

LETTRE À France

Lundi 5 octobre 2026

Depuis la création de la zone euro, si ce n'est avant, la France bénéficiait d'une forme de présomption de solidité. Malgré une dette élevée, des déficits chroniques et une croissance modeste, les investisseurs continuaient de lui accorder leur confiance. Cette indulgence semble aujourd'hui toucher à sa fin, ou en tout cas, commence à être ébranlée. Les taux d'emprunt ont fortement progressé, les perspectives économiques se détériorent, les finances publiques restent sous pression, et le risque politique français n'a jamais été aussi élevé au 21ème siècle. Le risque français n'est donc plus un sujet de second plan : il est devenu l'un des principaux sujets de marché en Europe.

Le titre de cette analyse hebdomadaire fait écho à la chanson de Michel Polnareff. Si sa *Lettre à France* était empreinte de tendresse, la nôtre raconte une relation plus conflictuelle, voire difonctionnelle. Celle qui unit la France aux investisseurs qui financent sa dette.

Il y a encore quelques mois, le taux français à dix ans évoluait autour de 3,2 %. Il approche désormais les 5%.[1] Nous pourrions attribuer cette hausse au mouvement général des taux observé dans le monde, mais ce serait ignorer l'essentiel. La prime de risque française s'est écartée beaucoup plus rapidement que celle des autres grandes économies développées. Autrement dit, les marchés ne reflètent pas seulement un environnement de taux global à la hausse. Ils réévaluent le risque spécifique français.

Les autres indicateurs vont dans le même sens. Les anticipations de croissance reculent pour 2026 et 2027, la dette publique continue de s'alourdir, les perspectives budgétaires pour 2027 manquent cruellement de crédibilité et l'environnement politique complique toute

[1] ODDO BHF, données au 30/09/2026

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.

correction rapide de la trajectoire des finances publiques.

Le sujet n'est donc plus la dégradation de la perception du risque français qui est déjà à l'œuvre. Le sujet est de mesurer jusqu'où le dérapage des taux peut aller.

Une faible croissance qui s'essouffle

En début d'année, le consensus attendait 1 % de croissance du PIB en France pour 2026. Il prévoit désormais 0,5 %. Les anticipations pour 2027 sont elles aussi revues progressivement à la baisse, et laissent poindre un risque de récession courant 2027.

Les enquêtes PMI[2] ne sont guère plus rassurantes. L'activité dans les services se rapproche du seuil de 50, qui marque la frontière entre expansion et contraction. Dans le manufacturier, ce seuil est déjà franchi. Les indicateurs avancés convergent donc vers le même constat : l'économie française s'essouffle.

L'inflation n'aide pas. Elle est passée de 2,3 % à 3 % entre fin août et aujourd'hui, tandis que la confiance des ménages demeure proche des niveaux observés au moment du déclenchement de la guerre en Ukraine.

45 ans sans excédent primaire

Depuis 45 ans, la France n'a jamais enregistré de solde primaire[3] positif. Autrement dit, les dépenses publiques dépassent les recettes avant même le paiement des intérêts de la dette.

Le déficit était initialement attendu à 5 % en 2026. Il a depuis été révisé à 5,4 %.[4] Voilà trois années consécutives où les déficits, déjà élevés, se révèlent finalement supérieurs aux prévisions.

La dette atteint désormais plus de 3 500 milliards d'euros, soit 1 350 milliards de plus qu'il y a dix ans.[5] Elle représente près de 120 % du PIB et continue de progresser plus vite que la richesse produite.

Une amélioration structurelle paraît impossible à envisager à ce stade. Une part importante des dépenses publiques finance la protection sociale et les collectivités locales, tandis que le contexte politique complique toute trajectoire de redressement budgétaire.

Le coût de la dette prend une place croissante dans le budget

La charge d'intérêts approche 80 milliards d'euros en 2026, soit environ une fois et demie le budget de l'Éducation nationale ou celui de la Défense.

Et la facture va encore s'alourdir. À horizon de dix ans, une hausse supplémentaire d'un point du taux 10 ans par rapport au début d'année augmentera la charge de la dette d'environ 30 milliards d'euros, toutes choses égales par ailleurs. C'est le mécanisme de l'effet boule de neige : des intérêts plus élevés réduisent les marges budgétaires et peuvent alimenter à leur tour la défiance des investisseurs.

L'incertitude politique, marquée par une extrême polarisation entre deux camps peu diserts sur les sujets de discipline budgétaire

[2] PMI : Indicateur économique qui mesure la santé du secteur manufacturier ou des services d'un pays.
[3] Solde primaire : différence entre les recettes et les dépenses publiques, avant paiement des intérêts de la dette
[4] Gavekal, Goldman Sachs, données au 4/10/2026
[5] BCA Research, données au 04/10/2026

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.

et de réduction des déficits, ne contribue pas à rassurer les marchés et rend plus difficile la mise en œuvre d'un ajustement budgétaire crédible.

Les investisseurs demandent davantage de rendement pour financer la France

La défiance apparaît également dans le coût de l'assurance contre un éventuel défaut de l'État français. Le CDS[6] de la dette française s'établit aujourd'hui à 73 points de base.[7] Un niveau encore limité en valeur absolue, mais qui a plus que doublé en un mois et demi.

L'écart entre les taux français et allemands (le spread) s'est lui aussi fortement creusé. Fin septembre, il atteignait 130 points de base à dix ans, avant de frôler 150 points la semaine dernière.[8] Cette dégradation ne se limite d'ailleurs pas à la comparaison avec l'Allemagne. La France emprunte désormais plus cher que plusieurs pays qualifiés de « périphériques » il y a encore 10 ans (Italie, Espagne, Portugal…).

