

Les perspectives du budget français



VINCENT MORTIER

Directeur des investissements du groupe Amundi



MONICA DEFEND

Directrice de l'Amundi Investment Institute

Avec la contribution de

VALENTINE AINOUEZ

Responsable de la stratégie obligataire mondiale, AII*

DIDIER BOROWSKI,

Responsable de la recherche macroéconomique, AII*

AMAURY D'ORSAY

Responsable des obligations

BARRY GLAVIN

Responsable Actions

ERIC MIJOT

Responsable de la stratégie actions mondiales, AII*

GUY STEAR

Responsable de la stratégie marchés développés, AII*

AII = Amundi Investment Institute

- **Une situation compliquée pour le gouvernement français :** le Premier ministre François Bayrou sollicite un vote de confiance le 8 septembre, avant les discussions budgétaires du 1^{er} octobre, face à une opposition déterminée à bloquer son projet de budget. Quelle que soit l'issue politique, le cadre institutionnel français garantit l'approbation du budget ; si un nouveau budget n'est pas adopté, le budget de l'année précédente reste en vigueur par décret jusqu'à l'adoption d'une nouvelle loi de finances.
- **Perspectives pour l'économie et la dette françaises :** la croissance économique de la France devrait s'améliorer légèrement, soutenue par une consommation et des investissements plus soutenus, même si l'incertitude politique pourrait peser sur la confiance. Alors que la dette publique devrait augmenter en raison de déficits persistants et de coûts d'intérêt plus élevés, le faible coût de la dette actuelle par rapport au passé et l'allongement de la durée de maturité de celle-ci ont permis de maintenir le paiement de la dette à un niveau gérable, réduisant ainsi l'impact de la hausse des taux. Toutefois, l'accélération de l'assainissement budgétaire l'année prochaine sera essentielle pour donner un signal clair sur l'évolution de la dette.
- **Conséquences pour les titres obligataires :** l'incertitude politique a accru la pression sur les obligations d'État françaises (OAT), le spread OAT-Bund s'élargissant à environ 80 points de base. La volatilité des spreads et la « prime de risque politique » de 20 à 25 points de base par rapport à leur juste valeur actuellement intégrée dans les cours devraient persister jusqu'à ce que la situation politique soit plus claire, même si les marchés des obligations d'État françaises entrent dans cette phase plutôt en position de force, grâce à une liquidité élevée et à la politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE).
- **Conséquences pour les marchés d'actions :** le marché d'actions français a réagi négativement à l'annonce du vote de confiance du Premier ministre, déclenchant des prises de bénéfices sur les valeurs françaises telles que les titres financiers, qui avaient surperformé ces derniers mois. Cependant, le risque politique étant largement intégré dans les cours et plus de 80 % des revenus des actions françaises étant générés à l'international, les valeurs internationales précédemment impactées pourraient contribuer à stabiliser le marché. Plus généralement, les actions européennes présentent toujours des valorisations relativement attractives par rapport aux États-Unis, ce qui offre des opportunités de renforcer l'exposition en cas de recul du marché, en particulier dans les secteurs thématiques à long terme.

Une situation compliquée pour le gouvernement français

Le Premier ministre français François Bayrou a demandé un vote de confiance le 8 septembre, avant la discussion du budget qui doit débiter le 1^{er} octobre, et après la présentation des orientations budgétaires à la mi-juillet.

Les partis d'opposition (RN, LFI, PS, PCF, Écologistes, représentant au total 315 sièges sur 577) ont déjà déclaré qu'ils voteraient contre la confiance demandée par François Bayrou afin de tenter de faire adopter un budget équilibré et de trouver 44 milliards d'euros d'économies (1,5 % du PIB). Une majorité simple des suffrages exprimés (et non une majorité absolue des députés) suffit pour renverser le gouvernement. Malgré les tentatives du Premier ministre pour persuader les partis concernés, les observateurs considèrent actuellement que la perspective d'un vote de confiance est très improbable.

Si le vote de confiance est rejeté, le Premier ministre doit démissionner. Le président Macron se trouve alors face à deux options :

- **Nommer un nouveau Premier ministre,** éventuellement un technicien, dans un contexte d'Assemblée fragmentée.

