

# Les enseignements de la 7<sup>e</sup> édition de l'Observatoire français des comptes de la nation

## Retour sur les prévisions pour 2025 réalisées en 2024

Benoît Williatte et Anissa Saumtally

### Résumé

L'Observatoire français des comptes de la nation réunit chaque année les équipes chargées de prévisions macroéconomiques pour la France, au sein de divers instituts. Ce *Policy brief* résume les diagnostics établis à l'occasion de ces prévisions, ainsi que les enseignements tirés de deux discussions thématiques, centrées sur la hausse du taux d'épargne en France et de la situation de ses finances publiques.

La septième édition de l'Observatoire Français des Comptes de la Nation (OFCN) s'est tenue fin novembre 2024. Organisée par l'OFCE, cette journée est la rencontre des économistes des différents instituts, et se présente comme un forum d'échange des économistes spécialisés dans le domaine de la prévision macroéconomique.

Le panel des économistes présentant leurs scénarios de prévisions macroéconomiques à l'OFCN 2024 se compose d'une quinzaine d'instituts divers, de l'administration (DG Trésor), institutionnel européen et mondial (Banque de France, Commission européenne, OCDE), des organismes indépendants (OFCE, Oxford Economics, Pair Conseil, Rexecode), ou encore du secteur bancaire (Allianz, BNP Paribas, Crédit Agricole, ING, Natixis, Société Générale). Cette édition a été une nouvelle fois riche en discussions, face à un contexte politique et économique miné d'incertitudes.

Comme à l'accoutumée, il convient de rappeler que les prévisions soumises pour cette édition de l'OFCN ont été réalisées à des périodes différentes (entre septembre et novembre), et que de ce fait, les scénarios ont été construits sous un jeu d'hypothèses qui diffèrent avec le fil d'actualité. Sur la fin de l'année 2024, la temporalité de la réalisation des prévisions est particulièrement importante, étant donné le climat politique instable en France, avec le budget du gouvernement Barnier qui était alors à risque d'être censuré. La situation à l'international, avec les élections américaines notamment :

### Calendrier indicatif de la publications des prévisions de l'OFCN

#### Septembre

Société Générale, DG Trésor, Rexecode et la Banque de France.

#### Octobre

Crédit Agricole, OFCE, FMI et la Commission européenne.

#### Novembre

BNP, Commission européenne, Natixis, ING, Oxford Economics et Pair conseil.

Pour approfondir les discussions, deux tables rondes sont proposées aux participants. Cette année les thèmes portaient en premier lieu sur l'évolution du taux d'épargne en France, dont la dynamique post-Covid demeure une question centrale dans la prévision de la consommation des ménages, et dont le niveau élevé reste un témoignage des temps incertains que vivent les Français. Le deuxième concernait la politique budgétaire en France, un sujet majeur étant donné que le dérapage constaté de la dette publique contraint la question des dépenses publiques devant la priorité pour consolidation de la dette et la maîtrise du déficit public.

## 1. Scénarios prévisionnels

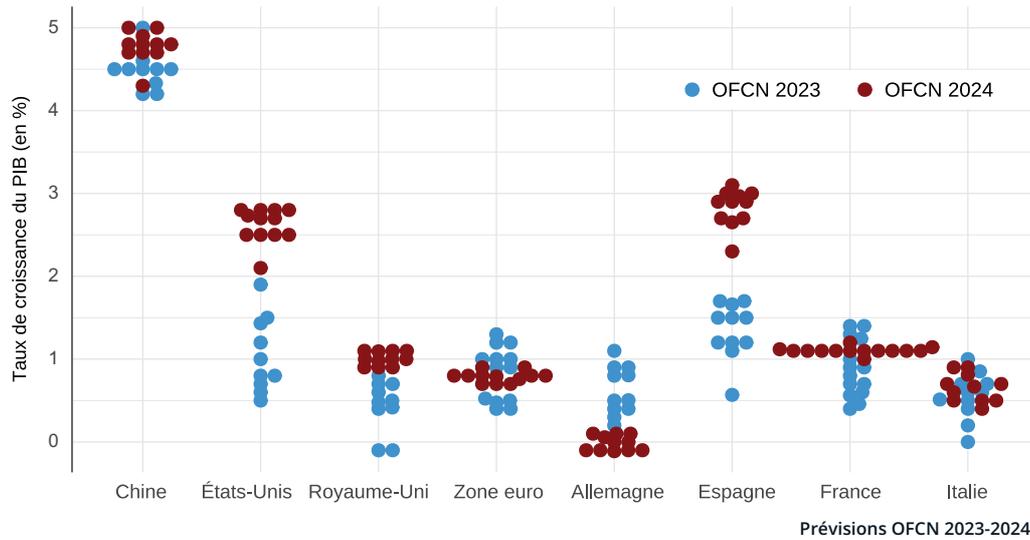
### Retour sur 2024

Les économies hors zone euro sont plutôt dynamiques en 2024. L'économie chinoise post-Covid conserve une forte croissance à +5 %, elle demeure au-dessus des économies occidentales. Les prévisions de croissance pour 2024 ont été globalement revues à la hausse pour les États-Unis, ce qui a particulièrement surpris les économistes de l'OFCN notamment sur la consommation des ménages américains plus forte qu'anticipé et soutenue par un marché du travail créateur d'emploi.

En Europe, les prévisions de croissance pour 2024 sont plus mitigées au lendemain de la crise énergétique qui a touché inégalement les économies européennes. L'Espagne et le Royaume Uni ont surpris les prévisionnistes de l'OFCN, qui ont dû revoir leurs prévisions à la hausse pour ces deux pays (graphique 1). L'économie espagnole afficherait alors une croissance plus dynamique qu'anticipé de près d'un point en moyenne, passant de 1,5 % à 2,5 %. Pour le Royaume-Uni, les prévisions pour 2024 voyaient une activité au ralenti proche des 0 %, la croissance révisée se situerait finalement plutôt autour de 1 %.

La croissance allemande a encore été en-deçà des anticipations : elle devrait en effet être nulle en 2024, voire récessive. L'Allemagne connaîtrait donc une trajectoire considérablement moins bonne que ses homologues européens. Par ailleurs, malgré les taux d'inflation allemands en 2024 et 2025 prévus autour de 2 %, les différences de dynamiques au plus fort du choc inflationniste (2022-2023) laisseraient derrière elles des écarts persistants en termes de niveaux de prix, au détriment de la compétitivité-prix des exportateurs allemands.

Graphique 1. Révisions des prévisions de croissance du PIB 2024 depuis la dernière édition de l'OFCN



Concernant l'activité française, le consensus de l'OFCN estime que sa croissance en 2024 devait se situer autour des 1,1 %, ce qui constitue pour la majorité des instituts une révision à la hausse significative. La prévision du gouvernement est quant à elle révisée à la baisse de -0,3 point et s'aligne *in fine* sur celles des autres prévisionnistes, et intègre désormais un ajustement à la hausse de la prévision du déficit public en 2024. Au final, la publication de la première estimation du quatrième trimestre 2024 par l'Insee [source] confirme le chiffre de 1,1 %. Néanmoins, l'année 2024 en France s'est conclue dans un contexte politique perturbé, entre la censure du budget 2025 présenté dans le premier projet de loi de Finances 2025, la démission du gouvernement Barnier en conséquence et la mise en place d'un nouveau gouvernement, qui apportent un lot d'incertitudes pouvant affecter les hypothèses sous-jacentes aux scénarios présentés à l'OFCN pour 2025, notamment sur la question des finances publiques et la gestion de la dette qui se creuse. Par ailleurs, la situation politique agitée ne semble pas se résorber en 2025, à en croire les premiers mois de l'année 2025 avec notamment le vote du budget 2025 du gouvernement Bayrou qui s'est soldé par un nouveau recours à l'article 49.3.

