

1 % de croissance en 2027, avec quel multiplicateur le gouvernement travaille-t-il ?



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

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

2 octobre 2026

SAVE THE DATE

7 octobre



Inscription par retour de mail à
contact.vrf@richesflores.com

Si l'alchimie budgétaire passe souvent pour impénétrable, il est des questions économiques élémentaires auxquelles on ne peut se soustraire : comment envisager une croissance de 1 % pour une économie à laquelle on entend imposer un effort budgétaire équivalant à 1,8 % de son PIB ? À supposer que ce dernier se traduise par une contraction d'autant de la demande, avec un multiplicateur budgétaire égal à l'unité, il faudrait, pour afficher un scénario de croissance de 1 %, que celle-ci ait initialement été envisagée à 2,8 %. Si, tel n'est pas le cas, mais que la prévision initiale était plutôt de 1 %, confisquer 1,8 % ne devrait-il pas revenir à faire baisser la prévision dans la région de -0,8 % ? On l'aura compris, cette manière de poser le problème n'est pas de proposer une estimation juste mais vise à adresser une question essentielle : celle du coût immédiat de la consolidation budgétaire effectivement intégré dans le scénario du gouvernement.

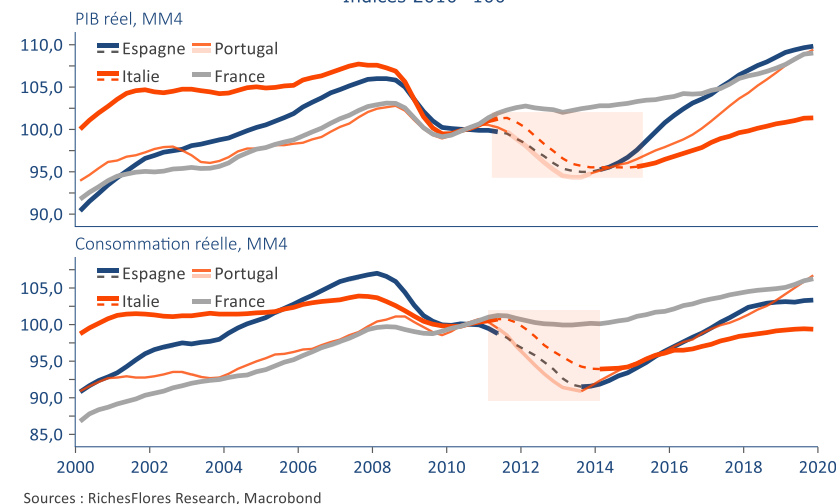
Les économistes travaillent le plus souvent avec un multiplicateur de 0,5, selon lequel un effort de 1,8 % du PIB aurait un impact négatif moitié moindre sur la croissance relativement au scénario de base, dans le cas présent, donc, de 0,9 %. On se souvient néanmoins du mea culpa d'Olivier Blanchard et de Daniel Leigh qui, dans leurs travaux du FMI de 2013, montraient que les prévisions de croissance réalisées pendant la crise européenne avaient systématiquement sous-estimé les effets négatifs des consolidations budgétaires. Les auteurs concluaient, alors, que les multiplicateurs avaient probablement été sensiblement supérieurs à 1 au début de la crise, au lieu de l'hypothèse moyenne de 0,5 sur laquelle reposaient les prévisions.

Les résultats de cette erreur ont été désastreux, marqués par une crise économique sans précédent pour les pays concernés et l'amplification d'une spirale de la dette qui s'en est suivie. Le PIB par tête de l'Italie s'est contracté

de 5 % entre 2011 et 2013, celui de l'Espagne ou du Portugal de 5,5 % mais, dans chacun de ces pays, la consommation des ménages s'est effondrée de quasiment le double.

