



Hémisphère
Droit



ÉTUDE

SEPTEMBRE 2026

LE MUR DE LA DETTE FRANÇAISE : VERS UNE MISE SOUS TUTELLE ALLEMANDE ?



Hémisphère Droit

Hémisphère Droit est un think tank d'une nouvelle génération, inspiré par le secteur privé, qui propose une vision ambitieuse et radicale pour la France, alors que les facteurs de déclin s'accumulent.

Convaincus que **la technologie et le progrès** sont essentiels, et que la recherche et l'innovation sont les moteurs du développement **économique** et humain, nous portons une perspective **optimiste** et tournée vers l'avenir, qui vise à rendre aux citoyens la maîtrise de leur destin. Notre engagement profond au service des Français s'accompagne d'une défense résolue des valeurs démocratiques, en particulier par **la construction d'une démocratie directe systématique et de services publics d'excellence, soutenables économiquement.**

Notre **ambition** est de contribuer activement à faire de la France une **nation puissante**, sur les plans économique, industriel, technologique, écologique et militaire, capable d'exercer un **leadership continental** et d'être à la hauteur de son destin et de ses responsabilités au cœur de l'Europe.

Inspirés par les méthodes ayant fait leur preuve dans le monde de l'entreprise, nous mettons au cœur de notre travail la clarté des propositions, la rigueur des analyses, et le recours aux meilleurs experts. Persuadés que l'idée seule ne suffit pas, nous couvrons **toute la chaîne de valeur de l'action publique, du diagnostic à la proposition**, incluant l'acceptabilité, la soutenabilité financière, la robustesse juridique, et jusqu'à la rédaction des textes législatifs et réglementaires, permettant la mise en œuvre concrète de nos idées.

Toutes nos propositions sont **élaborées de manière indépendante**, et s'inscrivent dans le cadre de l'intérêt national : HD est financé exclusivement par des fonds privés, entreprises et particuliers, sans subventions publiques et sans affiliation à un parti politique ou à un intérêt économique.



Banque de France, Brest, France

© Fab5669 - Own work CC BY-SA 4.0

SOMMAIRE

p. 07	Introduction
p. 08	Rappel des faits
p. 10	1. La France s'enferme dans une trappe à dette : à politique inchangée, la charge d'intérêt atteindrait le niveau insoutenable de 156 Mds€ dès 2032
p. 18	2. Le retour à l'équilibre budgétaire primaire des administrations publiques, qui représenterait un effort budgétaire ambitieux de près de 90 Mds€ en 2026, ne suffit même plus pour entamer un désendettement
p. 21	3. Cette trajectoire désastreuse expose la France à un risque de mise sous tutelle allemande, par le biais de la BCE et de la Commission européenne
p. 23	4. Ce scénario catastrophe n'est pas une fatalité : le recours à certains outils financiers couplé au retour à l'équilibre budgétaire primaire permettraient d'amorcer le désendement dès 2030
p. 26	Conclusion



INTRODUCTION

Jamais la France n'avait été mise en cause aussi frontalement sur l'état de ses finances publiques. Quatre institutions indépendantes et connues pour leur réserve tirent aujourd'hui la sonnette d'alarme dans des rapports univoques publiés à trois mois d'intervalle en 2026. La **Cour des comptes**, par l'intermédiaire de la présidente de sa première chambre, constate que « tous les signaux sont au rouge. »¹. Le **Fonds monétaire international (FMI)**, un mois plus tôt, jugeait la consolidation « plus lente que prévu »² et projetait une dette dépassant 3 610 Mds€ à la fin de l'année 2026, soit 118% du PIB³. L'**OCDE**, de son côté, durcit son message en prévenant qu'« il est essentiel de s'attaquer à la dette publique »⁴. La **Commission européenne**, enfin, dégrade ses projections avec un ratio de dette/PIB qui dépasserait 120% dès 2027 et un déficit de nouveau orienté à la hausse⁵.

La charge d'intérêt, c'est-à-dire la somme que l'État verse chaque année à ses créanciers pour financer son encours de dette empruntée, s'impose désormais comme son premier poste de dépense à 77,4 Mds€⁶ en 2026, devant l'Éducation nationale (63 Mds€)⁷ et les Armées (57 Mds€)⁸, au point de menacer de paralyser son action. Financée à taux nul voire négatif pendant une décennie, la France emprunte aujourd'hui à dix ans autour de 4%⁹ en septembre 2026, un niveau inédit depuis la crise souveraine de 2011 et désormais comparable à celui de la Grèce. Le renchérissement des taux provoque alors une augmentation spectaculaire de la charge d'intérêt de la dette qui a bondi de près de 20% en un an¹⁰ et franchira vraisemblablement les 100 Mds€¹¹ dès 2029.

Cependant, le pic de la charge de la dette n'est pas derrière nous, il est devant. Pour le quantifier, cette note s'appuie sur un important travail de projection : Hémisphère Droit a modélisé la trajectoire de la dette et de sa charge à l'horizon 2032, selon plusieurs scénarios de taux et de politiques budgétaires. Le résultat est sans appel : la France s'enfonce dans tous les scénarios quel que soit l'effort budgétaire consenti, jusqu'au point où la charge de la dette absorberait l'essentiel de ses recettes de l'État¹² (entre 38 et 42%)¹³, paralysant largement l'action du gouvernement et rendant probable sinon nécessaire l'intervention d'institutions internationales, dans le meilleur des cas.

Contrairement à une idée répandue, son secours ne viendrait pas du FMI, mais de l'Union européenne et de la Banque centrale européenne en premier lieu, au prix d'une tutelle de fait où pèserait d'abord l'initiative allemande. Pour éviter ce scénario, Hémisphère Droit propose une approche souveraine ambitieuse, actionnant les derniers leviers dont la France dispose pour restaurer sa crédibilité financière lors du prochain quinquennat.

¹ Conférence de presse de Mme Carine Camby, présidente de la première chambre de la Cour des comptes, 25 juin 2026 ([lien](#))

² Déclaration des services à l'issue de la mission de 2026 au titre de l'article IV en France, FMI, 21 mai 2026 ([lien](#))

³ World Economic Outlook, FMI, avril 2026 ([lien](#))

⁴ Études économiques de l'OCDE : France 2026, OCDE, juin 2026 ([lien](#))

⁵ Rapport 2026 pour la France, Commission européenne, juin 2026 ([lien](#))

⁶ La situation et les perspectives des finances publiques, Cour des comptes, juin 2026 ([lien](#))

⁷ Projet de loi de finances pour 2026 ([lien](#))

⁸ Projet de loi de finances pour 2026 et Loi de programmation militaire année 3 ([lien](#))

⁹ Historique des adjudications de l'Agence France Trésor, fin septembre 2026 ([lien](#))

¹⁰ 65 Mds € en 2025 contre 77,4 Mds € en 2026 soit +19,1%

¹¹ La situation des finances publiques début 2026, Cour des comptes, février 2026 ([lien](#))

¹² Recettes nettes du budget général de l'État en 2026 à 325 Mds€, Loi de finances initiales 2026 ([lien](#))

¹³ Nos scénarios projettent entre 137 et 156 Mds€ de charge en 2032, recette du budget général de l'État en 2026 à 325 Mds €, hypothèse d'évolution des recettes en intégrant les lois de programmation pluriannuelles et une croissance annuelle de 2% des dépenses de fonctionnement

RAPPEL DES FAITS

Aucun président de la République n’a réduit le stock de dette publique depuis 1981 : celui-ci passe de 114 Mds€ à 3 610 Mds€, soit une multiplication par 32 en 45 ans (Figure 01). Rapporté à la richesse produite, le ratio progresse de 21% à 118% de 1981 à 2026 : la dette a été multipliée par 32 quand le PIB nominal ne l’a été que par 5,7. La dynamique traverse toutes les alternances politiques, avec +588 Mds€ sous François Mitterrand, +568 Mds€ sous Jacques Chirac, +646 Mds€ sous Nicolas Sarkozy, +348 Mds€ sous François Hollande et +1 347 Mds€ sous Emmanuel Macron. Le rythme d’accumulation s’accélère nettement, passant de 42 Mds€ par an entre 1981 et 1995 à 150 Mds€ par an depuis 2017. Les crises expliquent les ruptures de pente, le ratio gagnant 27 points entre 2007 et 2012, mais non la tendance de fond : la période 1995-2002, sans choc macroéconomique majeur, ajoute elle aussi 266 Mds€ au stock. Le seuil de 60% du PIB fixé par le traité de Maastricht est franchi en 2002 et n’a plus été respecté depuis 24 ans. Une augmentation à ce rythme n’est désormais plus soutenable.

LEXIQUE

Charge d’intérêt : paiement des coupons associés à l’assemble des titres de dette émis

Service de la dette : paiement des coupons de la dette et remboursement du capital emprunté