- **Dissoudre l'Assemblée nationale** et convoquer de nouvelles élections anticipées. Compte tenu de la fragmentation de l'électorat, il serait à nouveau complexe de former une majorité. Le président peut attendre pour dissoudre l'Assemblée nationale, mais une fois qu'il a pris cette décision, conformément à l'article 12 de la Constitution, des élections législatives doivent être organisées dans les 40 jours suivant la dissolution.

Jusqu'à la nomination d'un nouveau Premier ministre ou la tenue d'élections législatives, le Premier ministre sortant peut rester en fonction et gérer les affaires courantes. Selon certains observateurs, la nomination d'un nouveau Premier ministre pourrait intervenir très rapidement.

L'article 47 stipule que le Parlement dispose d'un délai maximum de 70 jours pour examiner et adopter le projet de loi de finances à compter de la date de sa présentation. La date limite constitutionnelle pour la présentation du budget, qui est le premier mardi d'octobre (le 7 octobre cette année), peut être modifiée en cas de dissolution.

L'important est de respecter le délai de 70 jours et de veiller à ce que le budget soit adopté avant le 1^{er} janvier (voir l'annexe sur le processus budgétaire à la page 6). Si le Parlement n'a pas pris de décision à l'expiration du délai de 70 jours, le gouvernement peut prendre des mesures par décret pour assurer la continuité des services publics. Le précédent de 2025 (voir encadré) rappelle comment une crise institutionnelle a été évitée l'année dernière.

Le précédent de 2025 : comment une crise institutionnelle a été évitée l'année dernière

Le 10 décembre, le Conseil d'État a rendu un avis sur l'interprétation de l'article 45 de la « loi organique relative aux lois de finances » (LOLF). Cet article permet au gouvernement de proposer un projet de loi spécial afin d'assurer la continuité de la vie nationale et le fonctionnement régulier des services publics en 2025. Ceci dans le cas où le Parlement n'adopterait pas la loi de finances pour l'année avant le 31 décembre et où il ne serait pas possible de promulguer une loi de finances avant cette date.

Le projet de loi a été présenté au Conseil des ministres le 11 décembre et adopté par l'Assemblée nationale le lundi 16 décembre (481 voix pour, 0 contre). Le 18 décembre, le projet de loi a été adopté par le Sénat (345 voix pour, 0 contre). La loi spéciale a été promulguée par le président de la République le 20 décembre 2024. Cette loi ne remplace pas le budget et visait à gérer une situation temporaire jusqu'à l'adoption de la loi de finances en 2025. Son champ d'application étant strictement limité, elle autorisait la perception des impôts et des ressources publiques nécessaires au financement des dépenses publiques essentielles.

« La croissance économique de la France devrait progressivement s'accélérer, grâce à l'amélioration de la consommation et des investissements, mais l'incertitude politique pourrait peser sur la confiance. »

Perspectives économiques pour la France

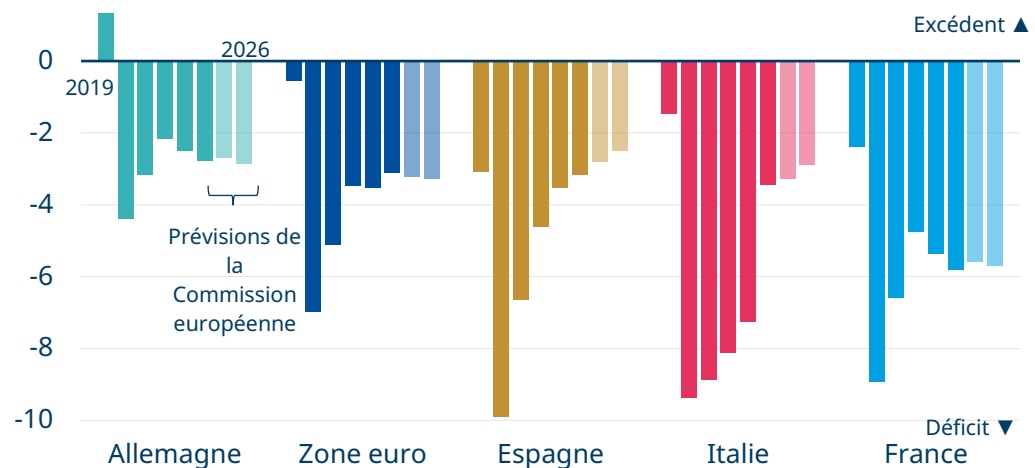
La demande intérieure est faible et la demande extérieure modérée, l'incertitude liée aux droits de douane ayant fortement pesé sur la confiance des entreprises et l'investissement.