PIB RÉEL ET CONSOMMATION PAR HABITANT : 2000-2019

Indices 2010=100



Alors, à combien pourrait s'élever le multiplicateur d'une économie simultanément confrontée à un choc énergétique exceptionnel, à une crise du logement sans précédent, peut-être bientôt immobilière, et à des pertes de pouvoir d'achat historiques, avant même l'entrée en vigueur de la cure promise : 0,5, 1 ou davantage, hypothèse synonyme d'aggravation de la situation budgétaire plutôt que l'inverse ? Les marchés semblent avoir répondu jeudi, avec une nouvelle embardée des taux de l'OAT.

La France, seule à bord, n'a que ses yeux pour pleurer

Nous l'avons rappelé il y a peu : **on ne résout pas les problèmes de surendettement en tuant la croissance mais tout l'inverse** (voir lien en fin d'article).

En économie comme dans les autres domaines, ingérer des remèdes de cheval à un malade trop mal en point pour en supporter les effets donne généralement de piètres résultats. C'est tout l'art des ajustements budgétaires qui, souvent, passe au second plan des préoccupations de gouvernements pris en étau par une situation qu'ils ne contrôlent plus. Ce n'est pas faute, pourtant, d'avoir eu la démonstration de ces erreurs et de leur coût, en particulier dans le cas européen, qui a conduit dès 2014 à l'abandon des politiques d'austérité à la faveur d'un plus grand pragmatisme.

Pourquoi une telle inquiétude ?

1- Parce que la situation économique de l'Hexagone est déjà hautement préoccupante et que la seule perspective d'une nouvelle période d'instabilité sociale et politique l'endommage davantage.

2- Parce que ce budget est particulièrement déséquilibré faisant peser une très lourde partie des ajustements sur les ménages les plus précaires.

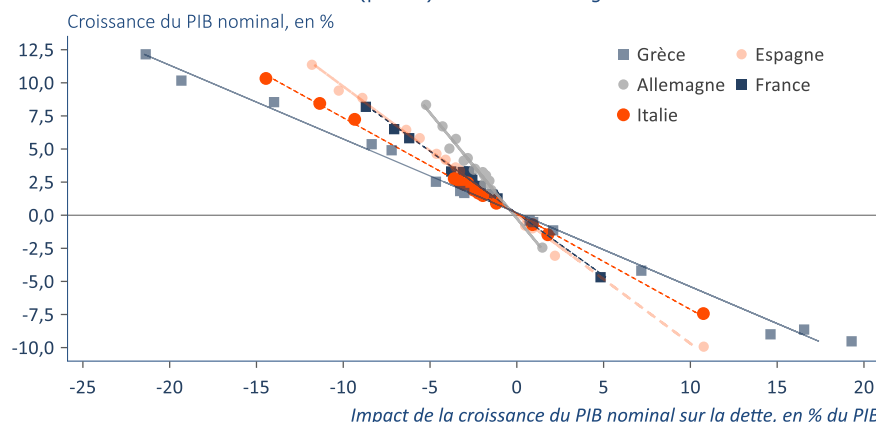
3- Parce qu'aucune vision stratégique de moyen ou long terme n'accompagne les mesures annoncées : croissance, taux d'emploi, éducation, pouvoir d'achat, inégalités, environnement, technologie, IA... Or, on le sait, des choix, même drastiques, d'ajustement budgétaire peuvent être autrement mieux vécus et, *in fine*, plus efficaces, lorsqu'ils servent 1- une cause ambitieuse, prometteuse pour chacun, 2- s'ils sont perçus comme équitables, 3- s'ils sont lisibles. Le plan actuel ne coche aucune de ces cases mais tout l'inverse.

