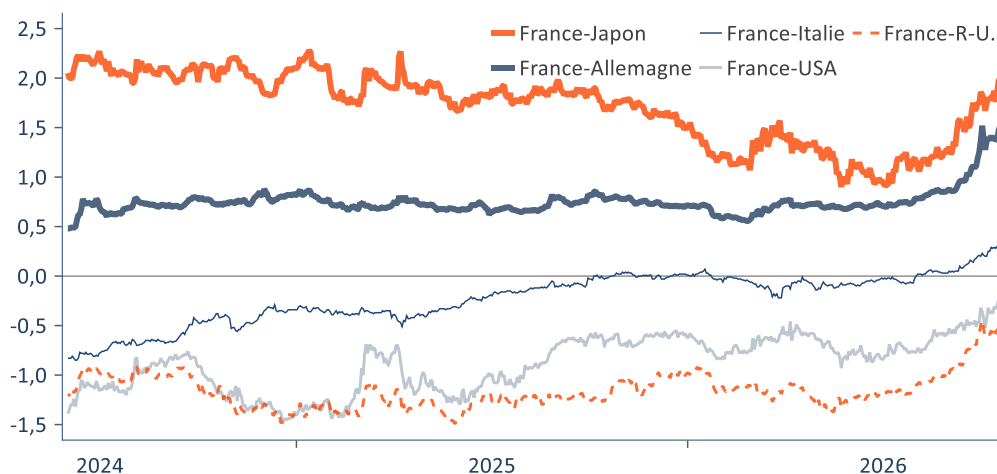


Crise souveraine en France : le temps s'accélère. N'oublions pas le diagnostic.

Moins de 24 heures se sont écoulées entre le moment où les taux de l'OAT à 10 ans ont franchi le seuil des 5 % et celui où ils dépassaient 5,12 % ce matin. Les choses vont vite et cette rapidité impose de mesurer les risques d'un scénario d'emballement redouté, peut-être déjà enclenché. Seule parmi les grands pays industrialisés à enregistrer de nouvelles hausses de ses taux de financement ces derniers jours, la France s'isole. Les risques d'assister à un vent de panique sont, dès lors, élevés, susceptibles de se manifester à toute occasion : mauvaise réception de la baisse, largement anticipée, de la notation française par l'agence Moody's vendredi soir, mouvements sociaux de moins en moins contrôlés, commentaires des membres de la BCE laissant suggérer que l'Hexagone est seul à bord, sans même évoquer l'éventualité d'une remontée des taux directeurs...

EVOLUTION DE L'ÉCART DES TAUX À 10 ANS DE LA FRANCE AVEC LES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



L'heure, c'est peu de le dire, est grave et l'on peine à imaginer les réponses susceptibles de couper court aux effets boule de neige qui menacent de propulser les taux de financement de l'Etat français vers des niveaux insoutenables. Avec une dette proche de 120 % du PIB, une croissance nominale inférieure à 2 % et un déficit primaire voisin de 3 %, le maintien durable des taux de financement au-delà de 5 % dessinerait une trajectoire d'endettement de plus en plus difficile à stabiliser, à mesure que ces taux se diffuseraient au coût moyen de la dette.

Sans pouvoir prédire comment les choses peuvent évoluer, il est néanmoins fort probable que l'histoire se précipite à relative brève échéance. Quels peuvent être les recours et mises en garde face aux risques inhérents à une telle évolution ?

De la paralysie politique au blocage du soutien européen

La paralysie politique de la France depuis la dissolution de l'assemblée nationale de juillet 2024 est l'une des caractéristiques de sa situation qui a pour effet de complexifier considérablement sa position, tant en matière de prise de décision, donc de crédibilité budgétaire, que de facto en matière de recours éventuel aux dispositifs de soutiens de la BCE. **Aucun de ces derniers n'est « gratuit ».** Les instruments européens susceptibles de contenir une crise de financement ne constituent pas des garanties inconditionnelles. Leur mobilisation dépendrait, selon les cas, de critères d'éligibilité exigeants ou d'engagements de politique économique particulièrement difficiles à établir dans le contexte politique en présence.

La mesure la plus accessible du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui consiste en l'ouverture d'une ligne de crédit préventive, destinée à soutenir un Etat toujours en mesure de se financer sur les marchés mais confronté à des risques, est, elle-même, conditionnée à des critères auxquels la France ne répond pas strictement. Le MES dispose de deux instruments différents en la matière : la PCCL (Precautionary Conditioned Credit Line) et l'ECCL (Enhanced Conditions Credit Line), destiné aux États dont la situation reste fondamentalement saine, mais qui ne remplissent pas tous les critères du premier. **Même l'ECCL nécessiterait, cependant, que la France soit en mesure de défendre l'idée que sa dette est toujours soutenable, ce qui, en l'état, imposerait des mesures correctrices que le gouvernement peinerait à mettre en place.** Or, ces dernières sont incontournables, destinées à être inscrites dans un protocole d'accord avec la Commission européenne, en lien avec la BCE, dont les contours seraient vraisemblablement les suivants :

- Une trajectoire pluriannuelle crédible et vérifiable de réduction du déficit.
- Des mesures budgétaires identifiées sur les dépenses et/ou les recettes.
- Des engagements de réformes économiques, si les institutions considèrent que certaines faiblesses structurelles compromettent la soutenabilité.
- Une surveillance trimestrielle, avec vérification du respect des engagements.