- **2^e trimestre 2025** : la croissance du PIB a été positive, à environ 0,3 %, grâce à une reconstitution temporaire des stocks. La consommation des ménages a augmenté de 0,1 % après avoir baissé de 0,3 % au 1^{er} trimestre ; les investissements des entreprises ont baissé de 0,3 %. L'inflation a également ralenti et s'est stabilisée à 1 % en glissement annuel en juillet.
- **Perspectives pour le 2nd semestre 2025-2026** : la consommation des ménages devrait bénéficier de la hausse des salaires réels (due à la désinflation) et de conditions de crédit plus favorables. Parallèlement, l'investissement privé devrait bénéficier de davantage de clarté concernant les niveaux des droits de douane américains. Nous anticipons une reprise de la croissance à environ 0,7 % en 2025 et 0,8 % en 2026.
- **Risques** : l'incertitude politique en France pourrait peser sur la confiance, incitant les entreprises à reporter leurs projets d'investissement et les ménages à maintenir un taux d'épargne élevé. À l'inverse, la mise en œuvre réussie des mesures d'assainissement budgétaire attendues pourrait renforcer la confiance des entreprises et stimuler l'investissement privé, tout en encourageant les ménages à réduire leur épargne l'année prochaine. Cela est d'autant plus vrai que l'Allemagne, principal partenaire commercial de la France, devrait connaître une forte reprise économique l'année prochaine grâce à une politique budgétaire expansionniste.

Finances publiques et perspectives budgétaires

À la fin du 1^{er} trimestre 2025, la dette publique s'élève à 3 350 milliards d'euros (114 % du PIB), dont plus de 1 000 milliards ont été générés depuis 2019, tandis que le déficit budgétaire français a augmenté pour atteindre 5,8 % du PIB en 2024, contre 5,4 % en 2023.

Déficit budgétaire annuel 2019-2026 (% du PIB)



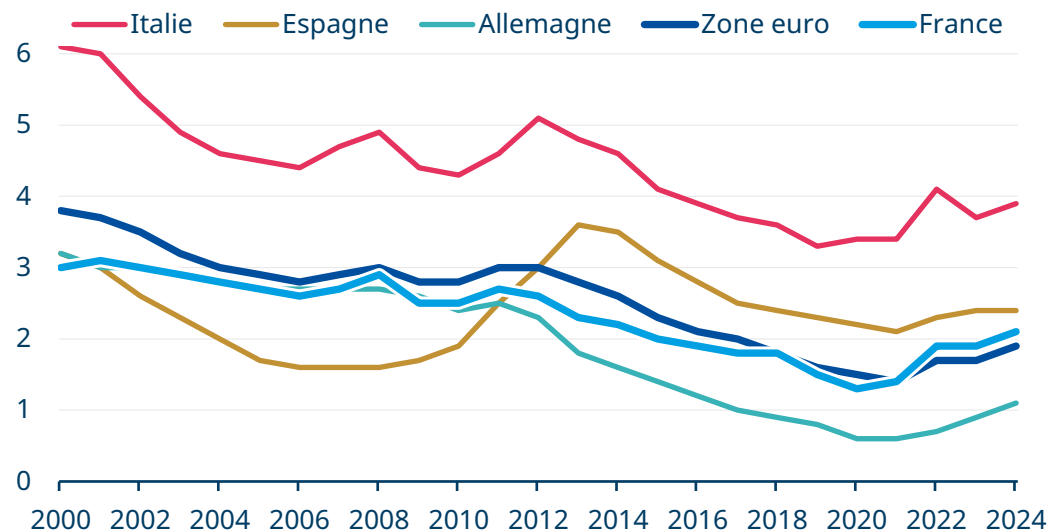
Sources : Amundi Investment Institute, prévisions de la Commission européenne pour 2025 et 2026. Données à mai 2025.