4- Parce que la France n'aura pas les plans de relance européens dont ont bénéficié l'Italie et l'Espagne en 2020 et 2022, ni des niveaux de taux d'intérêt historiquement bas comme c'était le cas entre 2015 et 2020, pour l'aider à sortir du précipice dans lequel elle s'apprête à tomber. Tout juste aura-t-elle un peu d'inflation, dont les effets ont cependant tout lieu de ne rien avoir en commun avec ceux de la période 2022-2023, en pleine reprise covid et flambée des salaires, qui a fait l'essentiel du travail en matière de baisse des taux d'endettement des plus mal lotis des pays européens de l'époque : Grèce et Italie tout particulièrement,

parce que, de loin, les plus endettés et donc les plus exposés aux effets positifs de l'inflation sur leur taux d'endettement (comme nous l'avions envisagé en juin 2022, cf « [Le regain de panique sur la dette italienne est-il justifié ?](#) »).

SENSIBILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE À LA CROISSANCE DU PIB NOMINAL, 2010-2025

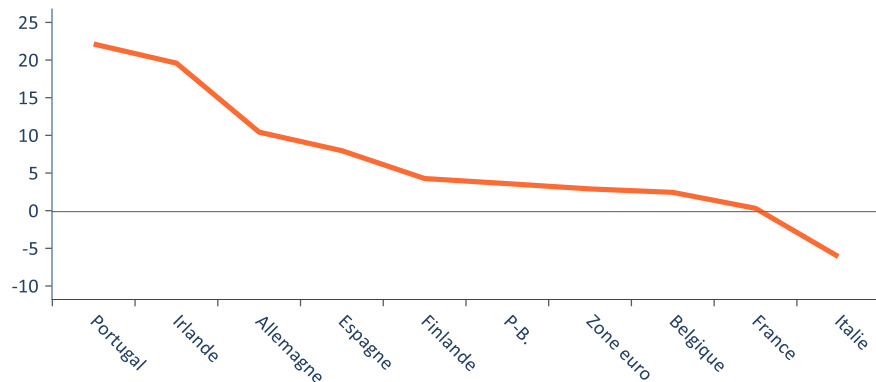
Observations (points) et droites de régression



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Contrairement à ces cas de figure, la faible croissance des salaires en France, rend insupportable la moindre résurgence inflationniste et, en retour, aggrave la dette.

EVOLUTION DES SALAIRES HORAIRES PRIVÉS CORRIGÉS DE L'INFLATION DEPUIS 2017, %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Alors, oui, le plan actuel du gouvernement a tout lieu de faire redouter une profonde crise sociale, synonyme de crise économique dont la France ne sortira que plus affaiblie avec un taux d'endettement, à terme, à peu près certainement plus élevé qu'aujourd'hui.

À quoi, de facto, se préparer ?

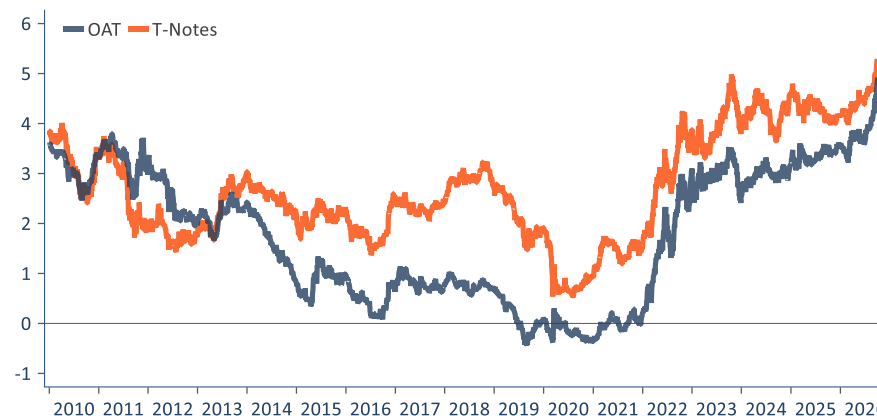
A ce stade des tensions sur le marché de la dette française y-a-t-il encore une issue pour éviter une amplification de la crise ?