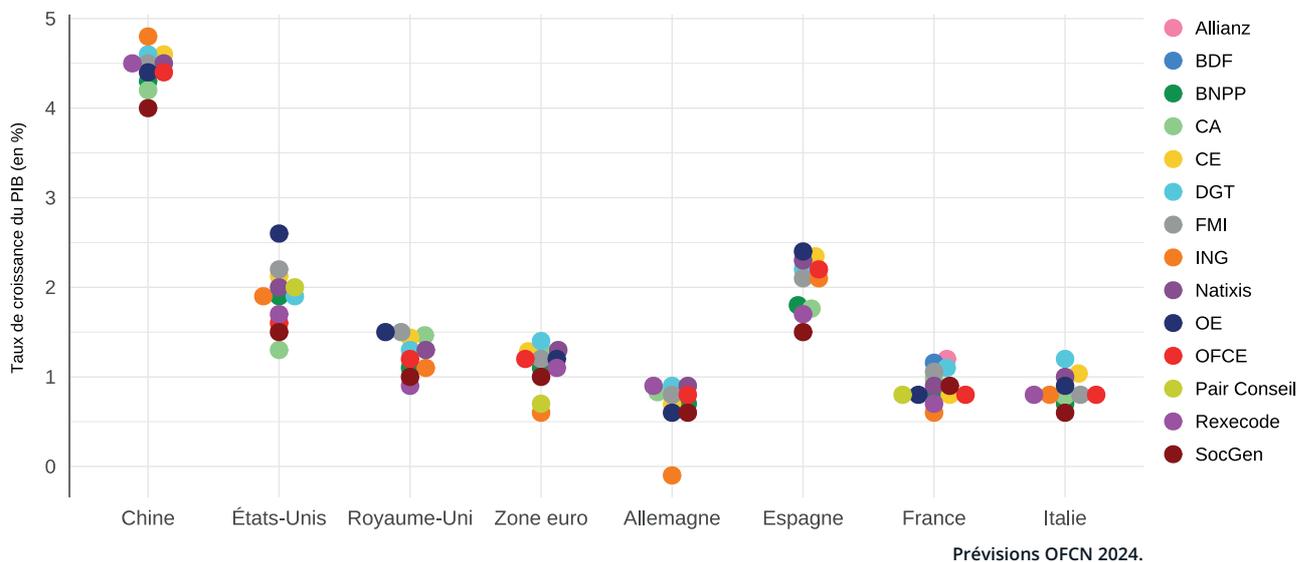
## 2025 : les écarts continuent à se creuser en Europe

Le contexte international pour 2025 s'annonce tumultueux. Le résultat des élections américaines, bien que pris en compte dans l'établissement des scénarios, représente un aléa important. En effet, la victoire de Donald Trump a été suivie par des annonces et mesures particulièrement agressives envers les partenaires économiques internationaux, notamment la menace d'augmenter significativement les droits de douane. Les économistes de l'OFCN avaient été sondés au préalable sur l'impact de cette prise de pouvoir. La majorité anticipait déjà une montée de l'inflation aux États-Unis suivie d'une hausse des taux d'intérêts. On observerait néanmoins un léger effet stimulant sur la croissance américaine, avec un effet a priori négatif sur l'activité de l'Union européenne. La sévérité des mesures, si elles sont mises en place, ne pourrait que confirmer voire accentuer ces impacts.

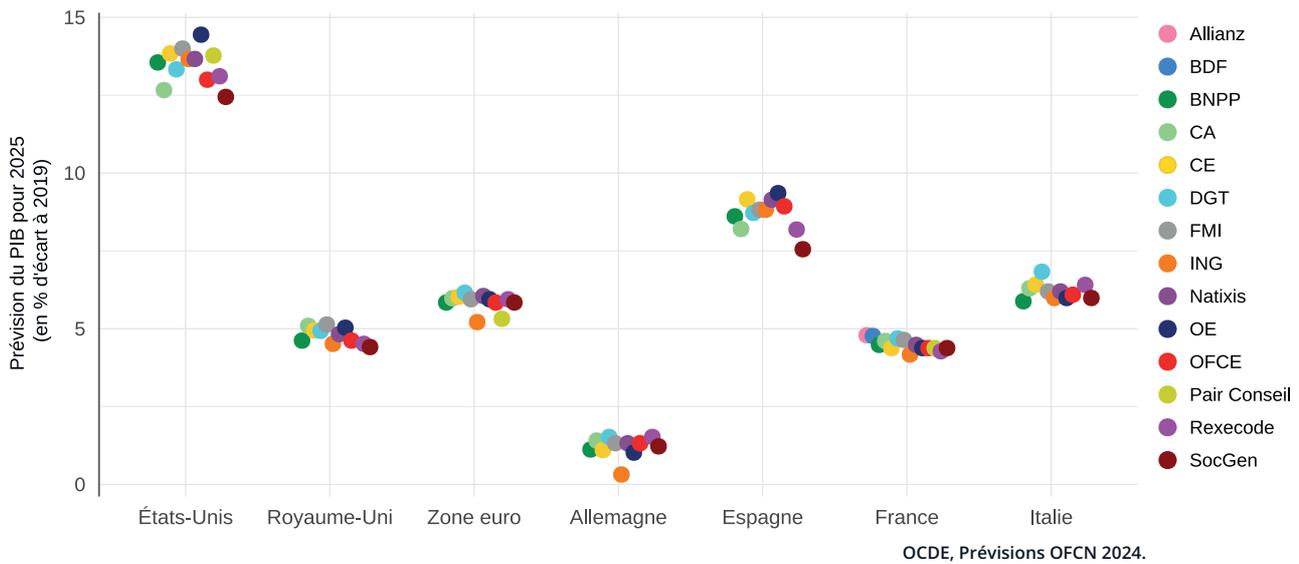
Les scénarios des prévisionnistes présentent en outre des dynamiques contrastées entre les grandes puissances (graphique 2). L'économie américaine devrait ralentir autour de 2 %, tandis que la Chine conserverait une dynamique vigoureuse. En zone euro, le PIB espagnol en écart à 2019 se rapprocherait du niveau américain (plutôt que du niveau européen, voir graphique 3) en maintenant une croissance soutenue, alors que l'Allemagne devrait retrouver une progression timide, en dessous de 1 %. La progression du PIB allemand serait comparable à celle de la France et de l'Italie, sans effet de rattrapage permettant de combler l'écart qui est apparu depuis 2022 : par rapport à sa situation d'avant-crise, l'Allemagne connaîtrait donc une trajectoire considérablement moins bonne que ses homologues européens. En zone euro, la croissance du PIB en 2025 devrait donc rester plutôt modérée, autour des 1 % selon le panel OFCN. L'activité européenne, mise à part quelques exceptions, ne serait donc pas tout à fait relancée, les économistes supposant par ailleurs que l'écart de gains de productivité de l'Europe face aux US devrait s'accroître.

Parmi les bonnes nouvelles en zone euro, l'objectif de maîtriser l'inflation post-crise énergétique a été atteint, avec une stabilisation vers la cible des 2 % en moyenne malgré une certaine hétérogénéité. L'Italie par exemple observe une inflation proche des 1 % en 2024, là où l'Espagne se situe un peu en-dessous des 3 %. Ce succès a néanmoins permis à la BCE de réduire les taux d'intérêt dès septembre 2024 en avance de phase. Si les taux d'inflation en 2024 et 2025 devraient converger légèrement en-dessous des 2 %, les différences de dynamiques au plus fort du choc inflationniste (2022-2023) laisseraient derrière elles des écarts persistants en termes de niveaux de prix – au détriment de la compétitivité-prix des exportateurs allemands. Les niveaux demeurent bien au-dessus de ceux d'avant-crise, atterrissant à plus de 20 % en 2025 par rapport à 2019 pour la zone euro (22 % pour l'Allemagne et 17 % pour la France).

