

Zoom sur la politique budgétaire française



VINCENT MORTIER
Directeur des
Gestions, groupe
Amundi



MONICA DEFEND
Directrice de
l'Amundi Investment
Institute

- **Reprise progressive de la croissance et ralentissement prévu de l'inflation en 2027** : la France devrait afficher une croissance du PIB de 0,6 % en 2026 et d'environ 1,0 % en 2027. La reprise devrait être portée par une amélioration progressive de la demande intérieure. La reprise est réelle, mais modeste. En matière d'inflation, les pressions sur les prix devraient persister en 2026, sous l'effet de la hausse des prix du pétrole et du gaz, avec des répercussions sur les services, les biens et l'alimentation. L'inflation devrait s'atténuer en 2027 à mesure que les prix de l'énergie reviendront à la normale.
- **La situation budgétaire et la dette font l'objet d'une attention croissante** : la dette publique a atteint 118 % du PIB, tandis que le déficit reste bien supérieur aux niveaux d'avant la pandémie, à 5,1 % du PIB, et ne devrait guère se stabiliser cette année. La France est en mesure de supporter sa dette à moyen terme, et le coût de la dette en pourcentage du PIB reste inférieur à celui des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Italie. Toutefois, un assainissement budgétaire sera nécessaire au cours des trois prochaines années, faute de quoi la dette continuerait d'augmenter et la hausse des rendements obligataires exercerait une pression supplémentaire sur celle-ci.
- **Le budget 2027 sera particulièrement important pour les marchés** – un projet de loi de finances est attendu le 30 septembre. Les marchés chercheront à déterminer si la France entame un assainissement budgétaire crédible dans le cadre du budget 2027, qui devra être adopté d'ici fin 2026. Tout report de ces mesures pourrait accroître la prime exigée par les investisseurs pour détenir de la dette française et entraîner une plus grande volatilité des marchés.
- **Conséquences en matière d'investissement** : les obligations d'État françaises devraient rester volatiles alors que la trajectoire budgétaire est incertaine. Les rendements pourraient rester soumis à une pression haussière si le budget 2027 ne parvient pas à mettre en œuvre un assainissement crédible, en particulier sur la partie longue de la courbe. Cela dit, les OAT offrent toujours des rendements et une liquidité attractifs pour les investisseurs, ce qui pourrait créer des opportunités en période de volatilité.
- Dans l'ensemble, **la dette française reste un investissement attractif à moyen et long terme pour les investisseurs**, les rendements étant revenus à des niveaux élevés pour un État souverain bénéficiant d'une notation de haute qualité. Toutefois, les incertitudes liées au cycle électoral, au processus d'adoption du budget et à la possibilité que les investisseurs étrangers se tournent vers d'autres marchés devraient entraîner une volatilité accrue.

Avec la contribution de :

DIDIER BOROWSKI,
Responsable de la
recherche en politique
macroéconomique, AII*

ADÈLE MORSA
Spécialiste de la division
«Investment Insights &
clients », AII*

GUY STEAR
Responsable de la stratégie
des marchés développés,
AII*

ANNALISA USARDI
Économiste senior,
responsable de la
modélisation économique
avancée, AII*

Vers une reprise progressive de la croissance de l'économie française

Nous anticipons une croissance du PIB français de 0,6 % en 2026 et d'environ 1,0 % en 2027, en ligne avec la croissance de la zone euro. Alors qu'une inflation plus élevée et une incertitude politique accrue, tant au niveau national qu'international, devraient peser sur la demande en 2026, l'économie devrait conserver une certaine résilience, soutenue **par une reprise progressive de la demande intérieure privée**, en particulier de la consommation des ménages et des investissements des entreprises à l'approche de 2027.

En 2026, la demande intérieure finale devrait encore soutenir l'économie. La consommation des ménages devrait ralentir à 0,4 % en 2026, contre 0,5 % en 2025, la hausse des prix de l'énergie pesant sur les revenus réels. Un certain rattrapage salarial est attendu en fin d'année, avec la remontée de l'inflation et les négociations salariales habituelles entre fin 2026 et début 2027. Cela devrait soutenir le pouvoir d'achat, bien que modestement.

