Une France affaiblie dans une Europe en reprise : l'immunité peut-elle durer ?

28 septembre 2026

Une crise économique et financière française entraînerait des conséquences substantielles pour la zone euro. Pourtant, les marchés européens semblent presque indifférents au sort des taux d'intérêt de la France. Sont-ils complaisants ?

En 2010, au début de la crise grecque, le président de la BCE, Jean-Claude Trichet, tentait de calmer la panique des marchés en expliquant que la Grèce ne représentait que 2,5% de la zone euro. La suite lui a montré que les investisseurs avaient pourtant de bonnes raisons de s'inquiéter. Aujourd'hui, les doutes se focalisent sur un pays, la France, qui pèse pour 20% du PIB de la zone euro. Mais le message des marchés est remarquablement calme : hors France, les différentiels de taux par rapport à l'Allemagne restent très proches de leur plus bas de février 2026 (graphique 1). Alors que la crise grecque avait déclenché un effet domino dévastateur, le cas français semble aujourd'hui totalement isolé sur les marchés financiers.

La France isolée

Différentiels de taux à 10 ans par rapport à l'Allemagne

Dorval Asset Management – 25/09/2026 – Source : Macrobond

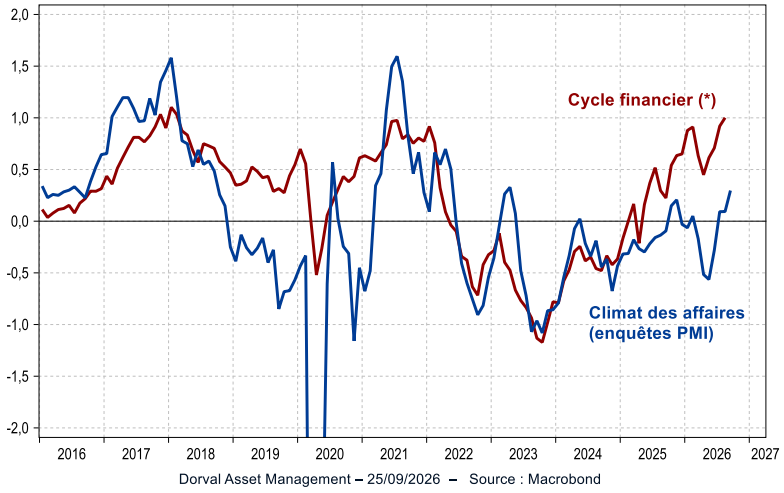
Le déni aurait-il changé de camp ? Comment les marchés peuvent-ils ignorer les conséquences potentielles d'un désastre financier et économique français sur le reste de la zone euro ? Les titres de dette française sont en effet détenus à environ 25% par des sociétés financières européennes (hors France), dont des banques. Et les banques françaises subiraient une crise aiguë – forte baisse de leur

notation[1], pertes financières, hausse du coût du risque, etc. – qui impacterait par capillarité les autres banques et sociétés financières européennes.

L'absence de contagion de la crise française s'explique d'abord par la procyclicité[2] de la sphère financière. Car si le pessimisme reste le plus souvent de mise à propos des tendances structurelles de l'économie européenne (démographie, productivité), le cycle, lui, est porteur (graphique 2). Les banques n'ont jamais été aussi solides, le crédit bancaire repart, les pays du Sud de l'Europe vont beaucoup mieux, et les pays du Nord soutiennent la croissance par la relance budgétaire. Les enquêtes PMI sur le climat des affaires du mois de septembre – au plus haut depuis début 2023 – illustrent cette solidité malgré la sévérité du choc énergétique iranien. Dans ce contexte économique et financier favorable, les investisseurs maintiennent un fort appétit pour le risque, ce qui contient la diffusion de la crise française.

La reprise économique et financière européenne

(*) = indicateur basé sur les spreads de crédit obligataires, le crédit bancaire et le sentiment boursier (Sentix) ; 0 = moyenne des dix dernières années ("Z-score") -



Dorval Asset Management – 25/09/2026 – Source : Macrobond

L'héritage des crises successives en zone euro fournit un deuxième faisceau fondamental d'explications : la BCE assume depuis juillet 2012 son rôle de filet de sécurité, même s'il est conditionnel, et les gouvernements s'accordent à partager l'esprit – avec souplesse – de politiques budgétaires orientées vers la stabilité à moyen terme. Bref, la gouvernance de la zone euro ne fait plus l'objet de débats enflammés. Une dynamique d'Union financière est même en cours d'approfondissement[3].

[1] La notation des entreprises, et a fortiori des banques, est presque toujours inférieure à celle de leur gouvernement. Les exceptions à ce « plafond souverain » sont rarissimes.

[2] Procyclicité : quand le comportement des acteurs financiers agit comme un accélérateur du cycle économique et financier : il alimente l'emballement en période de croissance et aggrave la crise en période de ralentissement.