Graphique 2. Prévisions de la croissance du PIB pour 2025



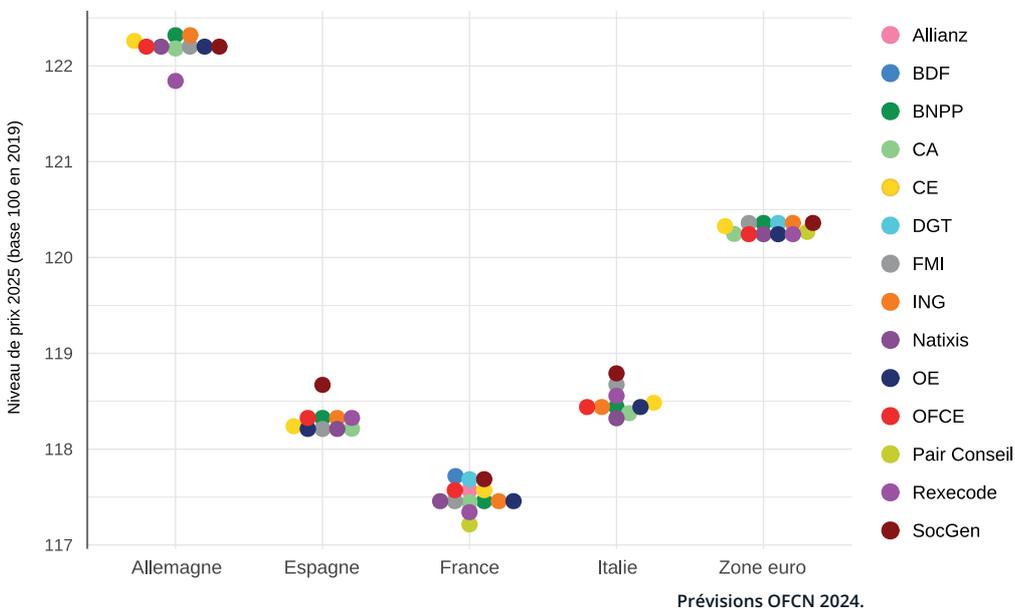
Graphique 3. Prévisions du PIB en niveau pour 2025



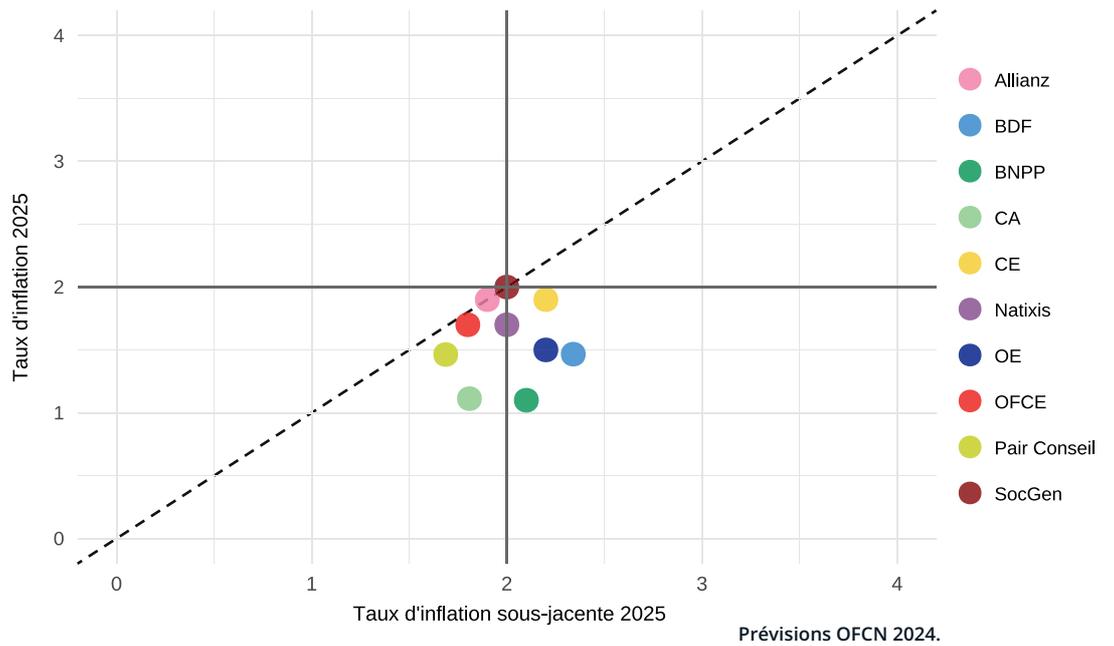
Concernant l'inflation française, en 2024, le point médian des prévisions recueillies pour l'OFCE s'établit à 2,3 %<sup>1</sup>, soit 0,4 point de pourcentage en dessous des attentes de l'exercice précédent. Pour 2025 en France, l'inflation devrait connaître une baisse importante (graphique 4), avec une médiane prévue à 1,7 %, tandis que l'inflation sous-jacente atteindrait environ 2 %.

1. L'inflation ici est celle mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH).

Graphique 4. Niveaux des prix en 2025

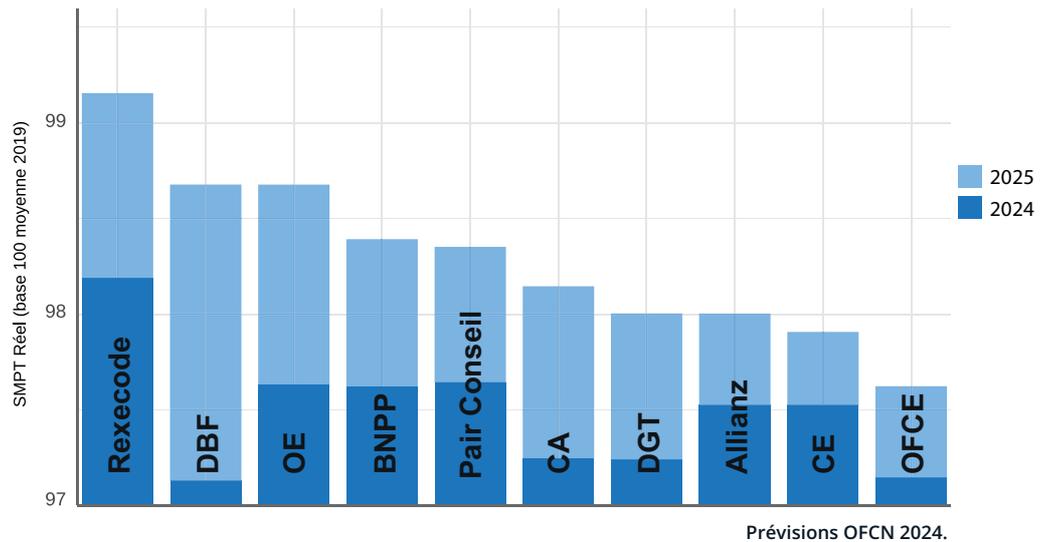


Graphique 5. Inflation française en 2025 (IPCH et IPCHSJ)



La progression modérée des prix en France favoriserait une amélioration du revenu disponible brut réel (graphique 6) des ménages, même si, par rapport à 2024 – année durant laquelle un rattrapage partiel des salaires avait soutenu le pouvoir d’achat – une décélération de ce dernier est attendue. Par ailleurs, outre la croissance du revenu réel, une baisse modérée du taux d’épargne – passant de 17,7 % en 2024 à 17,4 % en 2025 – devrait contribuer à soutenir la consommation.