Le contexte incertain, en France comme à l'international, ainsi que le poids supplémentaire de la hausse des taux d'intérêt, incitent les entreprises à la prudence en matière d'investissement. Cela transparaît déjà dans les données d'investissement en biens durables du premier semestre 2026. Nous anticipons toutefois une légère reprise des investissements des entreprises à partir du second semestre 2026.

*Amundi Investment
Institute

Malgré la forte baisse des exportations au premier trimestre, suivie d'une reprise seulement partielle au deuxième trimestre, **le commerce extérieur devrait tout de même soutenir la croissance en 2026**, en raison d'un rebond de la croissance des exportations et d'une dynamique limitée des importations tout au long de l'année.

L'inflation des prix à la consommation devrait rester soutenue, reflétant les prix élevés du pétrole et du gaz. L'inflation globale devrait s'établir en moyenne à 2,1 % en 2026, **avec un pic d'environ 2,6 % en glissement annuel entre le troisième et le quatrième trimestre 2026**, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et de ses répercussions indirectes sur les prix des services, des biens et des denrées alimentaires, ainsi que des hausses attendues des prix des matières premières agricoles et des engrais. **L'inflation devrait ensuite ralentir pour s'établir à 1,7 % au quatrième trimestre 2027, à mesure que les prix de l'énergie baisseront.**

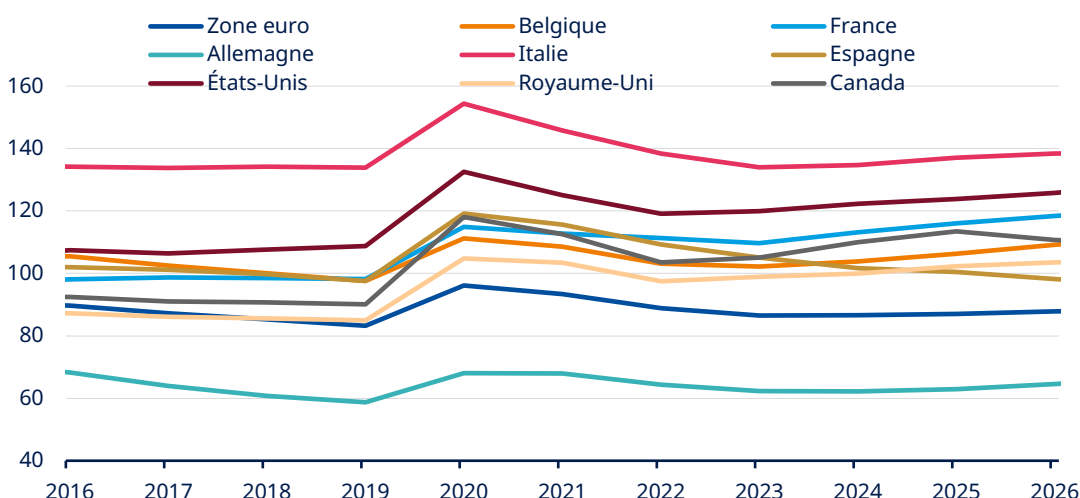
La dette publique française reste soutenable, mais il faut revoir l'orientation de la politique budgétaire

La dette publique française s'élève à 3 540 milliards d'euros, soit 118 % du PIB. Plus de 1 100 milliards d'euros se sont ajoutés depuis 2019, tandis que le ratio dette/PIB a encore augmenté de 4 points de pourcentage au cours de l'année écoulée (du 1^{er} trimestre 2025 au 1^{er} trimestre 2026), à un rythme plus rapide que dans l'Union européenne, où ce ratio a progressé de 1,5 point de pourcentage.