« La dette publique française devrait augmenter dans les années à venir, sous l'effet des déficits persistants et de la hausse des coûts d'intérêt, à mesure que l'effet de réduction de la dette lié à la croissance du PIB nominal s'affaiblit. »

Ce chiffre dépasse l'objectif de 4,4 % fixé par la loi de finances, en raison de la baisse des recettes fiscales, du niveau élevé des prestations sociales liées à l'inflation et de l'augmentation des dépenses des collectivités locales, qui n'ont été que partiellement compensées par les économies d'énergie et les réductions des dépenses. La loi de finances 2025 prévoit d'importants ajustements budgétaires, notamment des mesures visant à augmenter les recettes d'environ 0,5 % du PIB et des réductions des dépenses d'environ 0,3 % du PIB. Malgré le ralentissement économique qui pèse sur les recettes fiscales et l'augmentation des allocations chômage, le déficit devrait reculer à 5,6 % du PIB cette année.

Toutefois, les paiements d'intérêts, qui ont déjà augmenté en 2023-2024, devraient encore progresser pour atteindre 2,5 % du PIB en 2025 et 2,9 % en 2026. Parallèlement, le déficit devrait légèrement augmenter pour atteindre 5,7 % du PIB en 2026, certaines mesures fiscales adoptées en 2025 arrivant à expiration.

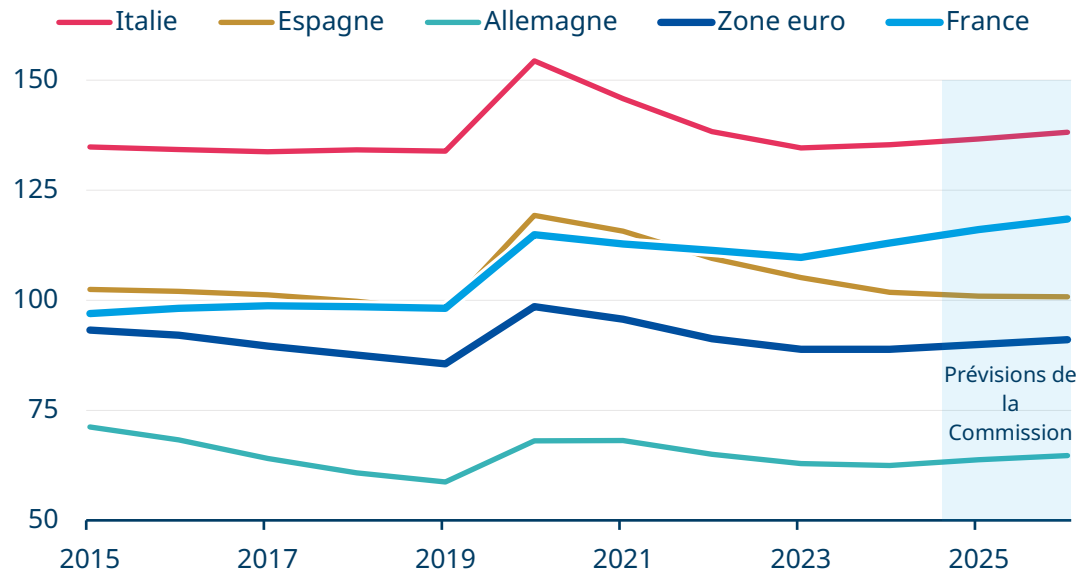
Intérêts payés sur la dette publique (% du PIB)



Sources : Amundi Investment Institute, Eurostat. Données au 27 août 2025.

Dans ce contexte, la dette publique devrait passer de 113 % à 118-119 % en 2026, sous l'effet de déficits primaires persistants et d'une hausse des paiements d'intérêts, tandis que l'effet de la croissance du PIB nominal sur la réduction de la dette s'affaiblit. Les retraites, qui représentent le poste de dépenses publiques le plus important avec 15 % du PIB, sont soumises à des pressions croissantes en raison de la hausse des coûts et des défis démographiques.

Évolution de la dette publique (% du PIB)



Sources : Amundi Investment Institute, prévisions de la Commission européenne pour 2025 et 2026. Données de mai 2025.