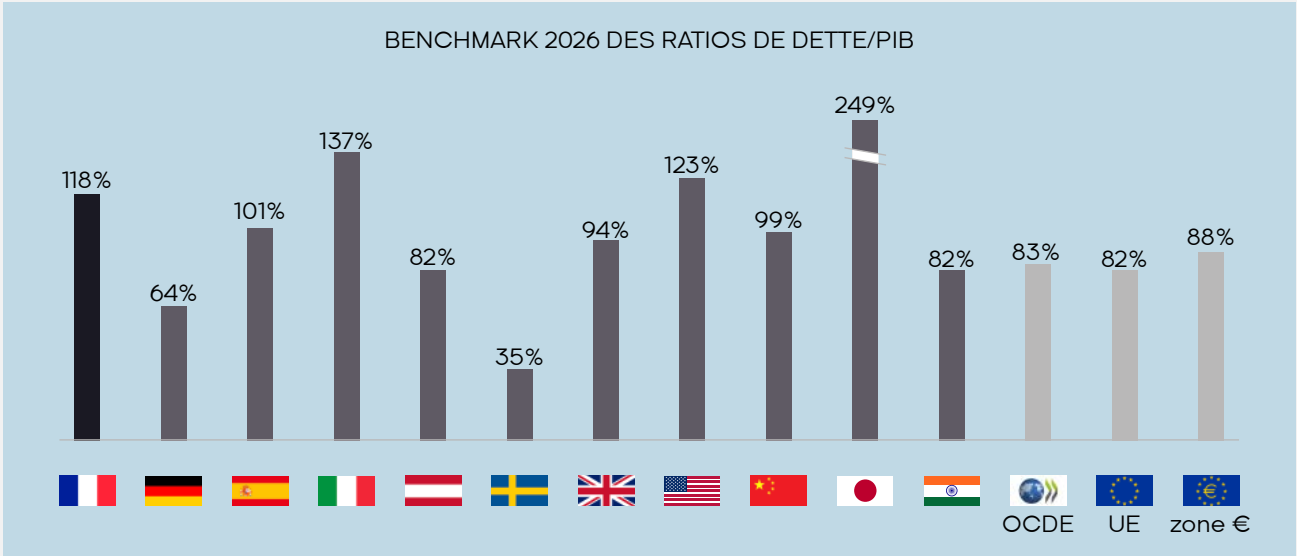
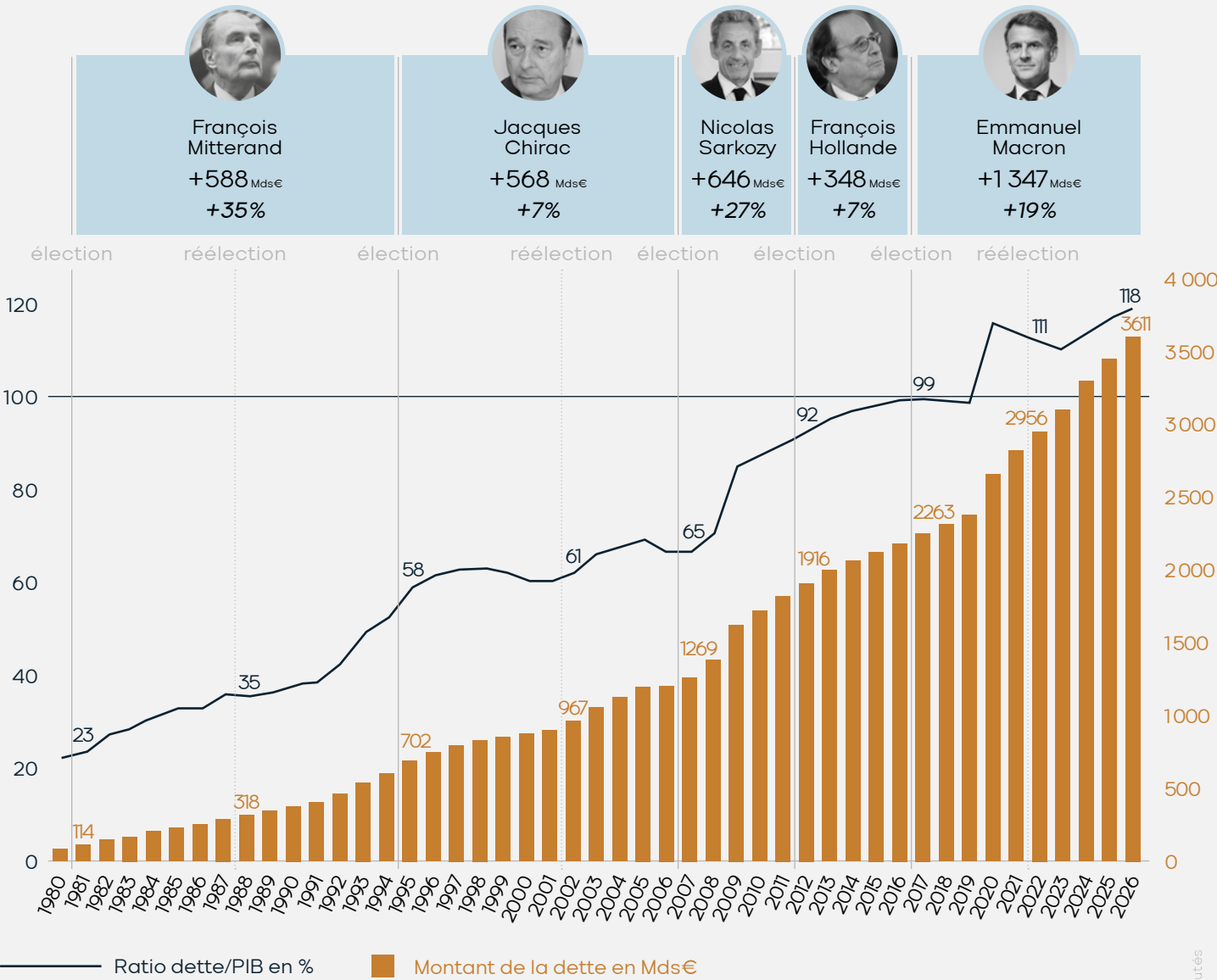
Refinancement (ou roulement) : remboursement du capital emprunté arrivé à échéance par de nouvelles émissions

Besoin de financement : financement du service de la dette et financement du déficit de l’année

Déficit primaire : déficit public hors charge d’intérêt de la dette

Défaut : incapacité de rembourser, à l’échéance prévue, les intérêts ou le capital d’une partie de la dette

FIGURE 01 : ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE/PIB EN FRANCE, EN %, 1980-2026



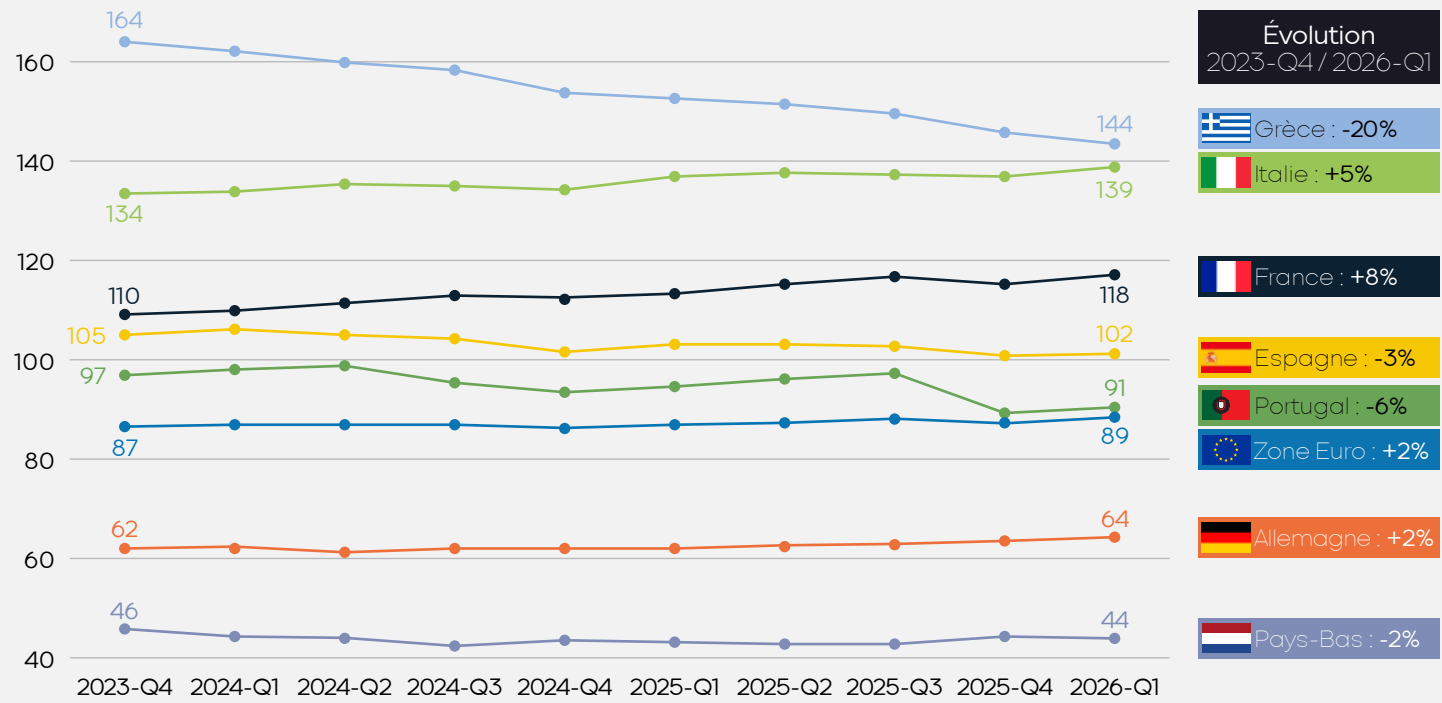
Source du graphique : Gross debt, General government, Domestic currency, World Economic Outlook, FMI, Avril 2026
Source du benchmark : La dette publique au PIB, Trading Economics, Décembre 2025

1. La France s'enferme dans une trappe à dette : à politique inchangée, la charge d'intérêt atteindrait le niveau insoutenable de 156 Mds€ dès 2032

La France est, parmi les grandes économies de la zone euro, celle dont la dette publique progresse le plus vite depuis la sortie de la crise sanitaire. Malgré la relance post-COVID, le ratio de dette français est passé de 110% fin 2023 à 118% du PIB en 2026¹⁴, sans jamais se stabiliser malgré l'absence de choc exogène majeur. Là où la Grèce a effacé 20 points de dette en deux ans, le Portugal 6 et l'Espagne 3, et où l'Allemagne se maintient, la France a encore gagné 8 points : c'est désormais la seule des grandes économies européennes à suivre cette trajectoire (Figure 02)¹⁵. Cette singularité nourrit la défiance des marchés : aucune des principales agences de notation (Figure 03) ne maintient à ce jour une perspective positive sur la dette souveraine française [négative chez Moody's et Scope, stable chez Standard & Poor's et Fitch]¹⁶.



FIGURE 02 : ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE/PIB DEPUIS 2 ANS, EN %, 2023-Q4 / 2026-Q1¹⁷



¹⁴ General government gross debt, Eurostat, 2026
¹⁵ Ibid.
¹⁶ Calendrier des notations de la France, AFT, 2026
¹⁷ Dernières données à date (août 2026)

Source : General government gross debt, Eurostat, 2026 [\[lien\]](#)