Principes d'éligibilité à l'ouverture d'une ligne de crédit du cadre révisé du MES*

Type de ligne de crédit	PCCL	ECCL
- <i>Dette publique soutenable :</i>	Obligatoire	Obligatoire
- <i>Situation économique et financière fondamentalement saine :</i>	Obligatoire	Obligatoire
- <i>Déficit inférieur à 3 % du PIB :</i>	Critère strict	Non impératif
- <i>Respect des critères de dette et de solde structurel :</i>	Critère strict	Écarts possibles
- <i>Accès aux marchés à des conditions raisonnables :</i>	Exigé	Evaluation
- <i>Engagements de politique économique :</i>	Respect	Mesures correctrices
- <i>Surveillance :</i>	Limitée	Renforcée

Source : Commission européenne * En rouge les critères non remplis par la France, en gris une situation discutable, en bleu les critères respectés.

Une ligne de crédit préventive sous conditions renforcées (ECCL), assortie de la possibilité d'achats de titres sur le marché primaire par le MES, constitue l'une des conditions nécessaires à l'activation du programme OMT de la BCE, qui permettrait à cette dernière d'acheter des titres de la dette souveraine française sur le marché secondaire...

Dit autrement, la France est à deux doigts de perdre sa souveraineté politique, conséquence imparable à celle d'un soutien de la BCE que nombreux semblent attendre avec impatience, sans forcément mesurer ce qu'il implique pour la deuxième économie de l'union monétaire.

Que les choses se passent comme décrit ci-dessus ou différemment : le temps des réformes de grande ampleur frappe à la porte de l'Hexagone. De l'orientation de ces dernières dépendra dans une très large mesure l'avenir de l'économie française. Au-delà des problèmes immédiats de financement de la dette se pose la question du protocole de soins à venir pour l'Hexagone. **Si la France devait demain négocier un protocole de redressement sous surveillance européenne, encore faudrait-il que le diagnostic posé sur les origines de la crise soit le bon.** Car le risque serait alors de soigner le déficit au prix d'un affaiblissement durable de l'économie qui, non seulement, en compromettrait la guérison mais pourrait avoir un effet délétère sur son positionnement structurel régional.

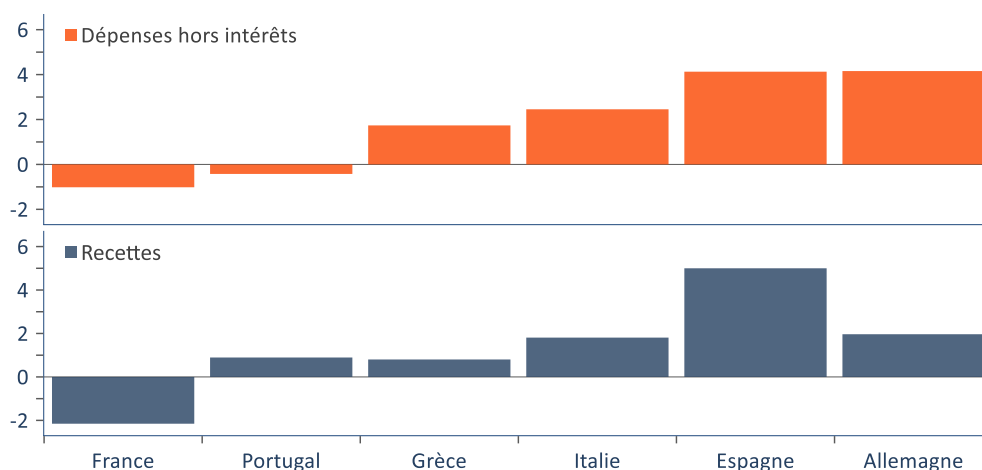
Bilan clinique de l'économie française

Les crises ne sont pas les meilleures périodes pour prendre les bonnes décisions de politique économique ni pour échapper aux jugements à l'emporte pièces. Les semaines qui viennent de s'écouler ont été l'occasion de souligner à quel point les questions d'endettement public et les réponses apportées sont complexes. On découvre, ainsi, qu'une large partie du plus gros budget de l'Etat que certains avaient en leur temps qualifié de « mammoth », celui de l'éducation nationale, est en fait constituée pour près d'un tiers de contributions employeur au régime des retraites (25 des 89 milliards du budget du PLF 2027). Cette publication, qui a suscité de nombreuses réactions, rappelle combien les comparaisons internationales de dépenses publiques peuvent être trompeuses lorsqu'elles ne tiennent pas compte des différences de conventions comptables et de financement des retraites. Elle invite, notamment, à davantage de prudence dans les jugements portés sur l'efficacité relative des systèmes éducatifs. Les exemples sont nombreux de ce type d'erreurs d'appréciation qui risquent de conduire à des réponses de politique inappropriées, voire plus dévastatrices que le mal initial.