« Si l'augmentation de la dette française représente un défi, la France continue de bénéficier de conditions de financement relativement favorables. »

La situation exige une accélération de l'assainissement budgétaire l'année prochaine. Cependant, elle n'est pas aussi sérieuse que certaines analyses pourraient le suggérer. En effet, malgré le doublement de la dette publique depuis 2000, les coûts d'intérêt en 2024 étaient inférieurs de 0,9 point de pourcentage du PIB à ceux de 2000. Cela s'explique par **la faiblesse persistante des rendements des obligations souveraines, qui a réduit le coût du paiement de la dette.**

En outre, la **durée moyenne de la dette en cours a augmenté pour atteindre environ 9 ans, limitant ainsi l'impact d'une hausse des taux du marché sur le poids de la dette.**

Dans ce contexte, l'augmentation prévue des coûts de la dette reste gérable. La stabilisation de la dette publique à environ 110 % du PIB à long terme est réalisable. Cela nécessiterait un ajustement d'environ 3,5 points de pourcentage du PIB (environ 100 milliards d'euros en 2025).

Cet objectif pourrait être atteint en étalant l'ajustement dans le temps afin de minimiser son impact sur la croissance. La hausse des rendements obligataires prévue jusqu'en 2030 correspond à une situation dans laquelle le taux d'intérêt nominal à long terme serait proche de la croissance nominale du PIB. Cela devrait éviter de devoir procéder à des ajustements budgétaires soudains pour maintenir la viabilité de la dette.

En résumé, malgré son niveau élevé de dette publique et son déficit structurel important, la France continue de bénéficier de conditions de financement relativement favorables. Si la stabilisation du ratio d'endettement nécessite des efforts importants, elle reste toutefois gérable.

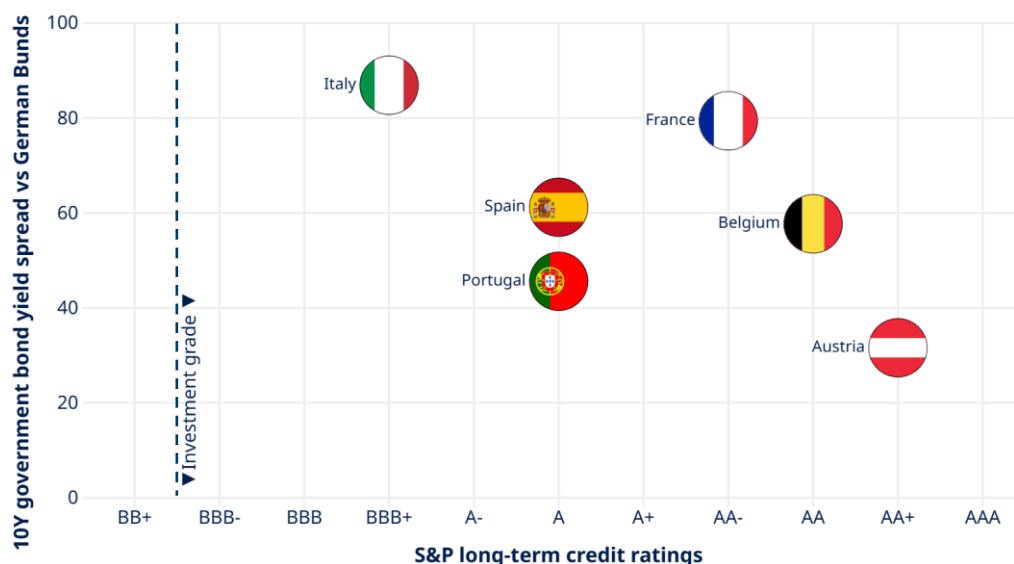
« L'incertitude politique a creusé les écarts de taux français, mais le faible coût de la dette, le profil de maturité long et la forte liquidité devraient attirer à nouveau les investisseurs si les écarts continuent de se creuser. »

Conséquences en matière d'investissement

Obligations : incertitude politique et solidité structurelle

Les récentes incertitudes politiques ont exercé une nouvelle pression sur les obligations d'État françaises (OAT). Les spreads OAT-Bund se sont creusés sous l'effet de l'actualité politique, le spread à 10 ans passant de 65 points de base (pbs) cet été à environ 80 pb aujourd'hui. Ce niveau reste toutefois inférieur au pic de 90 pb atteint en décembre 2024 et le risque d'une éventuelle dégradation de la note est déjà pris en compte dans les cours.

Écarts de rendement des obligations d'État par rapport aux notations de crédit



Sources : Amundi Investment Institute, Bloomberg, S&P. Données au 29 août 2025.