Graphique 6. Niveaux des salaires réels atteints en 2025

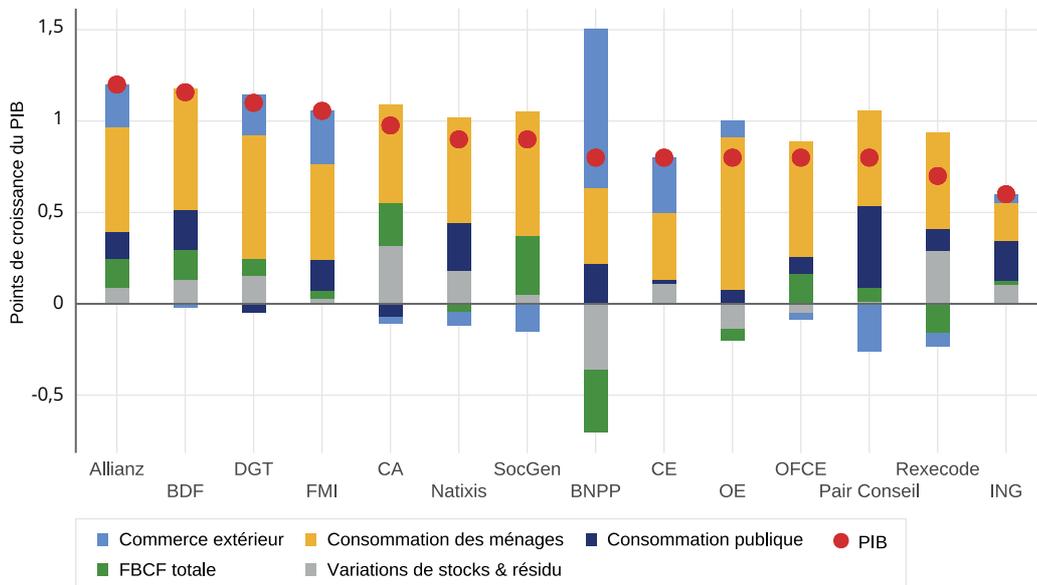


Sur le plan intérieur, la consommation des ménages apparaît comme le principal moteur de la croissance pour 2025. Les prévisions sont toutefois divergentes quant à la contribution du commerce extérieur et sur la possibilité d'une reprise de l'investissement. Concernant le commerce extérieur, nous rappelons que les prévisions de l'OFCN 2024 avaient été réalisées avant les élections américaines et n'intègrent pas les dernières mesures prises par Donald Trump. Comme vu lors des éditions précédentes de l'OFCN (graphique 8), cet exercice est en temps normal peu consensuel sur le signe comme l'ampleur de l'impact et donne lieu à des écarts de prévision. Pour l'investissement des sociétés non-financières, malgré une baisse attendue du taux de marge en 2024 et en 2025, les évolutions prévues oscillent entre une forte progression (+3,8 %) et un repli (-2,4 %), prolongeant ainsi la mauvaise dynamique de 2024 (médiane à -1,9 %). Les perspectives restent également partagées concernant la formation brute de capital fixe (FBCF) des ménages.

En somme, pour 2025, les prévisions recueillies anticipent une augmentation du PIB français de 1 % en moyenne, entre une fourchette allant de 0,6 % et +1,2 % pour les plus optimistes (graphique 7), soit une croissance légèrement inférieure au potentiel (estimé entre 1 % et 1,3 %).

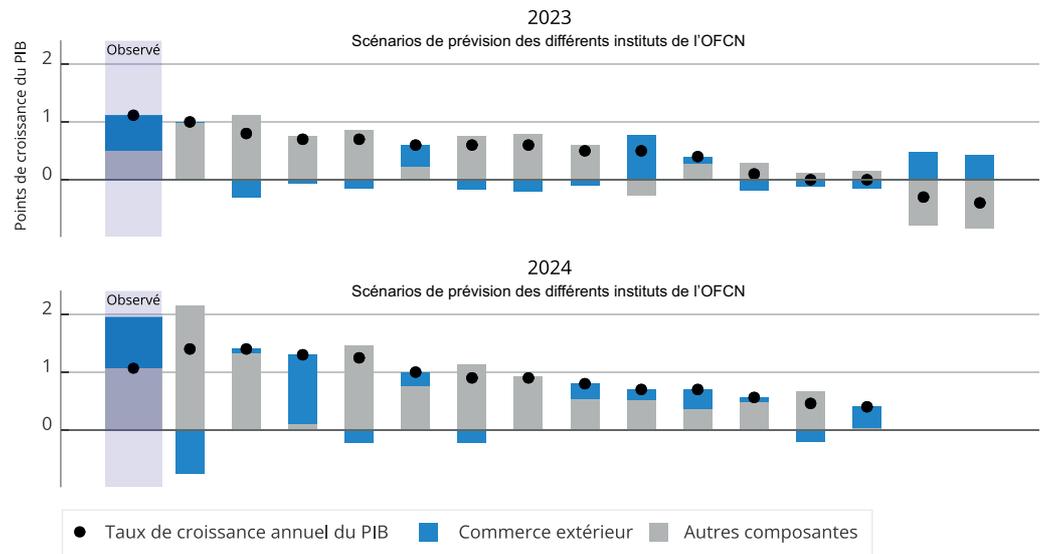
Les scénarios de prévisions sont marqués par le double changement d'orientation des politiques économiques : d'une part la consolidation budgétaire attendue qui rompt avec les politiques de soutien à l'activité mises en place durant les crises Covid et énergétique ; d'autre part la poursuite par la Banque centrale européenne de la baisse des taux amorcée en septembre 2024. Dans l'ensemble, les participants ont jugé qu'en 2025, la magnitude de l'impact (négatif) de la politique budgétaire serait supérieure à celle des effets de l'assouplissement monétaire : la majorité des appréciations recueillies se concentre autour d'un effet sur la croissance en 2025 entre -0,3 % et -0,8 %, contre +0,1 % à +0,4 % pour la baisse des taux.

Graphique 7. Contributions à la croissance du PIB français en 2025 selon les prévisions OFCN



Prévisions OFCN 2024.

Graphique 8. Contributions du commerce extérieur à la croissance du PIB français dans les scénarios de prévisions de l'OFCN 2023 et 2024



INSEE, Prévisions OFCN 2023 et 2024.

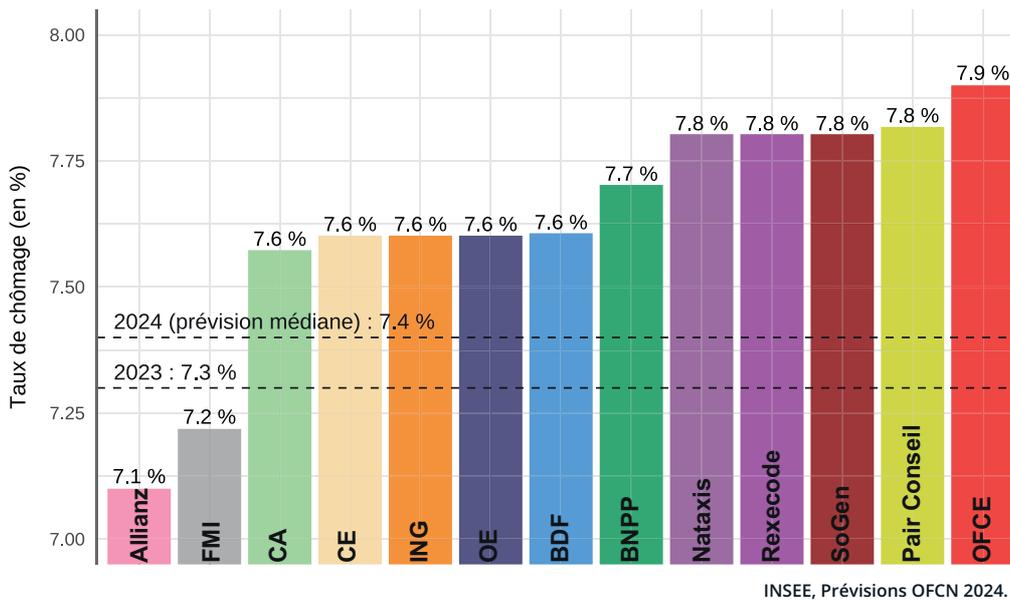
## Marché du travail : des gains de productivité et de salaires réels et une hausse modérée du taux de chômage