La dette publique reste conséquente dans les autres États membres de l'UE, avec des ratios dette/PIB encore plus élevés en Italie, supérieurs à 100 % en Belgique et en Espagne, et également élevés dans des pays tels que les États-Unis, où ce ratio dépasse désormais 120 %.

La dette publique est supérieure aux niveaux d'avant la pandémie dans les principales économies

Dette en % du PIB



Sources : Amundi Investment Institute, Bloomberg, FMI. Données au 5 août 2026 ; les données pour 2026 sont des prévisions du FMI.

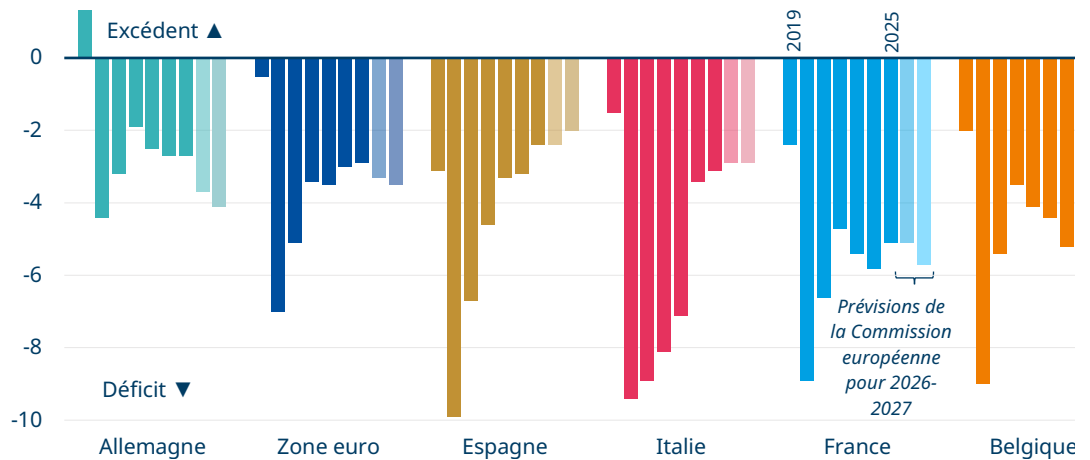
Le déficit budgétaire de la France a reculé en 2025 pour s'établir à 5,1 % du PIB, soit un niveau inférieur à l'objectif initial de 5,4 %.

Ce chiffre reste toutefois nettement supérieur aux niveaux d'avant la pandémie de Covid-19, et il est peu probable que le déficit diminue davantage en 2026. Cela s'explique par un déficit primaire structurel (en 2025, la France et la Belgique figuraient parmi les pays de la zone euro affichant le déficit primaire corrigé des variations cycliques le plus élevé, à -2,5 % du PIB pour la France et -2,6 % pour la Belgique.), ainsi que **par la hausse du coût de la dette résultant de la hausse des rendements des obligations d'État au cours des dernières années.**

Le ratio d'endettement augmenterait encore plus rapidement en l'absence de changement apporté à la politique budgétaire.

« La dette française a augmenté ces dernières années, la hausse des coûts d'emprunt venant s'ajouter à la pression sur les finances publiques. »

Déficit budgétaire annuel de la Commission européenne 2019-2027 (% du PIB)