Le vote de confiance prévu début septembre intervient à un moment délicat, car le gouvernement doit mettre en œuvre des mesures crédibles pour ramener le déficit à 3 % du PIB d'ici 2029. Tant que la situation politique ne sera pas claire, la volatilité des spreads français devrait persister. Cela dit, la France aborde cette phase plutôt en position de force, après avoir bénéficié d'une décennie de taux exceptionnellement bas :

- **Coût de la dette réduit.** Le coût moyen du financement s'établit aujourd'hui à près de 2 %, contre 3 à 5 % avant 2010 et un minimum de 1 % en 2021.
- **Un profil de maturité plus long.** La maturité moyenne de la dette est passée de 6 ans à 8,6 ans.
- **Des coûts d'intérêt plus faible.** La dette ne représentait que 2,1 % du PIB à la fin de 2024, bien en dessous du niveau observé en 2010.

Le marché obligataire souverain français reste également l'un des plus importants et des plus liquides de la zone euro, ce qui en fait un marché privilégié pour les investisseurs étrangers. Il conserve une forte capacité budgétaire, avec une assiette fiscale large, des ménages solvables et un bilan solide. **En outre, la politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), combinée à une faible croissance et à des pressions désinflationnistes, constitue toujours un contexte favorable aux titres obligataires.**

Néanmoins, des risques subsistent : crédibilité de l'assainissement budgétaire, instabilité politique persistante et perte potentielle de confiance des investisseurs dans l'objectif de 2029. D'après notre modèle d'évaluation pour la France, le spread OAT-Bund intègre actuellement une « prime de risque politique » d'environ 25 pbs. Tant que la situation politique ne se sera pas claire, nous pensons que cette prime perdurera.

« Les actions françaises pourraient offrir certaines opportunités de sélection de titres, tandis que les actions européennes de manière plus large présentent des valorisations relativement attractives par rapport aux États-Unis et une exposition à des thèmes tels que la relance budgétaire allemande et la défense. »

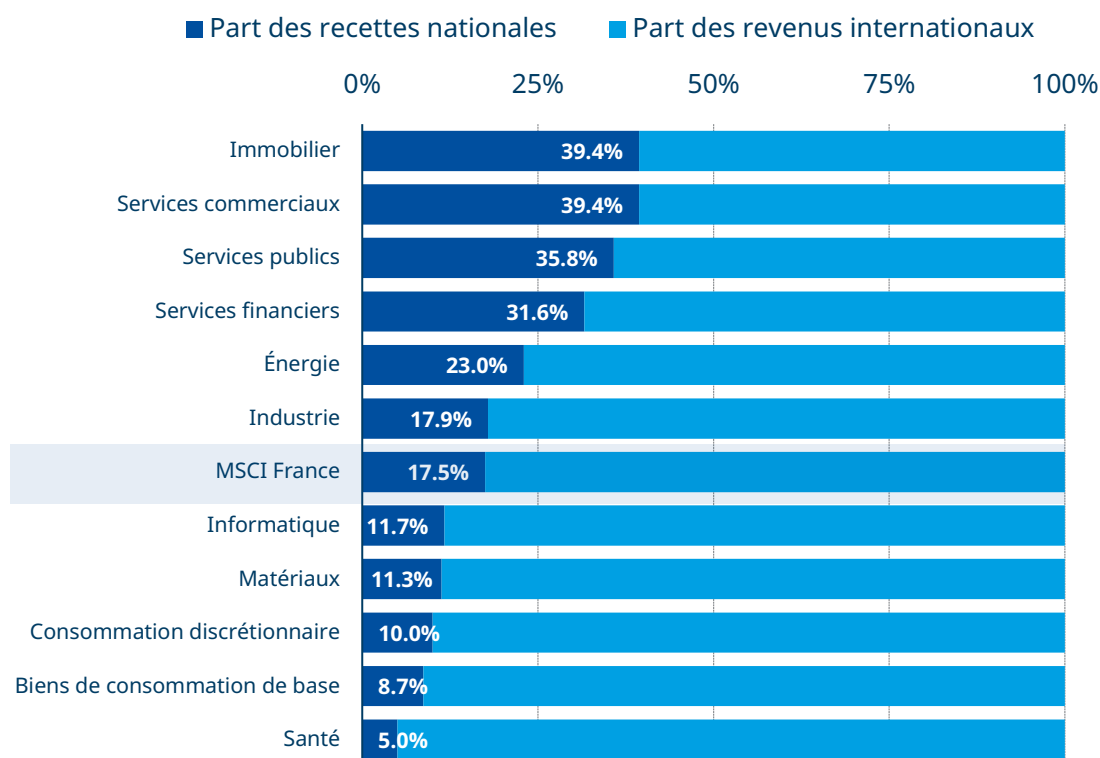
Marché d'actions : la forte exposition aux ventes internationales pourrait limiter la baisse