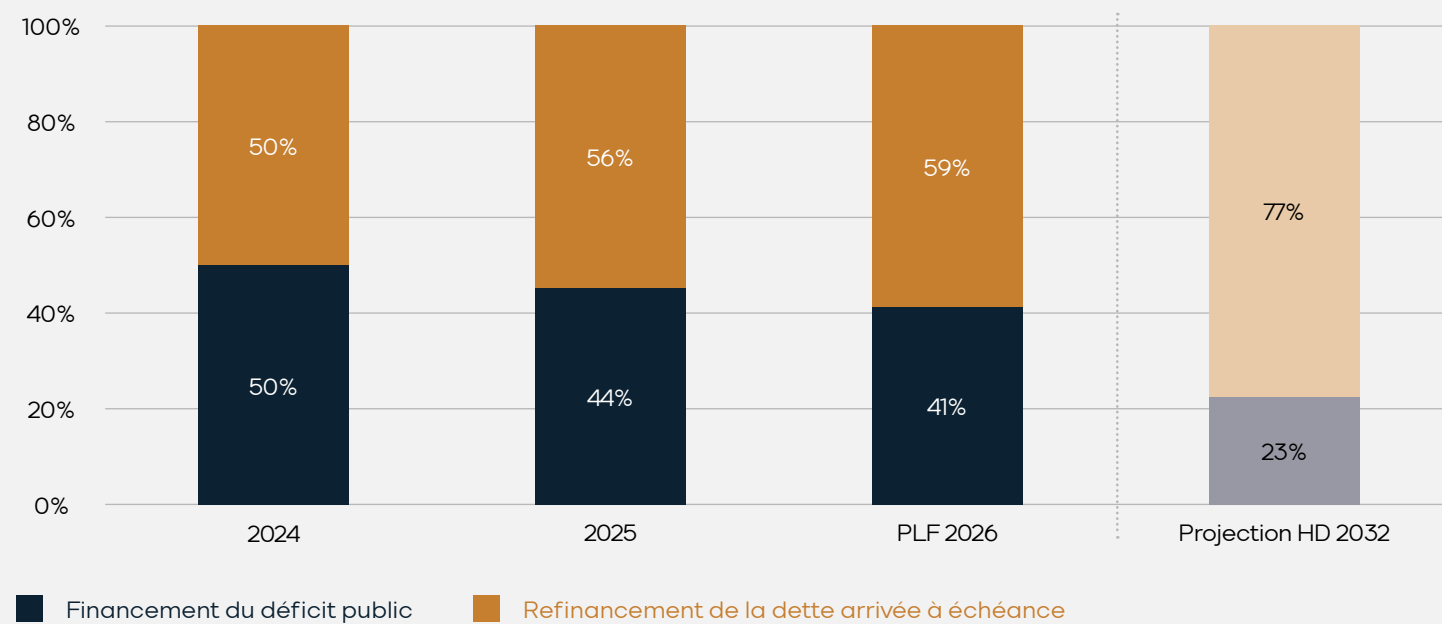
FIGURE 03 : NOTATIONS ET PERSPECTIVES DE NOTATIONS SOUVERAINES DE LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE, PRINCIPALES AGENCES DE NOTATION, AOÛT 2026

Agence	Notation	Perspective de notation	Dernière décision
DBRS	AA	STABLE	20 mars 2026
Fitch	A+	STABLE	6 mars 2026
Moody's	Aa3	NÉGATIVE	10 avril 2026
Standard & Poor's	A+	STABLE	29 mai 2026
Scope	AA-	NÉGATIVE	20 mars 2026
KBRA	AA-	STABLE	12 juin 2026
R&I	AAA	NÉGATIVE	30 mars 2026
JCR	AAA	NÉGATIVE	12 décembre 2025

Source : Calendrier des notations de la France, AFT, 2026

La dette nouvellement émise ne finance plus majoritairement l'action publique ou les déficits : elle refinance le stock hérité du passé. Chaque année, l'État emprunte pour deux raisons distinctes : financer le déficit de l'année et rembourser les emprunts passés qui arrivent à échéance (appelé refinancement). La France ne rembourse en effet jamais sa dette comme un ménage solde un crédit en raison du déficit chronique depuis 1974. Elle réemprunte pour rembourser, et le stock doit ainsi être intégralement renouvelé sur les marchés, tranche après tranche. Or, la part du seul refinancement de la dette ne cesse de s'accroître dans le mix des émissions : 50% en 2024¹⁸, 56% dans le PLF 2026, 59% attendus en 2032¹⁹ (Figure 04). En d'autres termes, sur 100 euros qui seraient alors levés sur les marchés, 77 ne financeraient ni école, ni hôpital, ni déficit nouveau. Ils renouvelleraient uniquement des emprunts passés : l'emprunt ne sert dès lors plus à l'action publique, il entretient la machine. La conséquence est décisive : même un retour rapide à l'équilibre primaire (un budget à l'équilibre avant paiement des intérêts), politiquement explosif, ne suffirait pas à stabiliser le besoin de financement, désormais nourri par l'entretien du stock lui-même.

FIGURE 04 : ÉVOLUTION DU BESOIN EN FINANCEMENT ANNUEL DE L'ÉTAT, PAR NATURE, 2024-2032



Source 2024 et 2025 : Besoins et ressources de financement de l'État en 2026 et point sur l'année 2025, AFT, 14/10/2025

Source 2026 : PLF 2026

Source 2032 : Modèle Hémisphère Droit, scénario constant (croissance constante, déficit constant, taux à 4,00%)

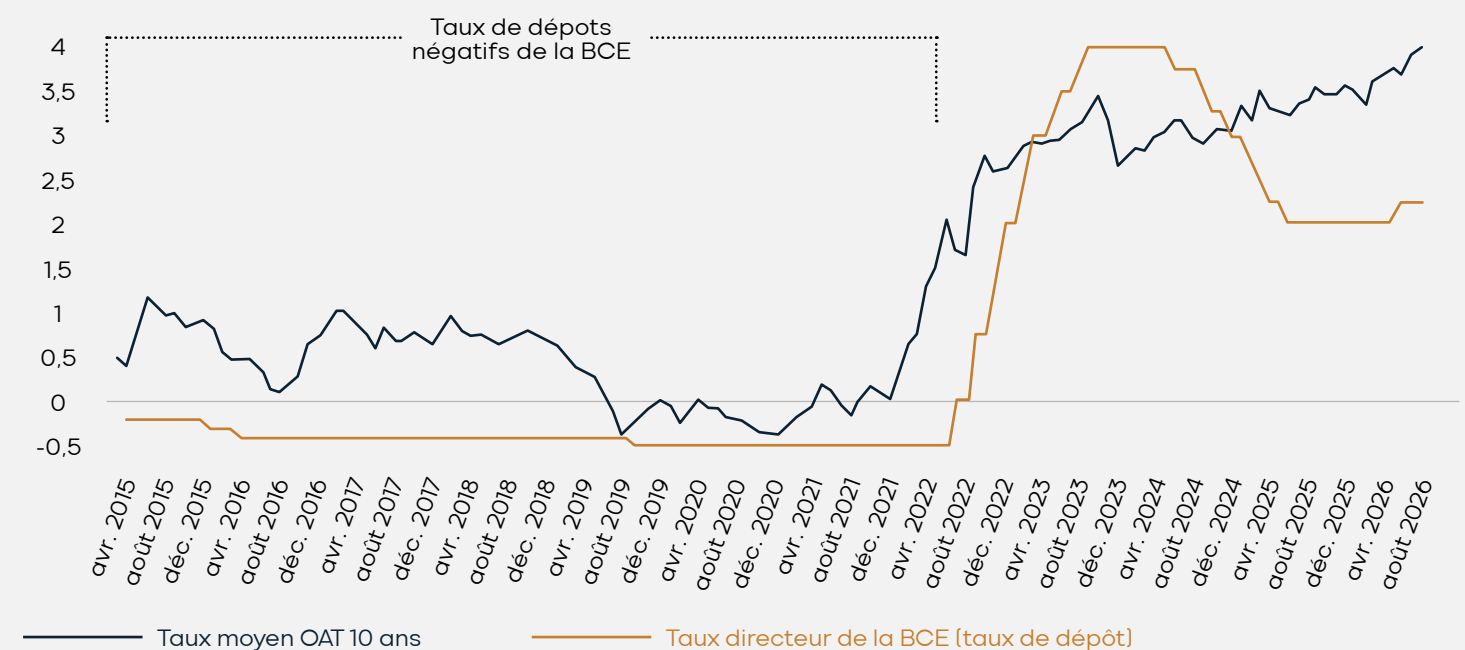
¹⁸ Besoins et ressources de financement de l'État en 2026 et point sur l'année 2025, AFT, 14/10/2025

¹⁹ Modèle Hémisphère Droit, scénario constant (croissance constante, déficit constant, taux à 4,00%)

²⁰ Le taux de dépôt est le taux directeur déterminant : il rémunère les liquidités que les banques déposent à la banque centrale et fixe ainsi le plancher des taux de marché.

La parenthèse des taux bas s'est durablement refermée, et la charge s'alourdit désormais de façon mécanique avec le renchérissement des taux. De 2015 à 2022, le taux de dépôt²⁰ de la Banque centrale européenne est resté en territoire négatif, jusqu'à -0,50% ; il s'établit aujourd'hui autour de 2,00%, après un point haut à 4,00% en 2023 (Figure 05). Le coût d'emprunt de l'État suit ce mouvement. Le taux de l'OAT à 10 ans, proche de zéro entre 2019 et 2021, dépasse durablement 3% depuis 2023 (Figure 05). S'y ajoute une composante propre à la France (dégradation de la note, instabilité politique, dépenses incompressibles, modèle social) : le *spread*, écart de taux entre la France et l'Allemagne, référence de la zone euro, est passé de 24 points de base en 2021 à 79 points de base en 2026, la rupture s'opérant notamment à la dissolution de l'Assemblée nationale en juin 2024 (Figure 06). Alors que la BCE a ramené sa facilité permanente de dépôt de 4,00% en septembre 2023 à 2,00% depuis 2024, les émissions françaises ne cessent de se renchérir, avec un coupon approchant, voire dépassant parfois, les 4% au deuxième trimestre 2026 : la baisse des taux ne bénéficie donc plus à la France (Figures 05 et 06). De plus, rien ne laisse entrevoir une baisse des taux directeurs de la BCE tant demeurent les pressions inflationnistes à l'échelle communautaire, du fait notamment du renchérissement des prix de l'énergie résultant des tensions au Moyen-Orient et des choix énergétiques européens. Mécaniquement, la charge de la dette augmente par la conjugaison de l'accumulation des déficits et de la hausse des coûts de financement. Elle passe d'environ 32 Mds€ en 2021 à plus de 60 Mds€ début 2025, soit son niveau de 2012 pour un encours de dette presque doublé (Figure 07).