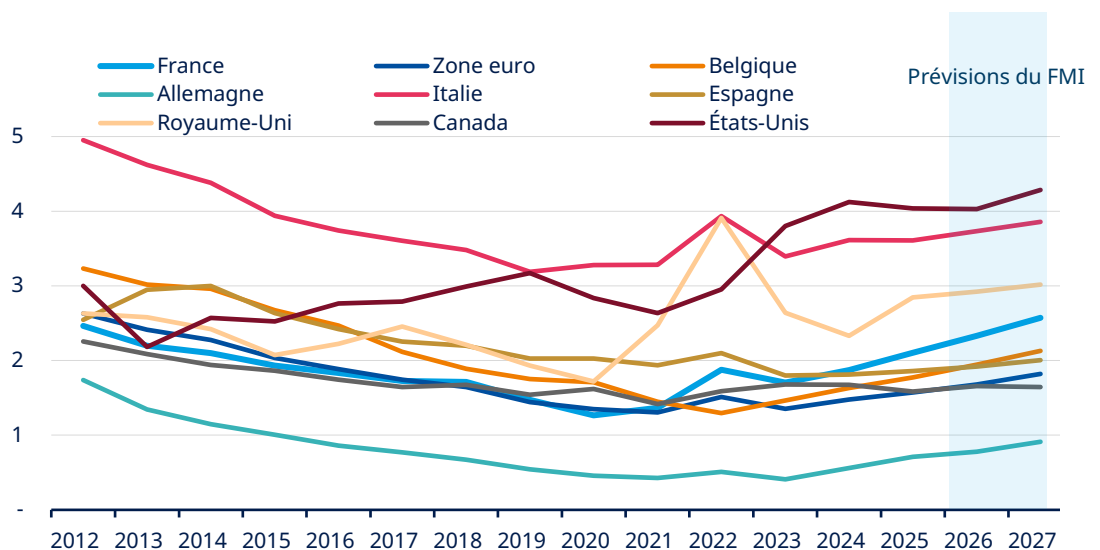


Sources : Amundi Investment Institute, prévisions de printemps de la Commission européenne, mai 2026. Données au 4 août 2026.

La France reste un émetteur souverain solide et liquide, mais la réduction du déficit primaire sera essentielle pour assurer la soutenabilité à long terme de la dette

Paielements d'intérêts sur la dette publique

En pourcentage du PIB nominal, baisses (+) ou hausses (-) du solde budgétaire



Sources : Amundi Investment Institute, « Fiscal Monitor » du FMI, avril 2026.

« Un assainissement budgétaire sera indispensable pour ramener la dette sur une trajectoire soutenable à long terme. »

Il est temps d'agir, alors que le budget 2027 est désormais au cœur des préoccupations

Il est de plus en plus important pour la France de se pencher sur l'évolution de ses finances publiques. **Sans mesures appropriées de réduction du déficit, la dette française pourrait dépasser 130 % du PIB d'ici 2030**, comme l'a récemment souligné le groupe de travail indépendant Jaravel-Ragot-Tavernier-Valla (JRTV) dans son rapport commandé par le gouvernement français. Au fil du temps, les intérêts payés sur la dette augmentent, menaçant de dépasser la croissance nominale du PIB. L'effort budgétaire nécessaire pour stabiliser le ratio dette/PIB est estimé à

environ 126 milliards d'euros sur la période 2027-2031. Cet objectif n'est pas irréaliste, mais il n'est plus possible de retarder l'action.

Dans ce contexte, **le budget 2027, qui doit être adopté d'ici fin 2026, sera déterminant**. Son élaboration est compliquée par le calendrier politique, **avec des élections présidentielles prévues les 18 avril et 2 mai 2027, suivies d'élections législatives probablement fin mai / début juin 2027**, à condition que l'Assemblée nationale ne soit pas dissoute auparavant.

Il n'en reste pas moins que plusieurs mesures pourraient permettre de réduire le déficit. À un moment donné, une combinaison de réductions ou de gels des dépenses, d'augmentations d'impôts et de réformes structurelles deviendra probablement inévitable. Les médias ont récemment indiqué que l'idée de découpler les retraites des ménages les plus aisés de l'inflation avait refait surface. Bien que cela soit techniquement plus simple à mettre en œuvre à court terme, cela reste un défi à quelques mois seulement des élections. Un projet de budget est attendu le 30 septembre.

Dans l'ensemble, le budget devrait favoriser la réduction du déficit. Selon les médias, le gouvernement a l'intention d'introduire des mesures visant à ramener le déficit public à 4,9 % du PIB l'année prochaine. En revanche, s'il maintient la trajectoire actuelle de la dette, la volatilité sur les marchés des obligations d'État françaises pourrait encore s'accroître.