Le CAC 40 a réagi négativement à l'annonce du Premier ministre de solliciter un vote de confiance. Cependant, les investisseurs doivent garder à l'esprit que les réactions des investisseurs aux événements politiques sont généralement temporaires. De plus, bien que la dissolution de l'Assemblée le 9 juin 2024 ait été une véritable surprise, cette fois-ci, le risque politique était à l'ordre du jour.

Cette annonce a déclenché une **rotation sur le marché français qui pourrait se poursuivre pendant un certain temps**. Les actions françaises, en particulier les valeurs financières, ont largement surperformé ces derniers mois, ce qui permet une prise de bénéfices raisonnable. Parallèlement, les actions considérées comme exposées au risque de perte de contrats gouvernementaux (secteurs de la construction, des concessions et des infrastructures) sont plus vulnérables dans ce type de contexte.

Toutefois, ces secteurs (finance, services publics) ne sont pas surévalués à ce stade. Il convient de noter que plus de 80 % des revenus du CAC 40 proviennent de l'étranger. Si les actions internationales ont récemment connu des difficultés en raison de l'incertitude sur les droits de douane et de la vigueur de l'euro, elles pourraient désormais contribuer à stabiliser le marché et à absorber une partie de l'impact national.

Exposition des revenus par secteur

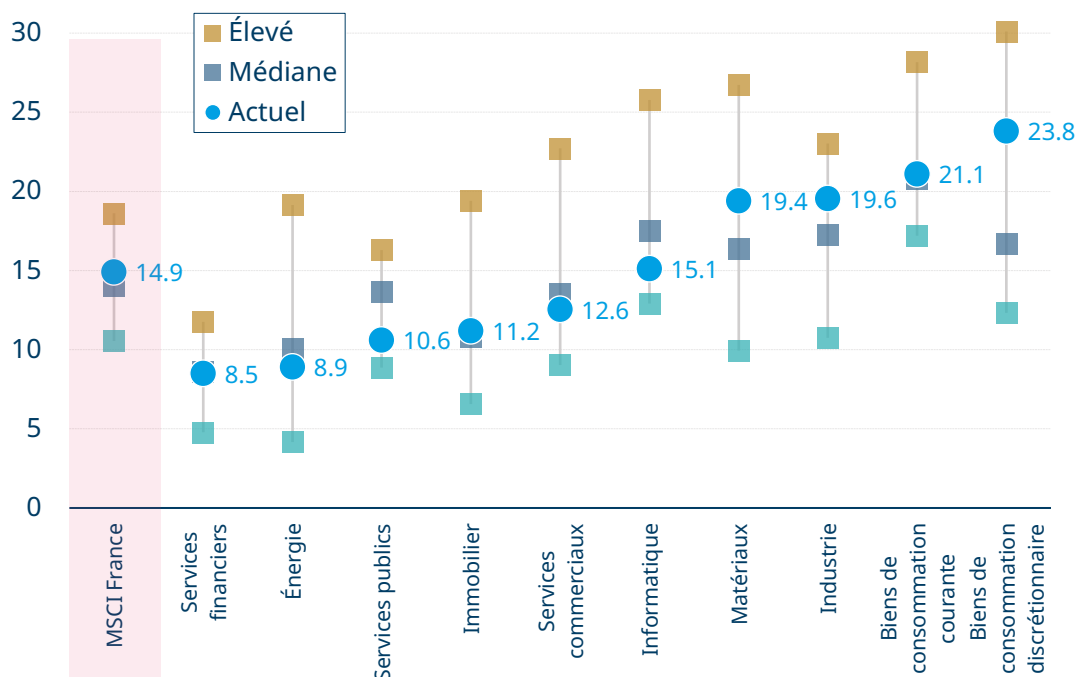


Sources : Amundi Investment Institute, Factset. Données au 25 août 2025.