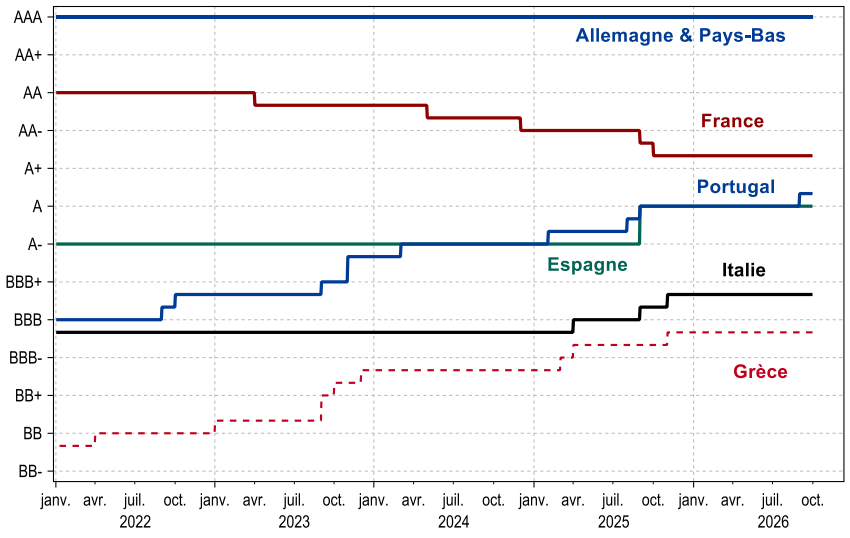
[3] Dont les programmes d'Union des marchés de capitaux et d'Union de l'épargne et de l'investissement.

Cette gouvernance apaisée avait déjà permis aux marchés financiers de ne s'émouvoir que modérément du choc italien de 2018, quand une coalition populiste avait formé un gouvernement aux options hétérodoxes. Les taux italiens avaient alors fait un grand écart, allant jusqu'à 300 points de base au-dessus de l'Allemagne, sans provoquer de crise européenne.

Si, en France, certains politiques aimeraient faire bouger les lignes face au « carcan de Maastricht », ils ne menacent pas de sortir de l'euro. Et dans le contexte actuel de remontée des taux d'intérêt, une proposition de politique alternative aura peu de chance d'attirer les sympathies, y compris dans les pays du Sud de l'Europe. Ceux-ci bénéficient en effet aujourd'hui d'une trajectoire favorable de leur notation (graphique 3) et de leur économie, qui les encourage à la continuité.

Rating : la dynamique solitaire de la France

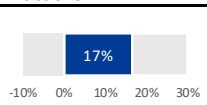
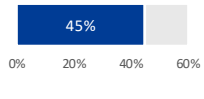
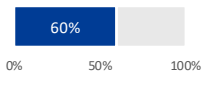
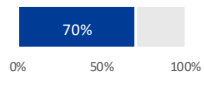
Moyenne des notations des 3 grandes agences (S&P, Moody's & Fitch)



Dorval Asset Management – 25/09/2026 – Source : Macrobond

Pour ces raisons – sauf retournement conjoncturel ou financier qui mettrait fin à la reprise européenne – la question française pourrait donc demeurer relativement isolée. Elle se résume pour les marchés financiers aux conditions de la stabilisation de sa trajectoire budgétaire, et aux conséquences économiques des prochaines élections pour la France et les entreprises françaises. Le scénario du pire semble, à ce stade, celui d'une italianisation de la dette française.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

Fonds	Exposition nette aux actions*	Répartition par thème (en % du total actions)	Couvertures, actifs refuges et autres stratégies
Dorval Global Conservative		- Diffusion de la croissance : 91% - Futures Nasdaq: 9%	- 30% en obligations souveraines. - 2% spread géographique Gilt/JGB vs OAT. - 1% en stratégie applatissement de courbe Euro. - 3% de yen contre euro. - Solde en titres du marché monétaire.
Dorval Global Allocation		- Panier cœur hors thématiques : 80% - Infrastructures de l'IA : 10% - Financières Europe/Japon : 10%	- vente de futures S&P500 equal weight, Stoxx 600, Topix. - 17% en obligations souveraines Euro. - 2% spread géographique Gilt/JGB vs OAT. - 4% en stratégie applatissement de courbe Euro et US - Solde en titres du marché monétaire.
Dorval Convictions		- Panier cœur : 57% - Banques : 19% - Electrification : 16% - Transition énergétique : 5% - Petites capitalisations : 3%	- vente Futures Euro Stoxx 50, Put Euro Stoxx50 octobre 2026 strike 90% - Solde en titres du marché monétaire.
Dorval Convictions PEA		- Panier cœur : 57% - Banques : 19% - Electrification : 16% - Transition énergétique : 5% - Petites capitalisations : 3%	- vente Futures Euro Stoxx 50 - Solde en titres du marché monétaire.

*** incluant le delta des options**

*Tous les fonds présentés sont exposés aux risques spécifiques suivants : risque lié à la gestion discrétionnaire**, risque de perte en capital**, risque actions, risque lié à la taille de capitalisation, risque de change, risque de taux, risque de crédit, risque lié à l'usage de produits dérivés, risque de durabilité. Le capital investi n'est pas garanti.*

Dorval Asset Management
Société anonyme au capital de 4 365 390,92 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93008
31, avenue Pierre 1er de Serbie 75116 Paris - T : +33 1 44 69 90 44
www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.