Les mauvaises performances en termes de productivité apparente du travail de l'économie française depuis 2019 constituent un point d'interrogation récurrent pour les analystes. Les participants ont été nombreux à citer l'apprentissage ainsi que d'autres dispositifs de soutien à l'emploi comme contributeurs importants à la richesse en emploi de la croissance post-Covid. Les prévisionnistes ont également mis l'accent sur le comportement de rétention de main-d'œuvre des entreprises, ainsi que l'effet restant des prêts garantis par l'État, qui auraient maintenu des emplois dont la survie aurait été compromise par une croissance insuffisante de la valeur ajoutée produite<sup>2</sup>. Dans l'ensemble, les économistes ont été quasi-unanimes sur la vraisemblance d'une réduction de l'écart de la productivité du travail avec le niveau qui aurait été observé en prolongeant la tendance d'avant-crise. La hausse des salaires réels attendue pour 2024-2025 serait cohérente avec ce scénario, malgré des différences d'appréciations en termes de timing des revalorisations. *In fine*, malgré des prévisions de croissance plutôt inférieures au potentiel et des gains de productivité anticipés, les panélistes de l'OFCN prévoient une faible augmentation du taux de chômage : la prévision médiane pour 2025 est de 7,6 %, contre 7,4 % en 2024 (7,3 % observés en moyenne sur 2023, graphique 9).

2.

En se référant aux tendances de productivité d'avant-crise.

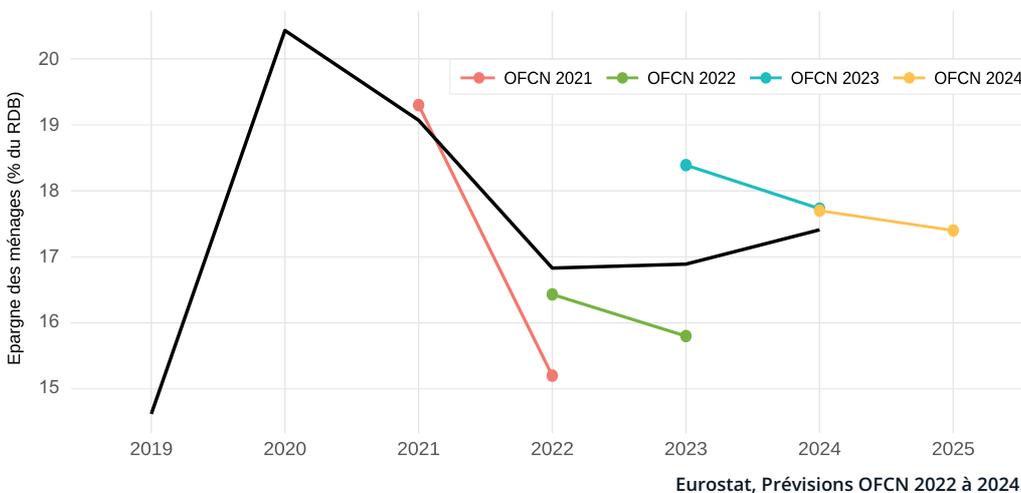
Graphique 9. Prévisions du taux de chômage (moyenne annuelle) en France pour 2025



## 2. Comment expliquer la hausse récente du taux d'épargne en France ?

Le choix de consacrer une table ronde aux comportements d'épargne récents des ménages français a été motivé par les difficultés à prévoir ses dynamiques sur les dernières années. En effet, les analystes de l'économie française ont eu tendance à systématiquement surestimer la convergence du taux d'épargne des ménages français vers ses niveaux moyens d'avant-2020 (graphique 10), et donc la contribution de la consommation à la croissance.

Graphique 10. Historique des prévisions du taux d'épargne des ménages



Notes : Chaque point coloré représente la médiane, au sein d'une édition de l'OFCN, des prévisions du taux d'épargne des ménages. La ligne noire correspond à la moyenne observée (3 premiers trimestres pour 2024).

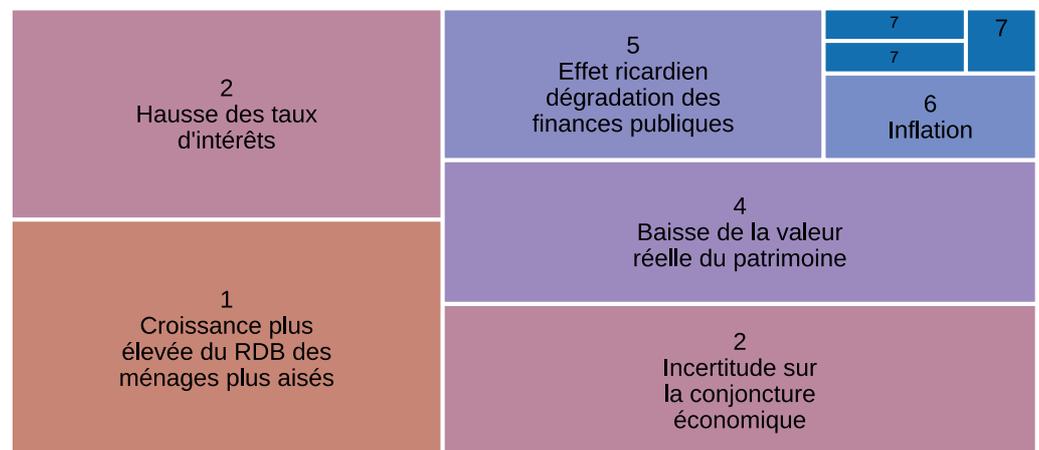
Stéphane Colliac (BNP Paribas) a mis en avant plusieurs éléments empiriques visant à mieux cerner les comportements d'investissement et surtout de consommation des ménages. En premier lieu, la hausse récente du taux d'épargne reflète davantage une hausse de la consommation de capital fixe ainsi que des investissements *financiers*, l'investissement résidentiel étant peu dynamique. Deuxièmement, la nature de la consommation a fluctué au cours des cinq dernières années : les mesures de confinement ont redirigé la consommation vers les biens tandis que depuis 2022, on observe un mouvement de rééquilibrage en faveur des services. Ce deuxième basculement pourrait refléter des changements dans les habitudes de consommation, par exemple en favorisant les transports en commun plutôt que l'achat de véhicules individuels. Les ventes de véhicules neufs en France ont connu une chute durable depuis le pic de 2019, qui a été également accompagnée d'une hausse du prix relatif des voitures neuves. Malgré les signes de mouvements importants en termes des prix relatifs de certains biens, et la possibilité d'une transformation structurelle des comportements, ces éléments ne permettent pas à eux seuls d'arriver à une explication de la surépargne récente.

Les modèles économétriques permettent de déterminer empiriquement dans quelle mesure la hausse du taux d'épargne, non-anticipée et en apparence pérenne, peut s'expliquer par les principaux déterminants habituellement cités dans la théorie économique<sup>3</sup>. Pour les participants de l'OFCN, la plus grande progression des hauts revenus, la hausse des taux d'intérêts ainsi que l'incertitude économique, et l'érosion par l'inflation du patrimoine réel avaient été jugés comme étant les facteurs les plus impactants (graphique 11).