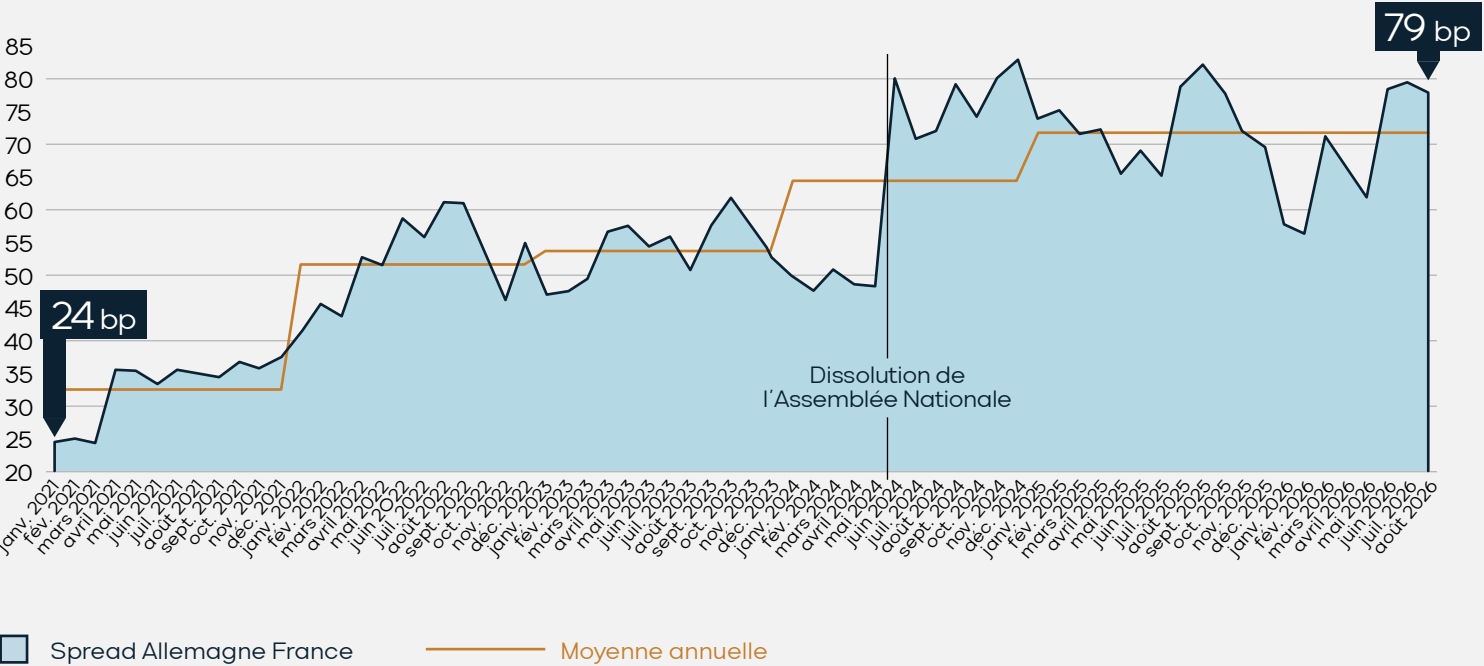
FIGURE 05 : COMPARAISON ENTRE LE TAUX DIRECTEUR DE LA BCE ET LE TAUX MOYEN DE RENDEMENT DE L'OBLIGATION FRANÇAISE À 10 ANS, EN %, 2015-2026



Source taux directeur : Taux directeurs de la Banque centrale européenne, Banque de France, 2026

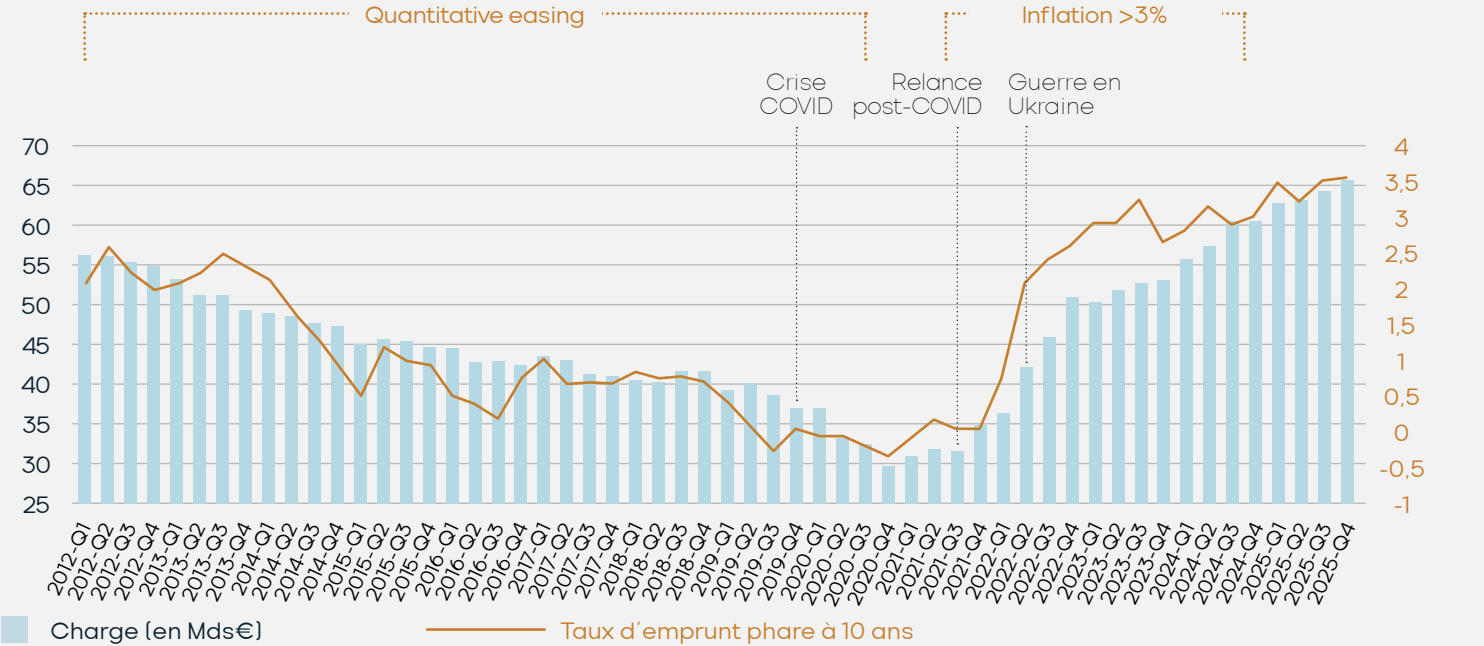
Source taux OAT 10 ans : Taux de l'emprunt phare à 10 ans, Banque de France, 2026 ([lien](#))

FIGURE 06 : SPREAD DE TAUX DES OBLIGATIONS FRANCE / ALLEMAGNE, EN POINTS DE BASE, 2021-2026



Source : spreads calculés à partir des taux de rendement des obligations 10 ans de la France et de l'Allemagne à la fermeture au 1^{er} du mois, Trading Economics, 2026

FIGURE 07 : COMPARAISON ENTRE LE TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME ET LA CHARGE DE LA DETTE, EN MDS€ ET EN %, 2021-2025²¹



Source charge : Government interest expenditure, European Central Bank, 2026 [\[lien\]](#)

Source taux : Taux de l'emprunt phare à 10 ans, Banque de France, données à chaque début de trimestre de T1 2012 à T1 2026 [\[lien\]](#)

²¹ Limite en 2025-Q4 liée à la disponibilité de la donnée à date au moment de la rédaction de la note

PROJECTIONS D'HÉMISPHERE DROIT

Hémisphère Droit a construit un modèle de projection des finances publiques françaises à horizon 2032, adossé aux trajectoires de la loi de programmation des finances publiques, aux lois de programmation sectorielles et aux dynamiques tendancielles de dépenses et de recettes. Hémisphère Droit a choisi **trois scénarios** afin de **mesurer la sensibilité de la dette et de sa charge à l'effort budgétaire retenu**, seule variable qui les distingue. Les trois scénarios partagent une hypothèse de taux commune et volontairement prudente. Le taux moyen de refinancement de la dette est fixé à 4,0% sur l'ensemble de la période, soit le niveau atteint par l'OAT à 10 ans à l'été 2026 : la projection n'intègre donc aucune dégradation supplémentaire des conditions de financement de l'État. Ce taux est porté à 4,5% dans le seul scénario de crise. La croissance retenue est celle du FMI dans son *World Economic Outlook* d'avril 2026.

- **Scénario constant** : Aucun ajustement n'est engagé. Le déficit primaire est maintenu à son niveau de 2026, soit 2,9% du PIB, sur toute la période. Le déficit public se dégrade alors mécaniquement, sous le seul effet de la progression de la charge d'intérêts.
- **Scénario équilibre primaire** : L'État ramène progressivement son déficit primaire à zéro dès 2030. Le déficit primaire désigne le déficit public calculé hors charge de la dette : atteindre l'équilibre primaire signifie donc couvrir l'ensemble des dépenses par les recettes, à l'exception des coupons versés aux créanciers. Cette trajectoire suppose un effort continu, sans rupture de croissance.
- **Scénario équilibre primaire + crise économique** : Le même effort d'ajustement est retenu, mais un choc exogène se traduisant ponctuellement par une dégradation du solde budgétaire vient l'interrompre. Le choc sur les finances publiques peut se traduire par une hausse des dépenses, sociales par exemple, concourant à un renchérissement des conditions de financement de l'État, dont le taux moyen de refinancement pourrait être porté à 4,5%. L'ajustement budgétaire reprend ensuite, mais le retard accumulé ne se rattrape pas : la charge de la dette reste durablement supérieure à celle du scénario central. À noter : nous n'avons volontairement pas dégradé la croissance pour ne pas impacter le ratio dette/PIB à court terme.

Aucune de nos projections ne fait apparaître de diminution du ratio de dette / PIB à l'horizon 2032 quel que soit le scénario retenu. Dans chaque scénario, la charge d'intérêt s'établit entre 137 et 156 Mds€ en 2032, et le ratio de dette entre 123% et 137% du PIB.

