle

~1 100 €/an du remplacement d'une voiture thermique par un modèle électrique

~500-900 €/an du remplacement d'une chaudière fossile par une PAC ou autre système électrique.

Le bilan économique et environnemental d'un tel schéma, susceptible de prendre de multiples formes, serait, au total, très favorable, avec à la clé de nombreux répercussions positives :

- **Réduction des importations de pétrole et de gaz, à la faveur d'une amélioration de la balance commerciale.**
- **Moindre exposition aux chocs énergétiques et gain en souveraineté.**
- **Activité supplémentaire dans l'électricité, les équipements énergétiques et la construction.**
- **Gains de compétitivité des entreprises aux coûts énergétiques réduits.**
- **Impulsion de pouvoir d'achat, enfin, bien plus en mesure de doper la croissance de l'économie française et les recettes de l'État qu'une hausse de la TVA !**

Alors, pourquoi s'en priver dès lors que cette proposition est l'une des rares en mesure de simultanément réconcilier les impératifs budgétaires, économiques et sociétaux, en même temps que ceux de l'industrie et de l'environnement ?

Pour rappel, publications récentes

POST VIEW – « [+25bp sur les taux directeurs de la BoJ : pas de quoi stopper la hausse des taux longs](#) », 18 septembre

POST VIEW - [«Finalement, K. Warsh désobéit un peu. Sans doute trop peu](#) », 10 septembre

SUR LE VIF – « [En Chine, une nouvelle démonstration de l'échec du tout technologique ?](#) », 15 septembre

HDV – [« Chute des Treasuries : la BoJ a le dos large ! »](#), 11 septembre

HDV – [« N'avons-nous encore rien vu de la hausse des prix des matières premières ? »](#), 4 septembre

HDV - [Une reprise sans passion en zone euro](#), 28 août

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com