3.

Les analyses présentées ici excluent certains facteurs structurels tels que le vieillissement démographique, qui semblent incompatibles avec la rupture soudaine du comportement d'épargne.

Graphique 11. Classement des déterminants de la hausse du taux d'épargne selon les participants de l'OFCN



Source : Questionnaire OFCN 2024.

Facteurs de rang 7 non explicités :

Remboursement de l'endettement passé – Transition climatique – Les ménages repoussent les achats automobiles.

Note de lecture : Les rectangles traduisent visuellement les réponses à une question sur les effets respectifs de différents déterminants du taux d'épargne, allant de « Très faible » à « Très important ». L'aire est proportionnelle à un score calculé à partir de ces réponses ; les numéros indiquent la place dans un classement réalisé à partir de ce score.

Les équipes du Trésor ont choisi de retenir trois principaux facteurs : en premier lieu, l'évolution des revenus, et notamment la hausse du taux d'épargne qui a accompagné les gains de pouvoir d'achat de 2024. Celle-ci est cohérente avec le profil dynamique de la consommation des ménages dans le modèle *Opale* : selon celui-ci, un an après une hausse du revenu disponible réel de 1 %, la consommation n'augmenterait que d'environ 0,5 %. Par ailleurs, la composition de ces hausses de revenus importe également : les revenus de la propriété ont beaucoup contribué aux évolutions globales depuis 2020, en particulier en 2023 et 2024 avec la hausse des revenus financiers. Or, plusieurs études ont mis en avant que la propension à consommer ces revenus est particulièrement faible. Un dernier facteur identifié, moins mis en avant dans la littérature, concerne le décalage entre les perceptions de l'inflation telles que déclarées dans les enquêtes auprès des ménages, et l'évolution des indices de prix mesurés par l'INSEE. Historiquement, l'inflation « ressentie » est plus élevée que celle mesurée par l'IPC et cet écart s'est accentué depuis 2020. Cette divergence pourrait être liée à plusieurs facteurs : visibilité des évolutions de prix de biens fréquemment achetés (alimentaire, carburant...), biais cognitifs à la hausse, différences dans la prise en compte de certains aspects comme les effets qualité... Or empiriquement, une hausse de l'inflation est associée à une hausse du taux d'épargne ; de plus, le choc inflationniste de 2022 ayant porté en premier lieu sur les biens énergétiques et alimentaires, il aurait eu un impact d'autant plus fort sur les perceptions d'inflation et en conséquence sur la propension à consommer des ménages. Enfin, alors que l'inflation mesurée par l'IPC redescendait vers 2 %, l'écart avec l'inflation perçue par les ménages n'a que peu diminué en 2024 (autour de 15 %) : à court-terme, il est donc possible les ménages orientent leur consommation en fonction d'une crise inflationniste jugée persistante.

La Banque de France a également choisi d'exploiter son modèle de prévision existant (*FR-BDF*) ainsi que de nouvelles estimations de MCE : à partir des paramètres respectifs de ces modèles, il est possible de simuler le taux d'épargne en intégrant les valeurs observées des variables explicatives. Dans l'équation de consommation de *FR-BDF*, l'évolution récente du revenu permanent et des taux d'intérêts expliqueraient 1,3 point de pourcentage du taux d'épargne « en excès ». La contribution de l'effet de substitution intertemporel serait faible ; sur ces 1,3 point, la quasi-totalité viendrait du fait que les agents anticipent que leurs revenus futurs seraient moins dynamiques que durant la période récente, d'où un comportement de lissage de la consommation. Intégrer au revenu permanent l'érosion du patrimoine net réel par la hausse de l'inflation permet d'expliquer 0,7 point de pourcentage supplémentaires<sup>4</sup>. Deux modèles à correction d'erreur estimés séparément attribuent respectivement environ 1,5 point aux transformations dans la structure des revenus<sup>5</sup> et un effet d'environ 0,3 point pour ces deux variables fin 2024 à des indicateurs d'incertitude sur les marchés financiers et de confiance des ménages. Toutefois, ces résultats, doivent être interprétés avec prudence dans la mesure où ils ont été obtenus à partir de modèles estimés de manière isolée : les différents facteurs étudiés se recoupent dans une large mesure, par exemple la dépréciation du patrimoine en termes réels par l'inflation et la hausse des taux d'intérêts sont directement liés. La somme des contributions, prises individuellement, est supérieure à l'écart du taux d'épargne actuel à sa moyenne d'avant-Covid, rendant claire la nécessité de distinguer plus finement les influences respectives des variables étudiées.

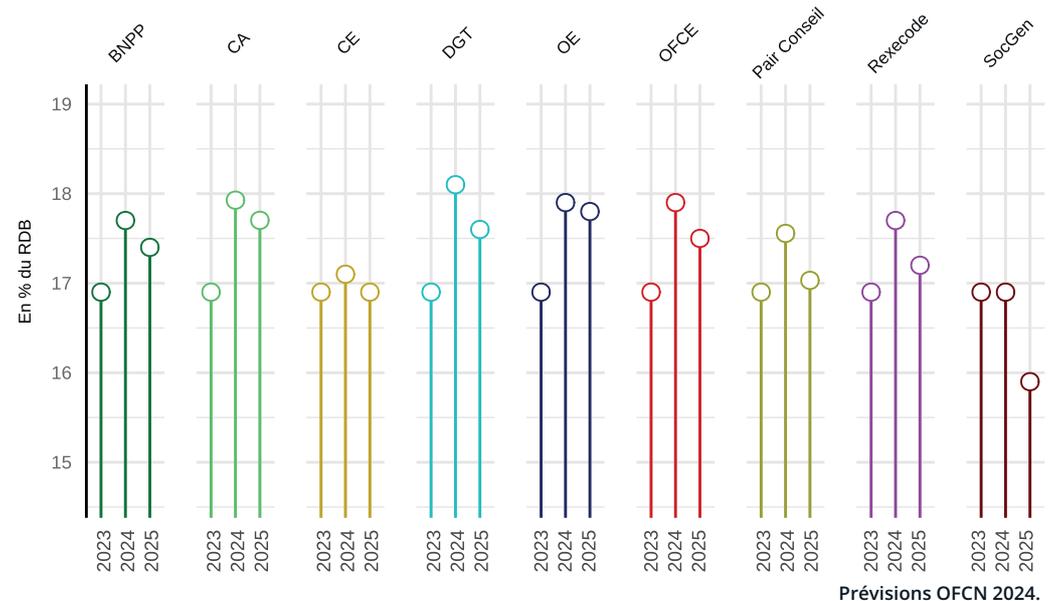
Les travaux présentés et les discussions qu'ils ont suscitées ont mis en lumière des hypothèses prometteuses tout en rendant compte de la difficulté à analyser les comportements d'épargne récents. En effet, outre la diversité des facteurs pouvant influencer le taux d'épargne, nombre d'entre eux se recoupent, rendant difficile l'estimation empirique de leurs effets propres. De plus, certaines variables apportant un éclairage précieux dans l'analyse rétrospective sont difficiles à intégrer aux scénarios de

4. L'inclusion de cette variable pose la question de sa définition : ici, la Banque de France a choisi de ne retenir que les dépôts non-rémunérés, excluant donc le passif et d'autres éléments de l'actif (actions, obligations).