FIGURE 08 : PROJECTION DU RATIO DE DETTE/PIB ET DE LA CHARGE POUR CHAQUE SCÉNARIO, EN MDS€, EN %, 2026-2032

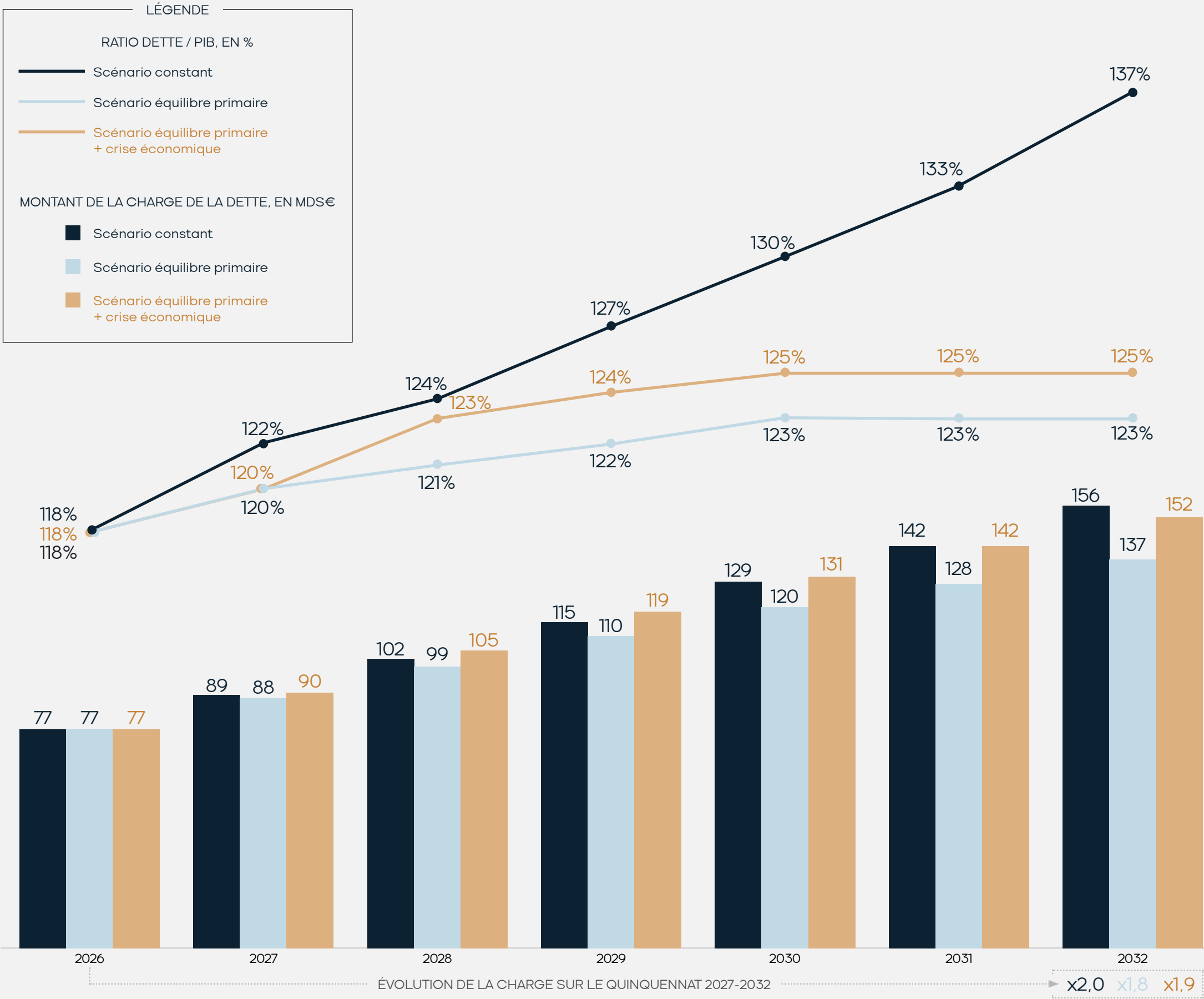
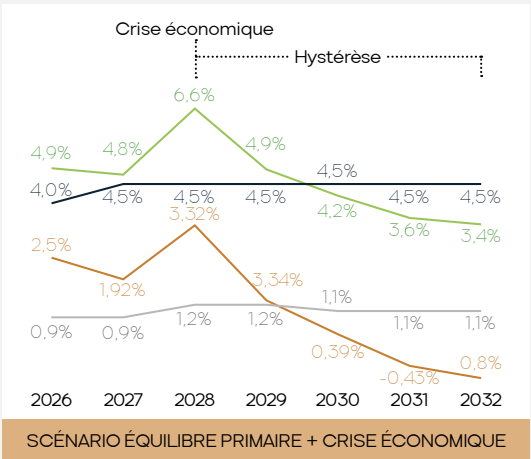
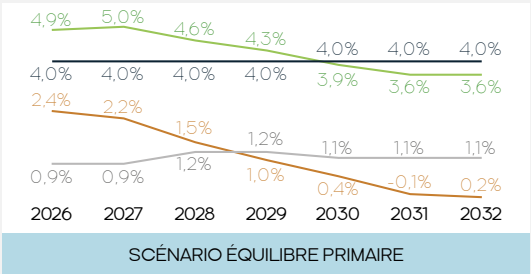
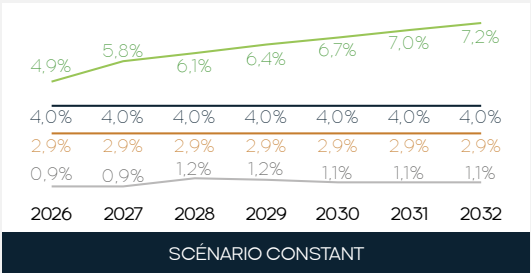
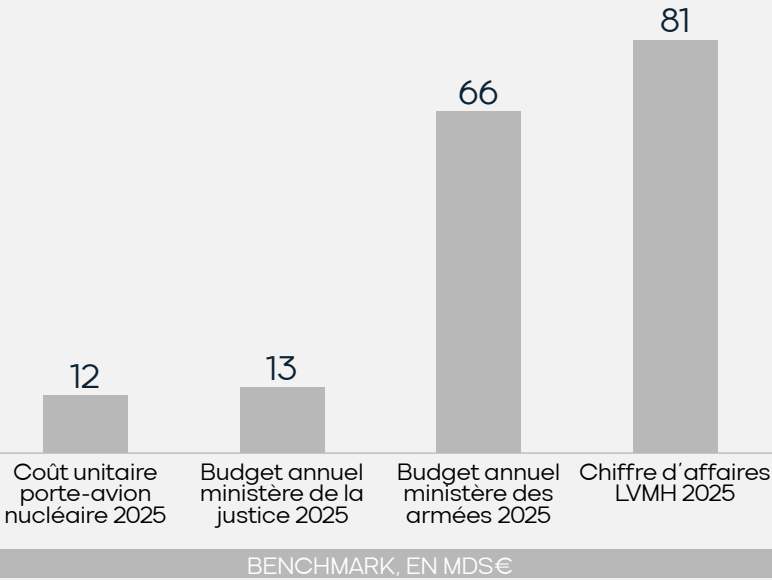


FIGURE 09 : SCÉNARIOS, EN %, 2026-2032



Déficit public (% PIB) Déficit primaire (% PIB)

Taux moyen de refinancement de la dette Croissance du PIB



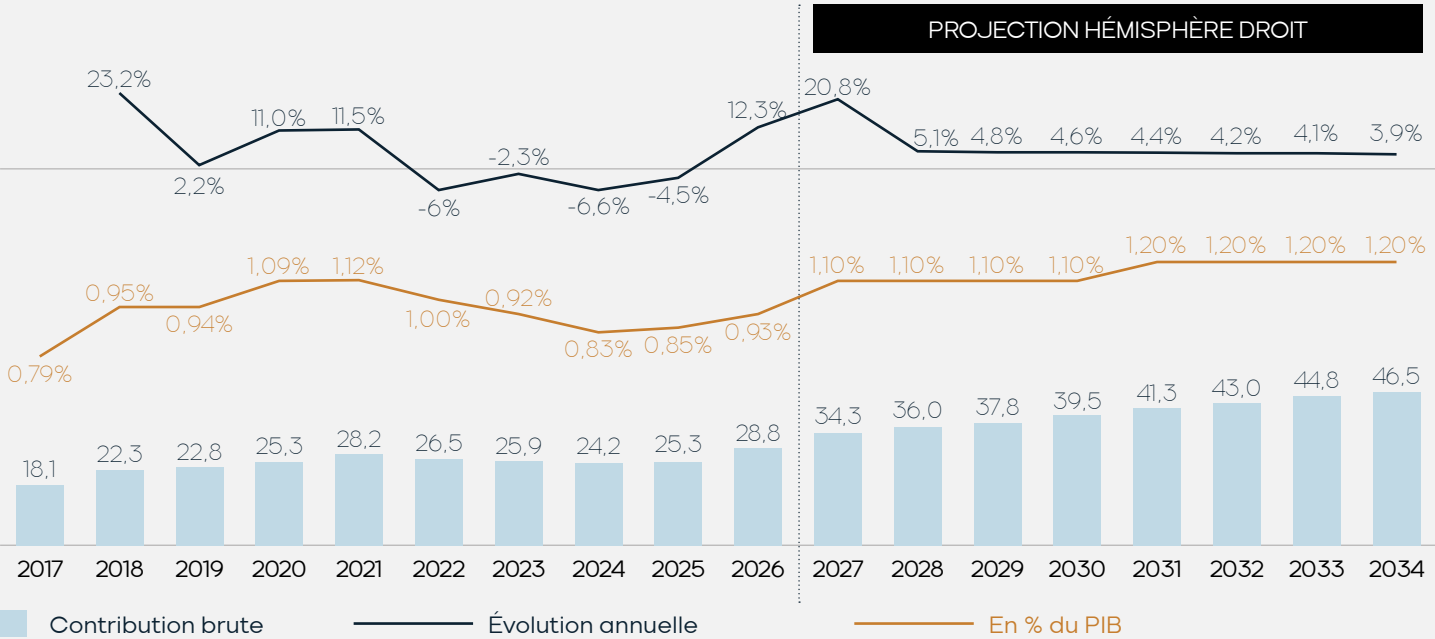
2. Le retour à l'équilibre budgétaire primaire des administrations publiques, qui représenterait un effort budgétaire ambitieux de près de 90 Mds€²² en 2026, ne suffit même plus pour entamer un désendettement

L'atteinte de l'équilibre primaire à court et moyen terme est particulièrement ambitieuse. Pour rappel, le déficit primaire désigne le déficit public calculé hors charge de la dette. Atteindre l'équilibre primaire signifie donc équilibrer les comptes publics sans tenir compte du coût de la dette, c'est-à-dire couvrir l'ensemble des dépenses de l'État par ses recettes, à l'exception des intérêts versés aux créanciers. Or, un tel effort de consolidation se heurte à une part croissante de dépenses contraintes, difficilement compressibles. La multiplication des lois de programmation sectorielles et pluriannuelles en constitue le premier bloc : la loi de programmation militaire (LPM 2024-2030) en tête (413 Mds€), complétée par la loi d'orientation et de programmation du ministère de l'Intérieur (LOPMI 2023-2027) pour la sécurité intérieure (15 Mds€) et la loi de programmation de la recherche (LPR 2021-2030) pour la recherche (25 Mds€), verrouillent par la loi une trajectoire ascendante des dépenses sur toute la décennie. S'y ajoute la contribution française au budget de l'Union européenne, qui passerait selon nos estimations d'environ 28 Mds€²³ en 2026 à 43 Mds€²⁴ en 2032 (Figure 10), elle aussi peu réversible sans véritable élan politique. S'y ajoute enfin la masse des dépenses sociales représentant près de 57%²⁵ des dépenses publiques, dont l'effet de cliquet propre aux droits acquis rend tout retour en arrière politiquement sensible.

Le retour à l'équilibre primaire ne sera pas rendu possible sans l'instauration d'un principe budgétaire ferme, en complément d'une baisse massive des dépenses. L'effort budgétaire à fournir afin d'atteindre l'équilibre primaire pour la seule année 2026 est de plus de 90 Mds€²⁶ soit plus de 7 fois le budget du ministère de la justice en 2026²⁷. Un tel effort répété tous les ans nécessite une règle de discipline volontairement simple : Hémisphère Droit propose d'instaurer un plafond de croissance des dépenses publiques à 1% par an (face à une progression tendancielle des recettes de l'ordre de 2 % par an). Le différentiel mécanique d'un point, reconduit chaque année, constitue le moteur de la réduction des déficits, et inverse précisément la dynamique des vingt dernières années, où les dépenses progressaient de 3,1% et les recettes de 2,9% chaque année, creusant le déficit de 0,2 point par an²⁸. Un tel plafond marque une rupture franche, mais il a été tenu sur longue période par plusieurs économies comparables, la Suède entre 1990 et 2010²⁹, les Pays-Bas dans les années 2000³⁰, l'Allemagne depuis sa règle d'or constitutionnelle³¹ en 2009. La force de cette règle tient à sa lisibilité : contrôlable année après année par le Parlement, suivie en exécution par la Cour des comptes. Au-delà de cette règle, un effort de l'ordre de 90 Mds€ par an reste nécessaire. Les dépenses sociales, qui représentent 57% de la dépense publique, constituent le principal gisement d'économies : Hémisphère Droit y consacrera une note à l'automne 2026³².