- **Une motion de censure**, à l'origine de la démission du premier ministre, aurait sans doute des conséquences financières à la hauteur de ce que nous avons connu l'an dernier, à même, à partir des niveaux de taux actuels, de rendre la situation encore plus précaire. Elle semble pourtant, en l'état, inévitable.
- **L'adoption du budget par décret**, qui serait l'option du 49.3, ne mettrait pas la France à l'abri d'une crise sociale dont on entend déjà les grondements, avant que les retombées des mesures prises ne viennent aggraver les résultats conjoncturels et sans doute budgétaires. L'hypothèse n'est donc pas davantage rassurante.
- **L'absence de budget** d'ici aux élections présidentielles, aurait sans doute des conséquences comparables sur le marché de la dette française, avec en prime, celle de risquer de fermer la porte à l'utilisation par la BCE de son programme de sauvegarde, le TPI, lequel est conditionné à la mise en place d'une feuille de route budgétaire en phase avec les engagements européens.
- **Reste le scénario d'un possible effondrement des cours du pétrole**, susceptible de calmer les tensions sur les taux d'intérêt mondiaux, au moins un temps, mais nul ne peut ni élaborer un budget ni une stratégie d'investissement sur une hypothèse aussi fragile.

La probabilité que la situation française s'aggrave est, donc, indiscutablement élevée. Nous avons travaillé ce scénario durant l'été, tentant d'en chiffrer les potentiels effets sur les perspectives structurelles. Le point de départ de notre approche était celui d'une dérive persistante des taux d'intérêt américains qui finirait par happer les plus fragiles des pays européens. Les deux sujets restent indissociables : il fait peu de doute, en effet, que si les taux d'intérêt américains ne s'étaient pas renchérissés comme ils l'ont fait ces trois dernières années, la situation

française ne serait pas aussi critique. L'écart de taux entre la France et l'Allemagne n'est qu'un baromètre de la défiance, qui appliqué à des taux de 3 % ou de 5 % n'a pas la même signification.

TAUX DU T-NOTES ET DE L'OAT À 10 ANS



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

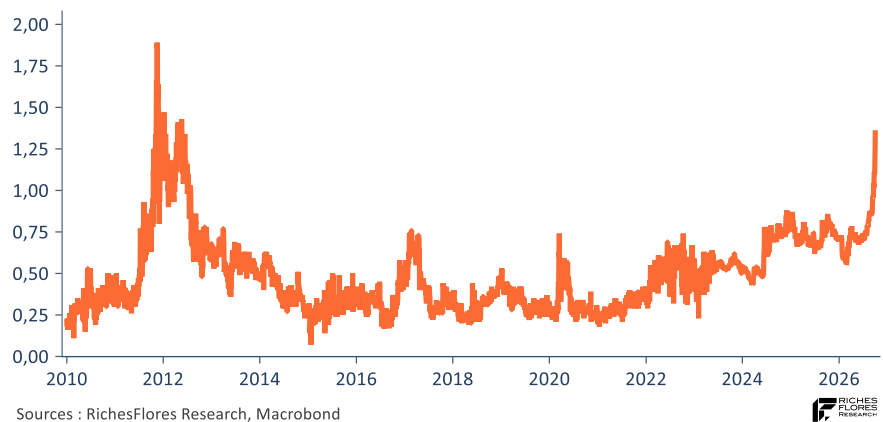


Un repli des taux américains pourrait grandement aider la situation française mais ne suffirait peut-être plus à écarter le scénario de crise souveraine, vu l'extrême détérioration en présence.

Dans ce scénario, les taux à 10 ans français pourraient, selon nos estimations, venir s'établir dans une fourchette de 6,5 % à 7 %, en même temps que le spread avec l'Allemagne se creuserait jusqu'à 200-250 points de base, voire davantage, selon le repli plus ou moins marqué des investisseurs sur les titres de la dette allemande. **Peut-on envisager davantage ?** La réponse est indiscutablement positive, fonction notamment de l'évolution de la situation politique en France et des risques de paralysie qui pourraient en découler. On se rappelle qu'en 2012, les spreads italo-allemands ont temporairement été presque trois fois plus importants, idem pour l'Espagne, sans parler de la Grèce.