5. Notamment l'augmentation depuis 2020 de la part des revenus de la propriété.

prévision, à l'image des indicateurs de confiance ou de perceptions de l'inflation des ménages. Dans l'ensemble, les analyses de la Banque de France et du Trésor convergent sur le diagnostic d'un taux d'épargne qui devrait certes baisser à l'horizon de prévision, mais resterait nettement au-dessus de ses niveaux d'avant-crise. Les principaux facteurs conjoncturels ayant favorisé une plus grande épargne s'estomperaient progressivement : en particulier, les impacts de l'inflation et des hausses de taux. Ce diagnostic est cohérent avec les prévisions des participants à l'OFCN, qui anticipent en majorité une baisse modeste du taux d'épargne en 2025 (graphique 12).

Graphique 12. Prévisions du taux d'épargne des ménages des dernières éditions de l'OFCN



### 3. Quelle politique budgétaire pour la France ?

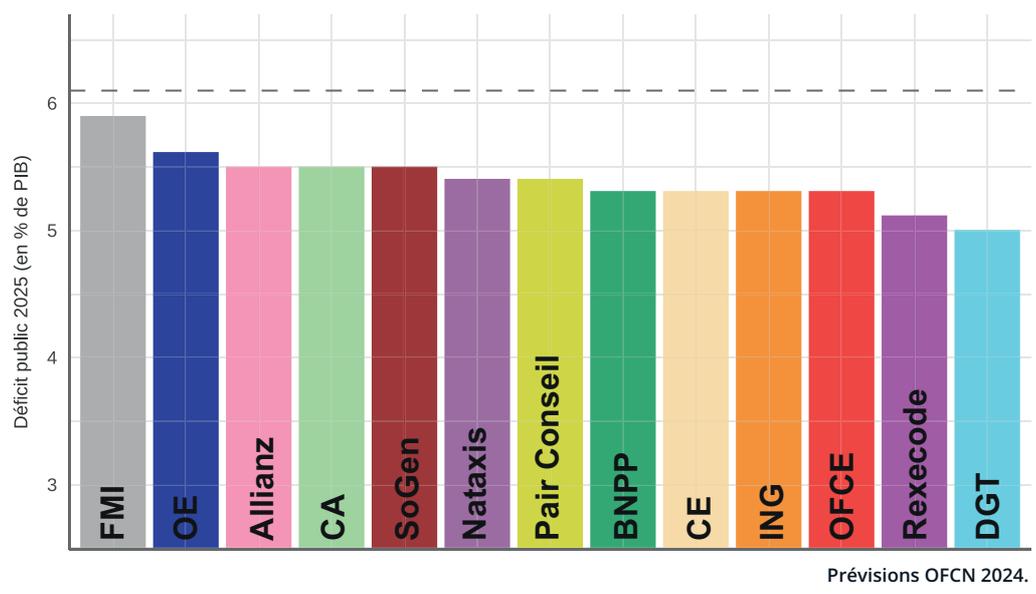
Les erreurs de prévision du solde public en 2023 et 2024, ainsi que la procédure de déficit excessif dans laquelle est placée la France, ont remis au premier plan du débat économique la question des finances publiques. Cette dernière a donc fait l'objet d'une discussion lors de l'OFCN, avec un accent mis sur les pistes de politiques souhaitables. En guise de contexte, en 2025, selon les prévisions recueillies, le déficit public français devrait être de 5,4 % (6,1 % en 2024, graphique 13), et la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 112,7 % à 115,1 %<sup>6</sup> (graphique 14). L'ensemble des panélistes anticipe donc un solde public plus négatif que dans les prévisions du gouvernement.

6.

Pour rappel, les prévisions ont été élaborées sur la période de septembre-novembre 2024, soit avant la censure du gouvernement Barnier.

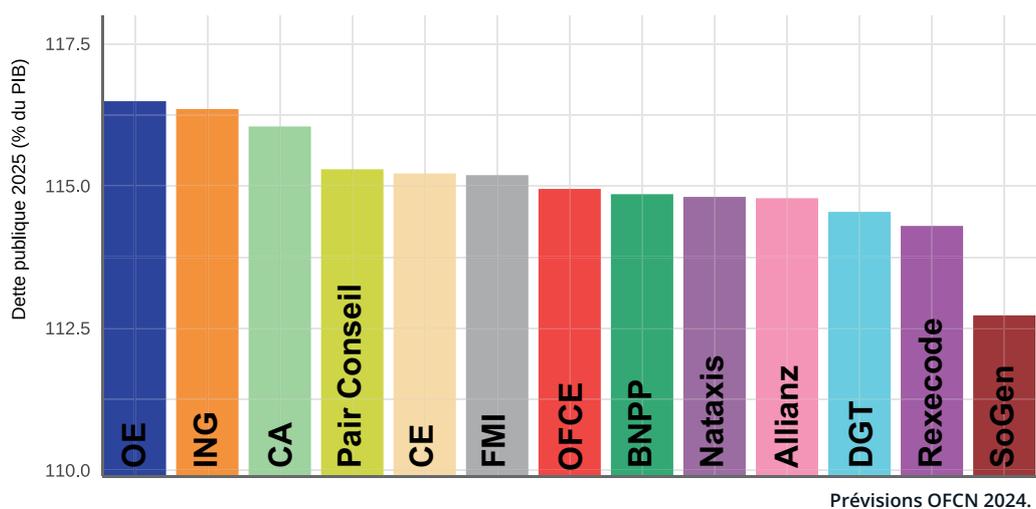
Toutefois, les anticipations du *spread* entre sur les obligations souveraines françaises et allemandes sont proches des niveaux observés à l'automne 2024 (graphique 15). Dans sa présentation dans le cadre de la table ronde, Hadrien Camatte (Natixis) a rappelé que les signaux de marché, sans être optimistes, ne donnaient pas à voir de panique : la demande d'OAT demeure robuste sur le marché primaire, avec cependant une baisse sur le marché secondaire.

Graphique 13. Prévisions du déficit public



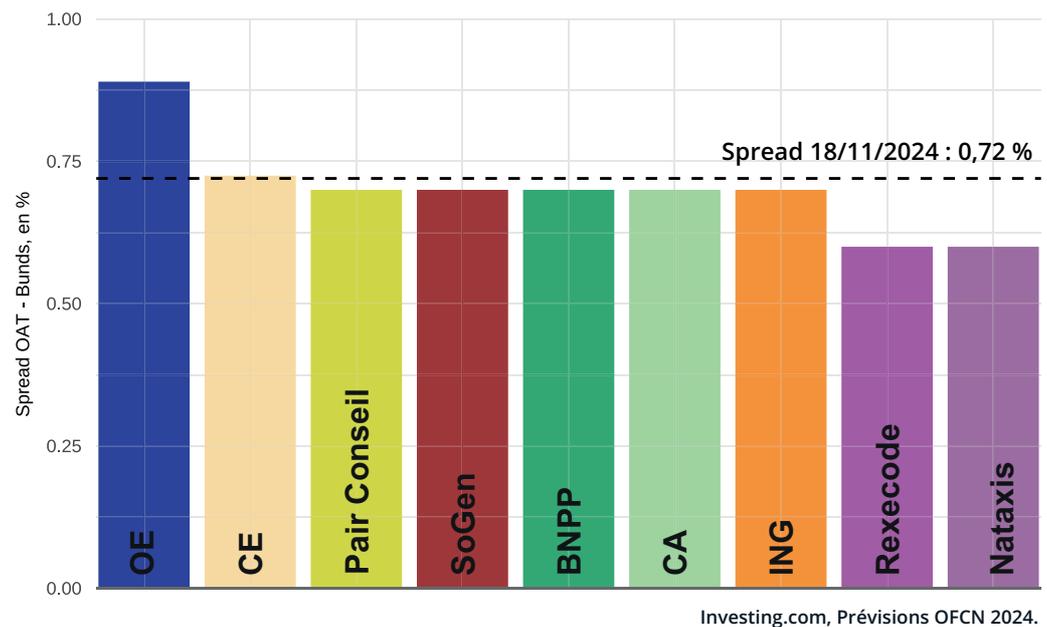
Note : La ligne pointillée correspond à la prévision de déficit formulée par le Trésor pour 2024 (6,1 %).