FIGURE 10 : HISTORIQUE ET PROJECTION DE LA CONTRIBUTION FRANÇAISE AU BUDGET DE L'UNION EUROPÉENNE, EN MDS€, 2017-2034

											PROJECTION HÉMISPHERE DROIT							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Contri-bution brute	18,1	22,3	22,8	25,3	28,2	26,5	25,9	24,2	25,3	28,8	34,3	36,0	37,8	39,5	41,3	43,0	44,8	46,5
Évolution annuelle	/	23,2%	2,2%	11,0%	11,5%	-6%	-2,3%	-6,6%	-4,5%	12,3%	20,8%	5,1%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	3,9%
En % du PIB	0,79%	0,95%	0,94%	1,09%	1,12%	1,00%	0,92%	0,83%	0,85%	0,93%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%



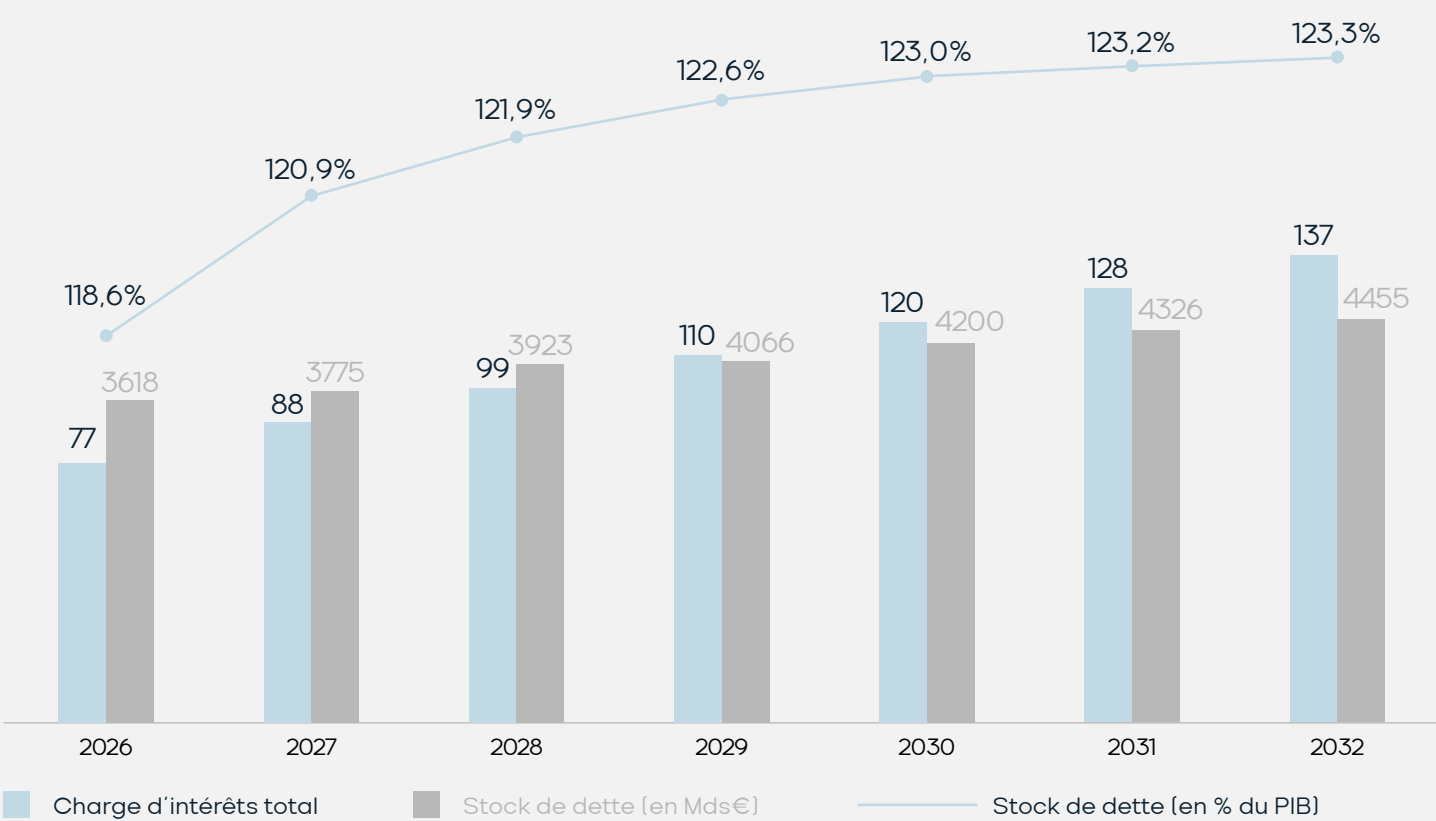
Note de la Figure : Avant 2027 : montant effectivement versé, arrêté au travers des lois de finances annuelles 2027 : projections HD basées sur le reste à verser au titre du CFP 2021-2027 de la Commission européenne À partir de 2028 : Projections HD suite au CFP 2028-2034 de la Commission européenne, 2025

²² Incluant le déficit de l'Etat et de la Sécurité sociale, à laquelle s'ajoute une charge à 77 Mds € - perspective concordante du modèle HD et de la Cour des Comptes dans sa Situation et les perspectives des finances publiques, juin 2026 (lien). ²³ Loi de finance 2025 ²⁴ Projections HD suite au CFP 2028-2034 de la Commission européenne, 2025 ²⁵ Que financent 1000€ d'impôts ?, INSEE/DG Trésor, 2024 (lien)

²⁶ Plus de 60 Mds€ de déficit primaire pour le seul budget de l'Etat, auxquels s'ajoutent plus de 25 Mds€ de déficit de la Sécurité sociale envisagé ²⁷ Budget de l'Etat, dépenses par ministère, 13 Mds€ pour la justice, 2026 (lien) ²⁸ Moyenne CAGR des dépenses publiques et recettes publiques sur les 30 dernières années ²⁹ Trésor-éco : quelles leçons tirer aujourd'hui de la crise des années 1990 en Suède ?, Direction générale du trésor, 2012 ³⁰ Après vingt-cinq années de déficit, les Pays-Bas renouent avec l'excédent budgétaire, Les Échos, 2000 ³¹ Règle d'équilibre budgétaire obligatoire à valeur constitutionnelle, instaurée en Allemagne depuis 2009 ³² Voir hemispheredroit.fr

Le retour à l'équilibre primaire est une condition nécessaire mais non suffisante à la stabilisation de l'endettement. Une intuition répandue veut que la trajectoire du ratio dette / PIB dépende avant tout de la croissance : un dénominateur (le PIB) assez vigoureux allégerait mécaniquement le poids du numérateur (la dette). Or, il est essentiel de rappeler que le pari d'une croissance vigoureuse pour réduire ce ratio est illusoire : aucune dynamique de croissance réaliste ne saurait, à l'heure actuelle, contrebalancer un déficit primaire structurel reconduit année après année, d'autant que les perspectives de croissance restent modestes à 0,7%³³ pour 2026. **Pire encore, même un retour à l'équilibre primaire dès 2030 ne permettrait ni de réduire l'endettement ni d'alléger la charge** (Figure 11) : selon nos projections (scénarios d'équilibre primaire - sans crise économique et reprise de la croissance - et scénario d'équilibre primaire avec crise)³⁴, un tel scénario, qui suppose une reprise de la croissance à 1,1% annuel et un effort budgétaire de 90 Mds€ annuels en base 2026 que la France n'a jamais entrepris dans son histoire récente, porterait la charge d'intérêt à 137 Mds € en 2032 et le ratio de dette/PIB à 123%. **De tels niveaux introduisent la possibilité d'une crise obligataire.**

FIGURE 11 : TRAJECTOIRE D'ENDETTEMENT ET DE LA CHARGE DE NOTRE SCÉNARIO D'ÉQUILIBRE PRIMAIRE (SANS AUCUNE CRISE ÉCONOMIQUE ET AVEC UNE REPRIS DE LA CROISSANCE), PROJECTION HD, 2026-2032



³³ Lettre au président de la République, Banque de France, mai 2026 ([lien](#))
³⁴ « Modèle Hémisphère Droit », scénario retour équilibre primaire en 2030

Source : Modèle Hémisphère Droit, scénario retour équilibre primaire en 2030

3. Cette trajectoire désastreuse expose la France à un risque de mise sous tutelle allemande, par le biais de la BCE et de la Commission européenne

En cas de crise obligataire, ce n'est pas le FMI, mais la BCE, qui interviendrait en première ligne avec de lourdes conditions. Une crise obligataire survient lorsque les investisseurs perdent confiance dans la capacité d'un État à rembourser sa dette et exigent des taux d'intérêt très élevés pour continuer à lui prêter. Le renchérissement du financement aggrave alors la situation qui l'a provoqué, jusqu'à ce que l'État ne parvienne plus à emprunter aux conditions du marché. Contrairement à une idée répandue, un pays de la zone euro en difficulté ne se tourne pas d'abord vers le FMI, lequel n'agit jamais de sa propre initiative mais uniquement à la demande de l'État concerné. Ce dernier n'est intervenu dans la zone euro qu'en cofinanceur minoritaire, aux côtés des mécanismes européens, lors des crises grecque, irlandaise et portugaise³⁵. Le premier filet, ce serait la BCE, comme en Italie à l'été 2011, puis, pour toute aide financière, les mécanismes européens placés sous la surveillance de la Commission. Or ce soutien n'est jamais sans contrepartie : il est subordonné à un programme d'ajustement. La lettre adressée par la BCE à Rome en 2011³⁶, comme les plans grec, irlandais et portugais (Figure 12), ont conditionné l'aide à une consolidation budgétaire sévère et à des réformes structurelles imposées, notamment des privatisations, des baisses de salaires d'agents publics ou des baisses de pensions. L'aide se paie en conditionnalité.