Réduire ce phénomène à la seule hausse globale des taux d'intérêt apparaît insuffisant au regard des spécificités observées sur les actifs français.

La hausse des taux depuis le début d'année, depuis 1 mois, depuis 2 semaines, et depuis 1 semaine, a été bien plus rapide en France qu'ailleurs.

Peu de facteurs de réjouissance pour notre France

La France est donc devenue le pays au cœur du cyclone en zone euro. Un certain nombre d'éléments défavorables nous font douter d'un retour à la normale rapide. Le spread OAT-Bund est supérieur à celui de juin 2012. Une grande partie de la dette FR est détenue par des acteurs étrangers dans une dynamique vendeuse, compliquant un pilotage fin de la situation par les autorités européennes et françaises. Le taux d'emprunt est également fortement supérieur à la croissance nominale. La baisse d'Edouard Philippe dans les sondages ne tend pas à rassurer les marchés qui voient le risque que l'un des deux « extrêmes » accède au pouvoir comme un scénario désormais central. Enfin, la dégradation à venir de la note souveraine de la France participe à ce climat de tension boursière.

Le précédent italien 2018-2019 est intéressant à considérer

Pour évaluer le risque d'une poursuite de la hausse du taux souverain français et d'écartement du spread, il est utile de se pencher sur plusieurs épisodes de tensions politiques ou budgétaires en Europe : la Grèce en 2015, la France en 2016-2017, l'Italie en 2018-2019 ou encore le Royaume-Uni en 2022.

La comparaison avec l'Italie de 2018-2019 est instructive. À l'époque, le spread italien avait atteint un plus haut de 327 points de base face à l'Allemagne. Mais les taux étaient alors proches de zéro. Le taux 10 ans italien

[6] CDS (*Credit Default Swap*) : contrat qui sert d'assurance contre le risque de défaut d'un emprunteur, en échange d'une prime.

[7] Bloomberg, données au 04/10/2026

[8] ODDO BHF, Gavekal, données au 30/09/2026

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.

« culminait » alors à seulement 3.78% en octobre 2018…loin des 5% actuellement observés sur la France. La pertinence de la comparaison est donc discutable. Elle fournit néanmoins une indication claire sur le fait que 150bps de spread est un niveau réaliste. Notre scénario de travail se situe entre 150 et 200bps. Un spread compris entre 200 et 250bps nous paraît être un scénario doté d'une probabilité non nulle, en cas d'enlisement prolongé des discussions budgétaires. Dans ce cas, le taux français à dix ans pourrait se rapprocher de 6 %, un niveau susceptible de provoquer une intervention de la BCE.

Les actions françaises continuent d'afficher une certaine tolérance

Le marché actions nous paraît encore relativement peu sensible à la dégradation observée sur le marché obligataire.

La corrélation entre actions et obligations n'est jamais parfaite, mais le CAC 40 semble pour l'instant avoir moins réagi que ne le suggère la montée du risque souverain français. Il convient de rappeler que la situation de financement de l'Etat français impacte les conditions de financement des entreprises qui composent le tissu économique tricolore.

Nous pensons donc que la correction du marché actions français pourrait se poursuivre, d'autant que les valorisations françaises restent proches de celles du Stoxx 600. Or la situation actuelle justifierait selon nous une décote plus importante.

Les secteurs les plus exposés à une poursuite de la hausse des taux restent les banques, la construction, l'aérospatial, l'assurance et les services aux collectivités. À ce stade, il est difficile d'identifier un secteur qui sortirait gagnant de cet environnement de taux.

Conclusion : une « Lettre à France » sans promesse de réconciliation

Les taux d'emprunt de la France poursuivent leur hausse et atteignent des niveaux inédits depuis la création de la zone euro à la fois en absolu en relatif par rapport à l'Allemagne.

Si les indicateurs de croissance tiennent pour le moment, le risque de dégradation macroéconomique amplifiée par le regain inflationniste fait désormais peu de doutes.

La trajectoire de dette en France reste mal orientée, sans amélioration structurelle en vue. Les échéances politiques de 2027 augmentent le risque.

Nous ne voyons pas de détente sur les taux longs français à court/moyen-terme. Les niveaux actuels ne doivent pas être vus comme un pic.

Les actions françaises devraient continuer de souffrir de la situation budgétaire et politique françaises. Nous ne voyons pas de grands gagnants sectoriels dans cette situation.

Michel Polnareff chantait « *Il était une fois toi et moi…* ». Aujourd'hui, la relation entre la France et ses investisseurs a changé. Elle n'est pas rompue. Mais elle est désormais teintée de méfiance. Notre vue est de privilégier une réduction de l'exposition aux actifs français, et nous affichons notre prudence quant à une fausse promesse de réconciliation, que nous n'anticipons pas avant le milieu d'année prochaine.

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.

Cette communication marketing présente une analyse de marché à caractère général établie à la date de publication. Elle ne constitue ni un conseil en investissement personnalisé, ni une recommandation d'investissement au sens de la réglementation applicable. Les opinions exprimées sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de ODDO BHF Banque Privée, ni constituer l'unique base de votre décision quant à l'opportunité de réaliser certaines opérations ou investissements. Vous devez vous assurer que les solutions ou investissements retenus correspondent à vos objectifs, votre situation financière et aux risques que vous êtes prêt à assumer. Les performances passées ne présagent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.