Graphique 14. Prévisions du niveau de dette publique



Néanmoins, les analyses de soutenabilité de la dette présentées ont mis en avant la difficulté à assurer une stabilité de la dette publique, y compris à moyen-terme. Dans le scénario de référence de Nataxis, où serait réalisé un ajustement du solde primaire de 0,5 % par an, avec un différentiel  $r - g$  proche de -1 % et un effet modéré de cette consolidation sur l'activité, la dette française augmenterait jusque 2029 avant de se stabiliser au-dessus de 120 %<sup>7</sup>. Avec un maintien du solde primaire au niveau attendu pour 2024 (-4 %) et en retenant les hypothèses de la Commission européenne sur la croissance potentielle française, le niveau de dette publique continuerait à augmenter à moyen-terme, pour s'approcher de 130 % du PIB en 2031. Seul le scénario du gouvernement Barnier, qui prévoyait un solde primaire équilibré d'ici 2029 et un léger excédent ensuite, permettrait d'enclencher une dynamique de réduction du niveau de la dette.

7. Dans l'analyse de la dynamique de la dette publique, il est courant de désigner par  $r$  le taux d'intérêt réel (corrigé de l'inflation) apparent sur la dette publique, et  $g$  le taux de croissance du PIB réel.

Graphique 15. Prévisions du *spread* sur les obligations souveraines à 10 ans (France-Allemagne)

Outre l'ampleur des efforts nécessaires pour remplir un objectif de stabilisation de la dette publique, Olivier Redoules (Rexecode) a attiré l'attention sur l'absence de maîtrise des gouvernements successifs sur les finances publiques. En particulier, sur 2023-2024 le déficit public a été supérieur aux prévisions des gouvernements, malgré une croissance du PIB à peu près égale à celle attendue. Par ailleurs, on observe depuis 2010 des déficits structurels primaires persistants, signalant que l'augmentation de la dette ne pourrait pas être uniquement attribuée au rôle stabilisateur de l'État durant les périodes de ralentissement.

À terme, l'objectif budgétaire souhaitable serait donc de dégager un solde primaire nul ou légèrement positif, soit un ajustement structurel de 4 % du PIB. Le principal enjeu de politique économique serait avant tout la croissance potentielle, à deux titres : d'une part la poursuite de réformes structurelles pouvant l'accroître de manière durable ; d'autre part, retenir les effets sur le potentiel comme déterminant du choix de mesures de consolidation. La revue de la littérature réalisée par Rexecode indique que certaines des mesures les moins préjudiciables à la croissance potentielle (baisses des transferts et de la consommation publique) seraient précisément celles qui produiraient un effet récessif relativement plus élevé à court-terme. Une contraction de l'activité à court-terme serait alors un risque nécessaire pour éviter un scénario similaire à celui de l'Italie : c'est-à-dire une hausse des taux souverains à un point où le différentiel  $r - g$  devient négatif, et où maintenir un niveau de dette stable requiert des excédents primaires. L'État pourrait par ailleurs amortir les effets d'une politique de consolidation, de préférence via des dispositifs de garanties publiques plutôt que des transferts ou subventions.

Xavier Ragot (OFCE) a rappelé que le solde public est à mettre en relation avec la position extérieure de la France, dont la balance courante est déficitaire – contrairement à de nombreux autres États européens (dont l'Italie notamment) ; par ailleurs, dans le contexte de l'euro, il n'y a pas de marge de manœuvre dans le sens d'une dépréciation qui viendrait soutenir la balance commerciale française. En se référant aux tendances historiques, une hypothèse de travail pour l'élaboration d'une stratégie de

finances publiques serait que  $r = g$  ; dans ce cas, à la semi-élasticité du solde public au cycle conjoncturel près, les efforts structurels déterminent le solde primaire et donc la trajectoire de l'endettement public. Si la stabilisation de ce dernier est l'objectif visé, l'effort envisagé devra prendre en compte que les enjeux géopolitiques et de défense nécessiteraient des dépenses publiques importantes (1 % du PIB par an jusque 2040 pour la transition écologique selon le rapport Pisani-Mafhouz, et de 0,3 % à 0,5 % du PIB par an pour la défense) : d'où, pour un objectif de solde primaire à l'équilibre, un effort structurel d'environ 4 % du PIB.

Comment organiser cet effort ? Selon Xavier Ragot, il serait souhaitable d'accepter un *frontloading* de l'ajustement et donc un impact récessif initial important. La moindre accumulation initiale de dette et donc de charges d'intérêt qui résulteraient d'un ajustement rapide produirait un effort pluriannuel total moindre que dans le cas d'un ajustement plus progressif. Toutefois, le profil de la consolidation budgétaire devra être soumis à des calculs de l'ordre de l'économie politique : il est en effet difficile d'envisager une adhésion électorale d'ampleur à un programme qui porterait ouvertement une réduction de déficits aux effets récessifs forts, avec des conséquences évidentes en termes de moindres gains de pouvoir d'achat et de hausse du chômage. Afin d'orienter au mieux le choix des mesures de recettes et de dépenses, l'efficacité économique et la valeur sociale produite associées à chacune devrait être étudiée en amont.

Les discussions sur stratégies de finances publiques ont également suscité des interrogations sur les effets des consolidations budgétaires sur la croissance, particulièrement pertinents dans le cadre d'exercices de prévision. Certains participants ont indiqué une hypothèse de départ pour un multiplicateur global compris entre 0,5 et 1 ; toutefois, autant que possible, chaque mesure devrait faire l'objet d'une estimation de son multiplicateur propre, celui-ci dépendant par ailleurs de la position dans le cycle économique (phase d'expansion ou de récession). À court terme, d'autres relais de croissance pourraient compenser en partie l'effet de politiques austéritaires : baisse de l'inflation et éventuellement du taux d'épargne soutenant le pouvoir d'achat des ménages et donc la consommation, ainsi que la baisse des taux directeurs de la BCE ; une relance européenne coordonnée serait souhaitable par ailleurs, bien que difficile à anticiper.

## 4. Conclusion

La septième édition de l'Observatoire Français des Comptes de la Nation a une fois de plus démontré l'importance de l'échange et de la confrontation des prévisions macroéconomiques entre institutions. Au-delà de simples comparatifs des scénarios de prévisions, l'OFCN est un forum de débat par des spécialistes, avec des discussions riches sur les méthodologies. Ces échanges permettent d'affiner les modèles et d'ajuster les anticipations en fonction des évolutions économiques et politiques les plus récentes. L'hétérogénéité des prévisions met en lumière la complexité des dynamiques économiques actuelles. Chaque institution apporte une perspective unique, contribuant à une vision plus nuancée et complète des tendances macroéconomiques.

L'incertitude qui plane sur l'économie française, notamment quant à la reprise post-crisis qui dans un contexte de finances publiques désormais très dégradé, rend ces échanges particulièrement précieux. Les contributions et discussions menées lors de l'OFCN sont des éléments clés pour anticiper et gérer ces incertitudes. ■

Benoît Williatte et Anissa Saumtally, 2025, « Les enseignements de la 7<sup>e</sup> édition de l'Observatoire français des comptes de la nation.  
**Retour sur les prévisions pour 2025 réalisées en 2024** », *OFCE Policy brief* 141, 12 mars.

Directeur de la publication Xavier Ragot  
Rédacteurs en chef du blog et des *Policy briefs* Elliot Aurissergues et Paul Malliet  
Réalisation Najette Moummi (OFCE).  
Copyright © 2025 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)  @ofceparis