FIGURE 12 : EXEMPLES DE PROGRAMMES DE RACHAT D'OBLIGATIONS SOUMIS À DES CONDITIONNALITÉS DANS LA ZONE EURO, GRÈCE, IRLANDE, PORTUGAL, 1^{ER} JANVIER 2012

	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE
Montant (en Mds€)	110	85	78
Bailleurs	- BCE (Securities Markets Programme) - États de la zone euro (prêts bilatéraux) - FMI	- BCE et Commission (Fonds européen de stabilité financière, Mécanisme européen de stabilité financière) - États de la zone euro (prêts bilatéraux) - FMI	- BCE et Commission (Fonds européen de stabilité financière, Mécanisme européen de stabilité financière) - FMI
Durée	3 ans Mai 2010 - juin 2013	3 ans Novembre 2010 - décembre 2013	3 ans Mai 2011 - juin 2014
Conditionnalité	- Soutien aux banques de 10 Mds€ - Ajustement budgétaire de 8% du PIB dès la 1 ^{ère} années, 4% la 2 ^{ème} année, 2% la 3 ^{ème} année - Réformes structurelles pour améliorer la compétitivité, programme de privatisations, réduction de l'emploi et des salaires dans le secteur public, réforme des retraites, réforme de la réglementation et du contrôle bancaires	- Soutien aux banques de 35 Mds€ - Ajustement budgétaire de 10% du PIB - Déficit excessif à corriger sous 5 années - Réformes structurelles du marché du travail et politique salariale	- Soutien aux banques de 12 Mds€ - Ajustement budgétaire de 10% du PIB - Déficit excessif à corriger sous 2 années - Réformes structurelles pour accroître la croissance potentielle

³⁵ La crise de la dette souveraine, Banque de France, mai 2012 ([lien](#))
³⁶ Quand la BCE dicte ses conditions à l'Italie, La Tribune, 2011

Source : La crise de la dette souveraine, Banque de France, mai 2012 ([lien](#))

Cette intervention européenne reste cependant étroitement encadrée. Le mandat de la BCE, borné par les traités, reste centré sur la seule stabilité des prix³⁷, et l'article 123 du TFUE lui interdit formellement de financer les États³⁸ par le canal de la monétisation du déficit : elle ne s'en écarte qu'en cas de crise systémique commune à la zone euro. Aujourd'hui, sa marge est plus étroite que jamais. Le bilan de l'Eurosystème, à 6 293 Mds€ fin 2025, est en cours de réduction³⁹, et le Conseil des gouverneurs a relevé ses taux le 17 juin 2026 face à une inflation de 3%⁴⁰. Un stress financier français, compte tenu de la taille de notre dette, serait bien plus difficile à absorber que celui de l'Italie. Il est donc à prévoir, dans la mesure où l'intervention serait plus lourde de conséquences, des conditionnalités plus strictes pour la France.

Dans ces conditions, le risque d'une quasi-tutelle allemande devient plausible. Toute assistance européenne suppose l'accord des États créanciers, au premier rang desquels l'Allemagne, première économie de l'Union et gardienne traditionnelle de l'orthodoxie budgétaire, dont la propre dette demeure autour de 64% du PIB⁴¹ (soit 54 points de moins que la France à 118% du PIB et potentiellement 72% de moins en 2032 selon notre scénario constant). La conditionnalité placerait alors, de fait, les choix budgétaires français sous surveillance extérieure, et notamment à Berlin, sans qui aucun plan ne serait susceptible d'être adopté. Les programmes grec, irlandais et portugais ont montré jusqu'où cette supervision peut s'immiscer dans les politiques nationales, du niveau des salaires publics à l'âge de la retraite. Pour écarter cette perte définitive de souveraineté, la France doit agir tant qu'elle tient encore l'initiative. C'est tout l'objet des leviers présentés dans la partie suivante.



³⁷ Article 127, alinéa 1, Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ; Le mandat de la BCE vu à travers le prisme de la nouvelle stratégie monétaire, Banque de France, 2021

³⁸ Article 123, alinéa 1, Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne

³⁹ Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem, BCE, 2026 ; BCE : l'arrêt du Quantitative Tightening n'est pas à l'ordre du jour, CPR Asset Management, 2025

⁴⁰ Taux directeurs de la Banque centrale européenne, Banque de France, 2026 ; Déclaration de politique monétaire, Conférence de presse de Christine Lagarde, 2026

⁴¹ General government gross debt, Eurostat, 2026

4. Ce scénario catastrophe n'est pas une fatalité : le recours à certains outils financiers couplé au retour à l'équilibre budgétaire primaire permettraient d'amorcer le désendement dès 2030

La France dispose d'une palette d'instruments conventionnels que l'Agence France Trésor peut mobiliser immédiatement. Six leviers sont actionnables et permettraient d'émettre de nouveaux titres à un taux d'intérêt préférentiel, notamment pour dégager des marges de manœuvre budgétaire et enclencher un cercle vertueux de redressement des comptes publics, conjurant ainsi l'effet boule de neige de la charge d'intérêt sur la dégradation des finances publiques. Là où la trajectoire des taux est subie (la BCE et les marchés étant indépendants), construire un mix d'instruments conventionnels d'émission constitue une variable de décision pleinement souveraine. Le tableau (Figure 13) ci-dessous les récapitule.

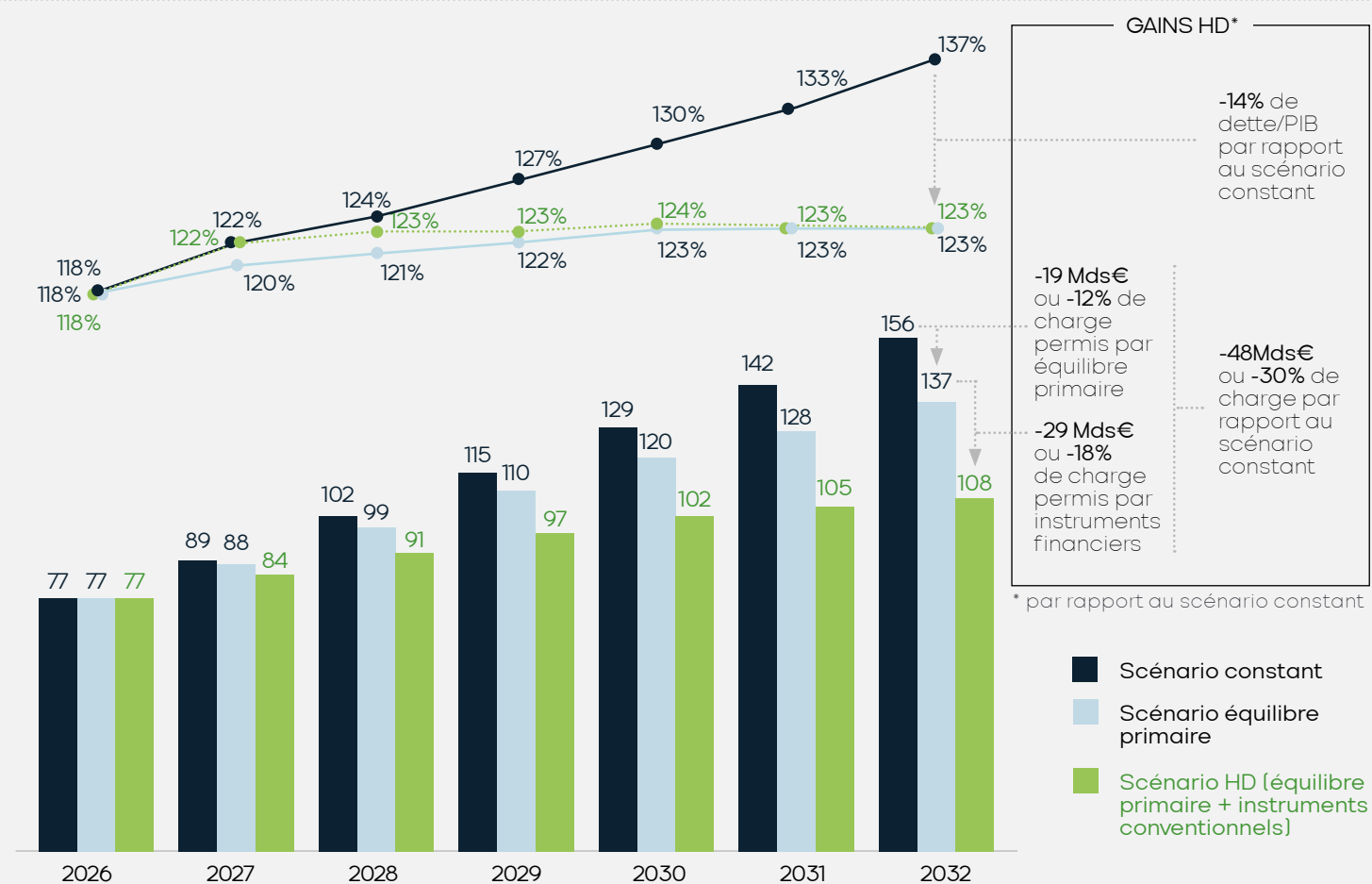
FIGURE 13 : INSTRUMENTS D'ÉMISSIONS PROPOSÉS PAR HÉMISPHERE DROIT POUR CONSTRUIRE UNE STRATÉGIE SOUVERAINE DE GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE

Instrument	En quoi il consiste	Avantage par rapport à un titre classique	Exemples de recours
Décote d'émission	Titre à coupon faible voire nul, compensé par un principal plus élevé à l'échéance : l'État décaisse moins à court terme se laissant des marges de manœuvre budgétaire pour redresser ses comptes et son économie.	Taux plus faible à court terme	France (démembrement des OAT depuis 1991, obligations zéro-coupon), USA (2021), Espagne (2026), Royaume-Uni (2023), Allemagne (2026), Pays-Bas (2022)
Titres indexés sur la croissance	A la différence des OATi indexés sur l'inflation, titre dont le service est indexé sur la croissance du PIB, encadré par un plancher et un plafond : l'État paie peu en cas de ralentissement, davantage en cas de forte croissance.	Taux plus faible en cas de croissance faible	Argentine (2005), Grèce (2012), Ukraine (2015 et 2024)
Emprunt national	Financement direct auprès de l'épargne des ménages, à un taux situé entre l'épargne réglementée et les taux de marché, éventuellement assorti d'un avantage fiscal.	Taux plus faible	France (Giscard 1973, Balladur 1993), Italie, Belgique
Titres en devises étrangères	Titre émis dans une devise autre que l'euro (dollar, yen, yuan) pour diversifier la base d'investisseurs et tirer parti d'une éventuelle dépréciation, avec couverture de change (à l'instar de ce que fait déjà la CADES).	Taux plus faible en cas de dépréciation	Émetteurs recourant aux samurai bonds (yen) et panda bonds (yuan) ; la France émet aujourd'hui exclusivement en euro
Créances collatéralisées	Titre émis adossé à des actifs financiers publics donnés en garantie pour réduire la prime de risque, et donc le taux servi.	Taux plus faible	Pays latino-américains via les obligations Brady (Mexique notamment)
Financement hors-bilan via SPV	Financement de projets stratégiques (autoroute, nucléaire, militaire,...) dans une entité juridique dédiée, sans l'inscrire au bilan de l'État au sens de Maastricht.	Endettement non-comptabilisé dans la dette publique	Allemagne (KfW), Autriche (ASFINAG)

Hémisphère Droit propose de combiner simultanément deux leviers qui allègerait la charge et la dette. Le retour à l'équilibre primaire freine la progression de l'encours de dette, et donc du ratio de dette sur PIB. Le recours aux instruments conventionnels de gestion de la dette cités ci-dessus permet, quant à lui, d'agir sur le coût de cet encours, et donc sur la charge.