L'indice MSCI France a sous-performé l'indice MSCI Europe cette année (+6,4 % contre +9,7 %), avec une croissance des bénéfices également à la traîne. Cependant, les valorisations des deux marchés sont conformes aux moyennes historiques, et la récente correction suggère que les risques politiques sont largement pris en compte.

Les valorisations américaines atteignant des niveaux très élevés, les actions européennes présentent des opportunités plus attractives. Tout recul des marchés européens, y compris français, pourrait être l'occasion de renforcer l'exposition à cette zone géographique, en particulier dans les secteurs alignés sur les tendances à long terme, tels que le plan budgétaire allemand et les initiatives en matière de défense.

Ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois par secteur (12 dernières années)



Sources : Amundi Investment Institute, LSEG Data & Analytics, au 25/08/2025

Annexe : Processus d'approbation du budget

Type de majorité	Procédure budgétaire	Implication
Majorité absolue	Procédure budgétaire ordinaire	Budget adopté
Majorité relative	Le gouvernement parvient à faire adopter le budget à la majorité simple OU en recourant à l'article 49.3 et aucune motion de censure n'est adoptée	Budget adopté (avec les amendements votés par le Parlement, si le budget est adopté à la majorité simple)
	Non-respect des délais de la procédure budgétaire imputable au Parlement (délai constitutionnel de 70 jours)	Budget exécuté par ordonnance
Autres scénarios possibles de majorité relative (liste non exhaustive)	1. Retard imputable au gouvernement (projet de budget présenté tardivement par le gouvernement)	Recours à l'article 47 de la Constitution et à l'article 45 de la LOLF (projet de loi à voter en urgence pour autoriser la perception d'impôts + dépenses autorisées par décret/sans loi mais dans la limite du budget n-1).
	2. Censure totale du texte par le Conseil constitutionnel, par exemple pour vice de procédure (précédent de 1979 pour la loi de finances de 1980), empêchant l'adoption de la loi de finances pour une entrée en vigueur au 1er janvier	Même scénario que ci-dessus : Nécessité d'une loi pour autoriser la perception des impôts ; pour les dépenses, budget n-1 adopté par décret jusqu'à l'adoption d'une loi de finances.
	3. Rejet du projet de loi de finances (PLF) par le Parlement avec ou sans recours à l'article 49.3 et censure du gouvernement (puis, si nécessaire, renvoi tardif par le nouveau gouvernement au Parlement ne permettant pas l'adoption d'une loi de finances au 1er janvier)	Même scénario

Source : Amundi Investment Institute.

Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles. L'Amundi Institute, au cœur du processus d'investissement mondial, a pour ambition de renforcer le conseil, la formation et le dialogue continu sur ces sujets pour l'ensemble de ses clients – distributeurs, institutionnels et entreprises. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de diffuser travaux d'analyse et les recommandations d'investissement d'Amundi.

Pour en savoir plus sur Amundi, rendez-vous sur



Définitions

- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre/marché est risqué.

Informations importantes

Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité, de change et de perte en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue pas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation d'un titre ou d'un autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire dans votre juridiction. Toute information contenue dans ce document ne peut être utilisée que pour votre usage interne, ne peut être reproduite ou rediffusée sous quelque forme que ce soit et ne peut être utilisée comme base ou composante d'instruments financiers, de produits ou d'indices. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont en date du 1^{er} septembre 2025. La diversification ne garantit pas un profit et ne protège pas contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, d'une prévision ou d'une prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances économiques et de marché sont celles de l'auteur et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et il n'y a aucune garantie que les pays, les marchés ou les secteurs se comporteront comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil d'investissement, une recommandation de titre ou une indication de négociation pour un produit d'Amundi. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, mais sans s'y limiter, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage lié à son utilisation.

Date de première utilisation : 1^{er} septembre 2025.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

RÉDACTEURS EN CHEF	RÉDACTEURS
MONICA DEFEND Directrice de l'Amundi Investment Institute	CLAUDIA BERTINO Responsable de l'analyse financière, de la publication et du développement de la clientèle, Amundi Investment Institute
VINCENT MORTIER Directrice des investissements	LAURA FIOROT Responsable des analyses d'investissement et de la division clientèle, Amundi Investment Institute