Rien ne permet de considérer que les points hauts du spread franco-allemand de 2012 constituent une limite, quand bien même, ce seuil psychologique peut permettre de différer le risque de le franchir.

ECART DES TAUX À 10 ANS ENTRE LA FRANCE ET L'ALLEMAGNE



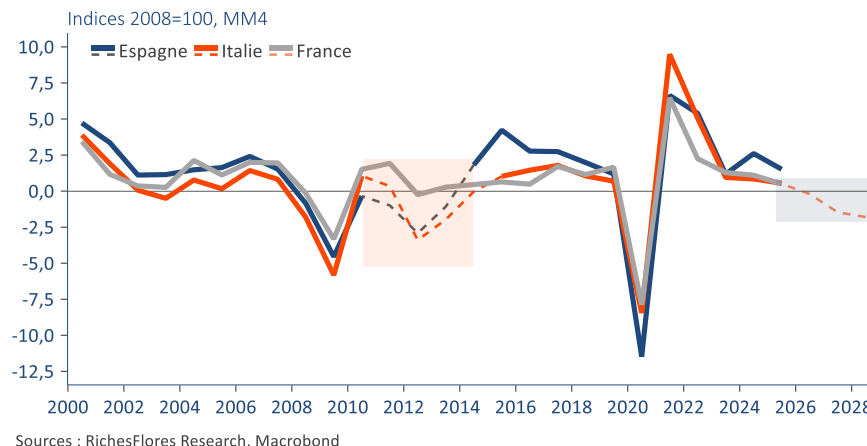
La BCE intervient-elle ? Notre chiffrage a privilégié ce cas de figure. Cette hypothèse est néanmoins discutable, notamment conditionnée à l'adoption d'une feuille de route de réduction du déficit qu'impose normalement l'utilisation du TIP. Si, parce qu'il s'agit de la France et d'un risque potentiellement extrême pour l'ensemble de la région, l'hypothèse d'interventions ciblées de la BCE pour faire barrage à une crise de grande ampleur est préférée, le plus probable est qu'elle prenne un certain temps à se mettre en place.

C'est le temps au cours duquel une crise française risque de se propager aux autres pays les plus fragiles de la région, Italie en premier lieu, dont on voit mal comment elle pourrait échapper à un risque de contagion. *In fine*, envisager le déblocage d'un arsenal anti-crise de la BCE passera nécessairement par une période de restriction budgétaire d'ampleur, aux conséquences durablement négatives pour la France mais aussi pour l'ensemble de la région, sinon dans des proportions identiques à ce qu'ont connu l'Italie, l'Espagne et le Portugal en 2012, du moins de même nature.

Dit autrement, un tel scénario implique plusieurs années d'ajustement sévère et de récession en France, comme pour la zone euro dans son ensemble. Dans l'hypothèse la moins extrême, la seule véritablement chiffrable, le PIB par habitant de la France serait réduit de quelques 3,5 % entre aujourd'hui et 2028, à raison

d'une baisse de 1,5 % en 2027 et de 1,7 % en 2028, période durant laquelle la zone euro subirait une récession de 0,6 % et 0,7 % respectivement.

PIB RÉEL PAR HABITANT : 2000-2019



On l'aura compris, un tel scénario, qui plus est, dans le contexte géopolitique en présence, est hautement inquiétant pour la France comme pour l'avenir européen et l'on peine, indiscutablement, à trouver comment justifier d'aller dans sa direction. Peut-on encore espérer un réveil pour changer de cap ? C'est, en tout cas, aujourd'hui l'unique recommandation qu'un économiste puisse formuler.

Pour rappel, publications récentes

HDV – « [A 5 % ça pique ! La hausse des taux américains, une épine pour les actions](#) », 29 septembre

HDV – « [De la mathématique budgétaire à la possibilité d'un budget de réconciliation](#) », 18 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