- **Premier levier :** le retour à l'équilibre primaire d'ici à 2030 réduirait la charge de 19 Mds€ en 2032. En cessant d'emprunter pour financer ses dépenses courantes, l'État limite le volume de dette nouvelle à financer. La charge s'établit alors à 137 Mds€ en 2032, contre 156 Mds€ dans le scénario constant, soit 12% de moins (Figure 14), selon une hypothèse de taux moyen pondéré de 4,0% sur les nouvelles dettes émises.
- **Second levier :** les instruments conventionnels de gestion de la dette réduiraient d'environ 29 Mds€ supplémentaires la charge d'intérêts en abaissant le coût moyen de la dette à l'émission. La charge revient ainsi à 108 Mds€ en 2032, soit 18% de moins que dans le scénario constant (Figure 14).

FIGURE 14 : PROJECTION DU RATIO DE DETTE/PIB ET DE LA CHARGE POUR LE SCÉNARIO PROPOSÉ PAR HÉMISPHERE DROIT, EN MDS€, EN %, 2026-2032



Source : modèle HD, scénarios constant, équilibre primaire et HD



Au total, le scénario proposé par Hémisphère Droit permettrait d'abaisser la charge de la dette de 48 Mds€, soit une réduction de 30% en 2032. Les deux leviers s'additionnent en une logique d'effet boule de neige vertueux : le premier agit sur le volume de la dette, le second sur son prix. Le ratio de dette sur PIB est stabilisé dans le même mouvement. Il atteint 137% du PIB en 2032 dans le scénario constant - toujours suivant une hypothèse de taux à 4,0% -, contre 123% dans le scénario Hémisphère Droit, soit un écart de 14 points de PIB. La dette cesse ainsi de progresser plus vite que la richesse produite : la courbe s'inverse en 2030 (Figure 14).

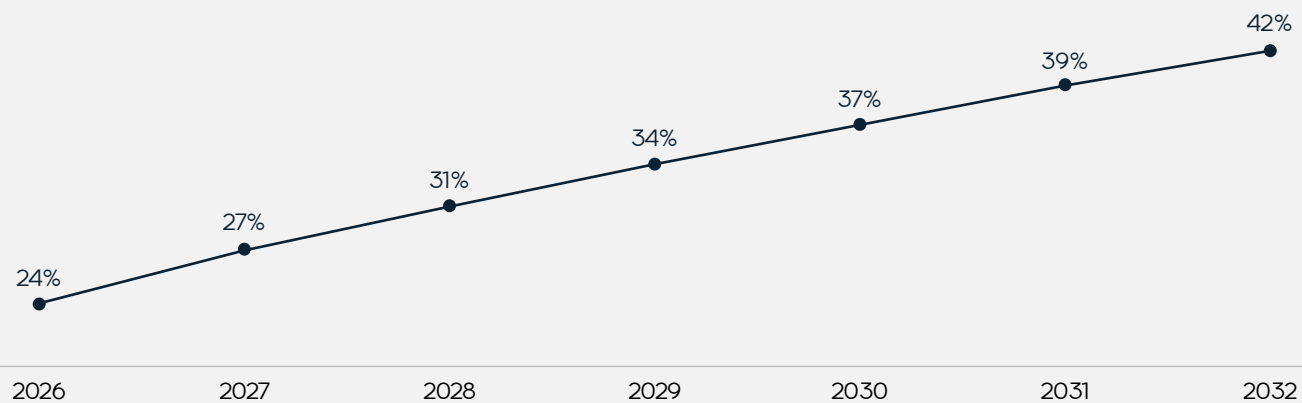


CONCLUSION

Faute d'une stratégie crédible de réduction des dépenses publiques et de gestion pro-active de la charge d'intérêt, la France s'expose à un scénario qui peut l'emmener au mieux à la tutelle internationale, au pire, au défaut. Poursuivre la tendance actuelle revient à atteindre une charge d'intérêt de 156 Mds€ en 2032 pour 137% de dette⁴² rapportée au PIB. Un scénario très favorable de retour simultané à l'équilibre primaire, de reprise de la croissance et ce sans aucun choc exogène ne parvient plus à réduire seul le ratio de dette, qui atteindrait près de 123% du PIB et une charge de 137 Mds€ en 2032⁴³. L'inertie n'est plus une option neutre : elle mène, à terme, à une paralysie de l'action publique. En effet, la part des recettes de l'Etat directement utilisée pour le paiement de la charge d'intérêt atteindrait 42% en 2032 (Figure 15), l'exposant au risque d'une possible restructuration et à la mise sous tutelle allemande. La vraie alternative n'oppose donc pas l'effort à l'immobilisme, mais un redressement choisi souverainement à un redressement imposé de l'extérieur.

Plus la France diffère la reprise en main de ses finances, plus la fenêtre se referme et plus la sortie de crise sera douloureuse. Chaque année sans réduction massive de la dépense publique alourdit le stock de dette, renchérit les taux et mécaniquement la charge d'intérêt de la dette, et rétrécit d'autant l'espace des solutions conventionnelles. Pour empêcher un scénario de sortie de crise violent, ou de réduction des dépenses par une remise en cause du modèle social, Hémisphère Droit propose une stratégie reposant sur deux piliers : un retour à l'équilibre primaire à horizon 2030, et un recours aux instruments conventionnels d'émissions souveraines. Cette approche produit une réduction de 48 Mds€ de charge d'intérêts (soit une baisse de 30% par rapport au scénario constant), décomposée en 19 Mds€ d'économies via l'équilibre primaire (-12% de charge) et 29 Mds€ via les instruments conventionnels (-18% de charge). En 2032, la stratégie contient la dette à 123% du PIB contre 137% en scénario constant (réduction de 14 points), et stabilise la charge d'intérêts à 108 Mds€. Surtout, cette stratégie infléchit la courbe d'endettement dès 2030, stoppant sa progression et engageant le désendettement, tandis qu'une réduction de 30% de la charge globale est permise par cette double action. L'alternance de 2027 offre à cet égard une occasion rare : la légitimité politique d'engager un redressement d'ampleur, avant que les marchés, Berlin ou Bruxelles n'en dictent le calendrier.

FIGURE 15 : PART DES RECETTES DE L'ETAT CONSOMMÉES PAR LA CHARGE, SCÉNARIO À ÉQUILIBRES CONSTANTS, EN %, 2026-2032

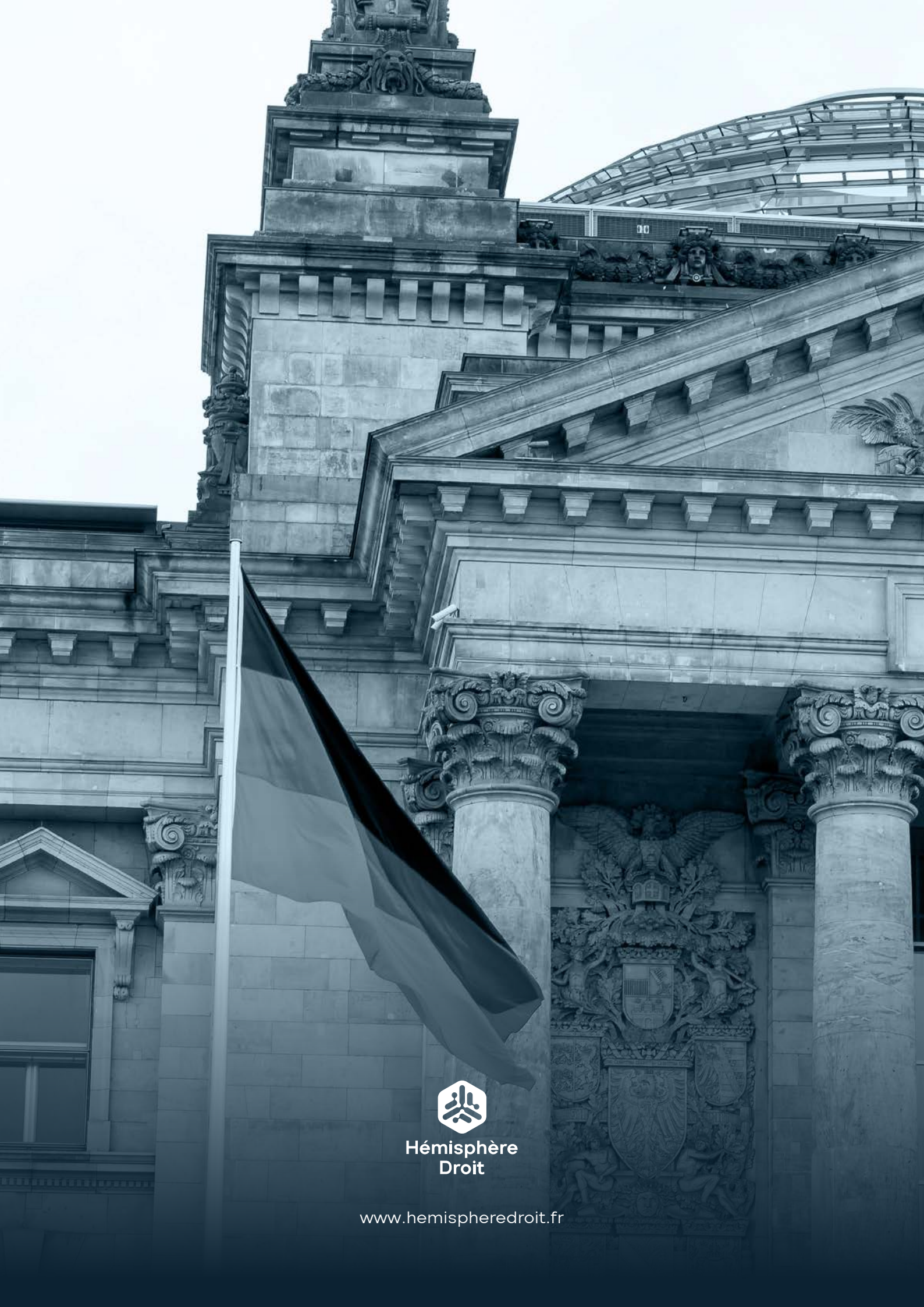


Source : charge de la dette projetée à 156 Mds€ selon le modèle Hémisphère Droit, recette du budget général de l'Etat en 2026 à 325 Mds€, hypothèse d'évolution des recettes en intégrant les lois de programmation pluriannuelles et une croissance annuelle de 2% des dépenses de fonctionnement jusqu'en 2032

⁴² Scénario constant - taux de financement à 4,0%

⁴³ Scénario équilibre primaire - taux de financement à 4,0%

Cette version est une synthèse.
Pour découvrir notre **note complète** sur
la projection de la dette française et nos
solutions financières, rendez-vous sur
www.hemispheredroit.fr



Hémisphère
Droit

www.hemispheredroit.fr