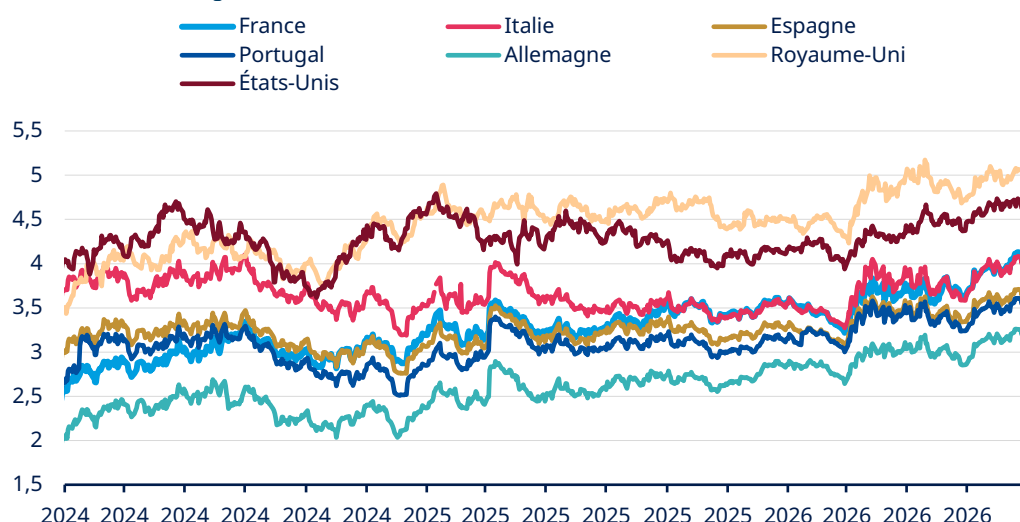
Les obligations d'État françaises pourraient connaître une certaine volatilité, mais restent attractives

Les rendements des OAT à long terme ont récemment atteint leur plus haut niveau depuis 2008, celles à 30 ans frôlant les 4,9 % et celles à 10 ans dépassant légèrement les 4,1 % le 28 août. Cette hausse s'explique en grande partie par une tendance générale sur les marchés obligataires, les rendements américains, japonais et allemands ayant tous augmenté cet été.

Cependant, les investisseurs exigent également une prime de risque plus élevée pour compenser l'évolution incertaine des déficits et de la dette en France. L'écart de rendement entre les OAT à 10 ans et les Bunds est stable, autour de 85 points de base (au 28 août 2026), en hausse par rapport aux quelque 55 points de base enregistrés début 2026. Les conditions de financement restent stables, mais la hausse des rendements contribuera légèrement à l'aggravation du déficit français, car le refinancement de la dette arrivant à échéance devient plus coûteux.

Hausse des rendements des obligations d'État

Rendements des obligations à 10 ans %



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 28 août 2026. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.**

« La dette française reste un investissement attractif à moyen et long terme pour les investisseurs, avec des rendements qui ont retrouvé des niveaux élevés pour une notation souveraine de haute qualité. Toutefois, le débat sur le budget 2027 et la trajectoire budgétaire pour la période 2027-2030 exige une vigilance accrue. »

La question clé pour les investisseurs est de savoir comment la trajectoire budgétaire évoluera au cours des cinq prochaines années.

Cela dit, la France aborde cette phase dans une position relativement solide, après avoir bénéficié d'une décennie de taux exceptionnellement bas :