Nous avons récemment publié une note sur les risques assorti à l'appréciation du multiplicateur budgétaire et à la variation de ce dernier, fonction de la situation économique initiale, dont l'objet était de mettre en alerte sur le risque d'un remède de cheval que le malade, trop affaibli, ne pourrait supporter (voir : « [Avec quel multiplicateur le gouvernement travaille-t-il ?](#) », du 2 octobre). Cet avertissement n'a pas pour objectif de prôner l'inaction, qui serait sans nul doute le pire des scénarios, mais d'alerter sur le risque assorti à des ajustements budgétaires trop lourds pour porter leurs fruits car risquant de propulser l'économie française en récession, donc d'aggraver plus encore sa situation financière.

Dans la même veine, on peut déplorer que le débat en présence laisse aussi peu de place à la partie recette par rapport à celle des dépenses publiques. Les données européennes livrent, sur ce point, un constat singulier. **Depuis 2017, la France se distingue par un recul particulièrement marqué du poids de ses dépenses primaires corrigées du cycle, relativement au PIB tendanciel.** Pourtant, loin de s'améliorer, son solde primaire structurel s'est dégradé, sous l'effet d'une contraction plus importante encore de ses recettes. La crise budgétaire française ne peut donc être interprétée exclusivement comme le produit d'une dérive des dépenses publiques.

EVOLUTION DES DÉPENSES ET RECETTES PUBLIQUES AJUSTÉES DU CYCLE : 2017-2025

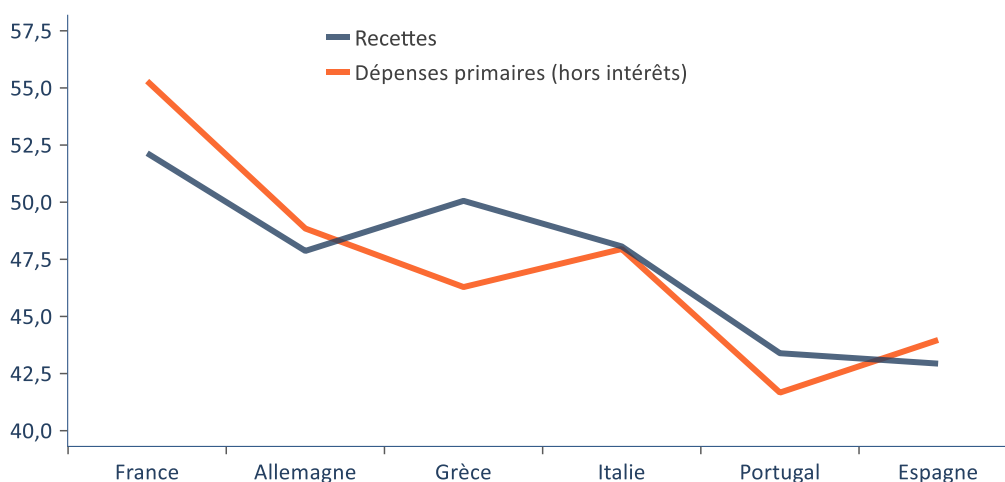


Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Occulté par le poids beaucoup plus élevé des recettes publiques dans le PIB français que chez ses partenaires du monde développé, le sujet n'en est pas moins d'importance. Contrairement à une lecture centrée sur la dérive des dépenses, la détérioration des comptes publics français apparaît étroitement liée au recul des recettes depuis 2017. Ce constat ne préjuge ni de l'efficacité de la dépense publique ni de son niveau souhaitable, mais il oblige 1- à reconsidérer les ressorts de la dégradation budgétaire 2- à repenser la stratégie budgétaire dans sa globalité.

DÉPENSES ET RECETTES PUBLIQUES CORRIGÉES DU CYCLE EN % DU PIB TENDENCIEL - 2025



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



S'il est compréhensible que la France cherche à se rapprocher de ses partenaires européens, en allégeant le poids de ses recettes relativement au PIB, une telle stratégie implique nécessairement, à déficit constant, un transfert de l'effort du côté des **dépenses** - sur lequel la France a réalisé de vrais progrès relativement à ses partenaires depuis 2017.

En poursuivant dans cette voie, le redressement des comptes publics reposerait donc presque exclusivement sur une contraction supplémentaire des dépenses. Appliquée à une économie déjà fragilisée par le renchérissement du crédit et l'affaiblissement de la croissance, cette stratégie pourrait compromettre les conditions mêmes de son efficacité. Le véritable enjeu n'est donc pas seulement de réduire le déficit, mais de déterminer quelle combinaison de mesures permettrait de le faire sans dégrader davantage la croissance et, avec elle, la soutenabilité de la dette. Les pistes existent mais plus le temps passe et plus la crise s'installe moins elles pourraient être accessibles (voir sur ce sujet «[De la mathématique budgétaire à la possibilité d'un budget de réconciliation](#) » du 18 septembre).

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