- **La France bénéficie toujours d'une notation souveraine de haute qualité.** Elle se maintient dans la catégorie « investment grade », avec une notation A+ (perspective stable) attribuée par Fitch et une notation Aa3 (perspective négative) attribuée par Moody's. Les agences de notation ont régulièrement mis en avant la taille et la diversification de l'économie, ainsi que la solidité de ses institutions. Parmi ses principaux atouts figurent une croissance modérée, un système financier solide et la capacité à mettre en œuvre des réformes susceptibles de soutenir une trajectoire d'assainissement crédible. Toutefois, si aucune mesure d'assainissement budgétaire significative n'est annoncée dans le budget 2027, la note de crédit souveraine de la France risque d'être abaissée.
- **Le marché des OAT est l'un des marchés souverains libellés en euros les plus liquides au monde.** Il s'agit d'un marché profond, doté d'une forte liquidité, dont les titres restent très prisés des investisseurs. Compte tenu de leur taille, les obligations d'État françaises représentent plus de 30 % de la dette souveraine de la plus haute qualité de la zone euro, avec des notations comprises entre AAA et A. Les émissions d'OAT restent très demandées : au printemps 2026, par exemple, les montants souscrits ont largement dépassé ceux attribués (ratio de couverture d'environ 2). L'encours de la dette négociable à moyen et long terme dépasse 2 600 milliards d'euros, et l'activité sur le marché secondaire est soutenue. La dette française constitue une référence majeure pour la zone euro et est fréquemment utilisée comme garantie de haute qualité, ce qui soutient durablement la demande.
- **Les échéances sont à long terme et le risque de taux d'intérêt est encadré de manière active.** La durée moyenne de la dette à moyen et long terme est d'environ 8,5 à 9 ans, ce qui limite le risque d'un « mur de refinancement » et l'exposition immédiate à une hausse des taux d'intérêt. La courbe de rendement complète des OAT s'étend des obligations à court terme à celles à très long terme (jusqu'à 50 ans), ce qui permet au Trésor de lisser le profil de remboursement et d'adapter les émissions aux préférences des différents investisseurs. Associée à la diversification des instruments (OAT classiques, OAT indexées sur l'inflation et OAT vertes), cette gestion active peut contribuer à stabiliser le poids de la dette dans le temps et à élargir la base d'investisseurs.
- **Un cadre institutionnel solide encourage l'État à faire des choix difficiles.** Ce cadre institutionnel (surveillance européenne, Cour des comptes, Haut Conseil et transparence accrue grâce à l'évaluation de la trajectoire « sans changement de politique ») offre une gouvernance qui rassure les investisseurs quant à la capacité de la France à prendre des mesures correctives.
- **La forte part détenue par les investisseurs étrangers est à la fois un signe de confiance et une source de vulnérabilité.** La structure de détention de la dette française montre qu'une part significative est détenue par les investisseurs étrangers, de l'ordre de 56 %, ce qui reflète toujours une confiance dans la solvabilité de la France. Cette part a augmenté ces dernières années, à mesure que la BCE a commencé à réduire son bilan, rendant la dette française plus vulnérable à la demande des investisseurs étrangers. Alors que les OAT sont souvent utilisées par les investisseurs français comme instrument de couverture par rapport à d'autres actifs et passifs, la demande des investisseurs étrangers dépend plus directement de l'éventail d'opportunités disponibles. Face à la hausse des rendements obligataires à l'échelle mondiale, les investisseurs étrangers pourraient rechercher de meilleures opportunités ailleurs ou exiger des rendements plus élevés pour maintenir leurs investissements en cas d'incertitude politique accrue.

Dans l'ensemble, la dette française reste un investissement attractif à moyen et long terme pour les investisseurs obligataires, les rendements ayant retrouvé des niveaux élevés pour un émetteur souverain bénéficiant d'une notation de haute qualité. Toutefois, les incertitudes liées au cycle électoral, au processus d'adoption du budget et à la possibilité que les investisseurs étrangers se tournent vers d'autres marchés devraient entraîner une volatilité accrue.

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 Investment 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 règle générale, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le 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 2026. 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 2026.

ID du document : 5884219.

ID du document original en anglais : 5883574

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

MONICA DEFEND

Directrice de l'Amundi Investment Institute

VINCENT MORTIER

Directeur des Gestions du groupe Amundi

RÉDACTRICES

CLAUDIA BERTINO

Responsable d'Amundi
Investment Insights
and Publishing, Amundi Investment Institute

LAURA FIOROT

Responsable, Investment Insights & Client Division, Amundi
Investment Institute