

Quelle finance pour avancer vers l'autonomie stratégique ?

Par Jézabel Couppey-Soubeyran et Wojtek Kalinowski

Jézabel Couppey-Soubeyran

Maîtresse de conférences à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, conseillère scientifique de l'Institut Veblen.

Wojtek Kalinowski

Codirecteur de l'Institut Veblen, rédacteur en chef de *L'Économie politique*.

Industrie, décarbonation, défense... l'Europe multiplie ses objectifs stratégiques et compte sur les marchés financiers pour les financer. Mais la bataille pour l'autonomie stratégique commence peut-être dans le système financier lui-même, par des règles protectrices et des outils innovants de financement public.

LA NOTION D'AUTONOMIE STRATÉGIQUE RECOUVRE UN CHAMP bien plus large que celui de la défense où elle a émergé initialement^[1]. C'est une notion transversale qui reflète la réalité des relations internationales d'aujourd'hui, marquées par l'affaiblissement des règles multilatérales, mais aussi par l'enchevêtrement des logiques ou registres d'action considérés souvent comme séparés. Règles commerciales, garanties de sécurité, régulations financières, règles de la concurrence, normes techniques... tout devient une monnaie d'échange ou plutôt un levier potentiel pour des Etats qui cherchent à imposer leurs normes ou leurs intérêts sur d'autres. Ce sont aussi des outils pour les Etats qui doivent défendre leurs droits vis-à-vis des partenaires-concurrents plus puissants, comme c'est plutôt le cas de l'Europe désormais.

[1] En France, elle est ainsi apparue dans le « Livre blanc. Défense et sécurité nationale 2013 », et dans la « Revue stratégique de défense et de sécurité nationale 2017 ». Voir Maulny J.-P., « Vers une autonomie stratégique européenne », *Revue de défense nationale* n° 821, juin 2019, p. 82-87.

Dans ce contexte, la réduction des dépendances, que ce soit par la reprise en main des chaînes de valeur, la création de nouvelles alliances ou le renforcement de l'arsenal de défense économique, devient une priorité.

Aussi, au lieu d'attendre un improbable retour à la « normale », l'Europe politique doit avancer vers une stratégie commune, en cartographiant ses vulnérabilités et ses points forts, en définissant ses intérêts vitaux, en accélérant le déploiement des outils d'autonomie stratégique et, surtout, en cherchant les moyens de renforcer sa solidarité interne. Ce dernier point conditionne tout le reste, car notre principale faiblesse face aux États-Unis (ou à la Chine) n'est pas d'ordre militaire, technique ou économique mais politique : l'administration Trump alimente et exploite nos divisions mais ne les invente pas, elles existent déjà.

**LA PRINCIPALE FAIBLESSE DE L'EUROPE
FACE AUX ÉTATS-UNIS, OU À LA CHINE,
N'EST PAS D'ORDRE MILITAIRE, TECHNIQUE
OU ÉCONOMIQUE MAIS POLITIQUE**

Les plus fondamentales parmi celles-ci concernent la sécurité, et s'enracinent dans des perceptions très différentes du risque que représente la Russie, et donc de la place des États-Unis comme garants de la sécurité de l'Europe – le dernier sommet de l'OTAN n'a rien changé à cet égard, les engagements financiers pris par la plupart des États étant à long terme et assortis d'une certaine créativité comptable [2]. Pour imposer la réécriture des règles internationales, voire des modifications des lois nationales et européennes, les États-Unis mélangent des sujets économiques et fiscaux aux enjeux de défense et de sécurité, qui représentent un formidable moyen de pression sur beaucoup de pays en Europe.

Il en va également de nos différents mix énergétiques, et des menaces que les politiques de décarbonation font planer sur la compétitivité intra-européenne de certains pays ; c'est un facteur clef pour comprendre les critiques du Pacte vert en Pologne et dans d'autres pays d'Europe de l'Est. Plus fondamentalement encore, l'industrie européenne est divisée en un « centre » qui maîtrise davantage les chaînes de valeur et concentre l'essentiel des activités de R&D, et de nombreuses « périphéries » dépendantes des décisions prises ailleurs.

Bref, malgré les outils de coopération développés par la Commission européenne, il y a fort à parier que la recherche d'autonomie stratégique sera pour longtemps encore entre les mains des États, et

[2] Ainsi, en Italie, Giorgia Meloni propose de classer comme dépense militaire le farineux projet de pont qui reliera la Sicile et la péninsule, dont le coût est estimé à quelque 13 milliards d'euros. Plus généralement, sur les 5 % du PIB consacrés aux dépenses militaires, 1,5 % concerne les infrastructures.



que l'Union européenne (UE) restera vulnérable du fait des divisions exploitées par nos partenaires internationaux.

L'Europe se défend mal

La guerre commerciale ouverte par l'administration Trump au printemps 2025 n'a fait qu'ouvrir une séquence plus longue et bien plus complexe, où les Etats-Unis utilisent la stratégie du fait accompli pour renégocier l'ordre économique international qu'ils ont eux-mêmes créé. Le dernier sommet du G7 vient rappeler que Washington parvient encore à imposer sa volonté, en l'occurrence en obtenant, pour les entreprises américaines, une exemption du taux d'imposition mondial minimal de 15 %, vidant la régulation internationale de sa substance. Que les autres membres du G7 cèdent si facilement aux demandes américaines, alors qu'ils avaient ratifié l'accord de l'OCDE, est un signe de plus que les Etats-Unis disposent toujours de puissants leviers pour faire plier leurs partenaires occidentaux.

Ce n'est pas le seul exemple ; on voit le début d'un même retrait sur la taxation des géants du numérique, déjà en place dans quelques pays européens, dont la France, et régulièrement proposée comme la bonne réponse aux tarifs douaniers de Donald Trump. Après tout, les Etats-Unis affichent un déficit annuel de 1 200 milliards de dollars dans le commerce des biens, mais génèrent en parallèle des bénéfices avoisinant 900 milliards dans les services, la finance, la propriété intellectuelle et les investissements étrangers^[3]. Pour dissuader les pays qui voudraient taxer les GAFAM, l'administration Trump a brandi la menace d'une autre mesure fiscale, la section 899 du projet de la loi de finances pour 2025, proposant d'autoriser l'introduction par l'Etat fédéral d'une taxe *ad hoc* sur les placements financiers de certains investisseurs étrangers – ceux dont les pays d'origine auraient introduit une « taxation injuste » sur les entreprises américaines (formule délibérément vague laissant libre cours à des appréciations arbitraires). La seule menace de cette « taxe de représailles » (*revenge tax*) a suffi pour que le Canada rende les armes, retirant sa propre taxe GAFAM (3 % des revenus perçus au Canada) quelques heures seulement avant son entrée en application^[4]. Les Etats-Unis ont aussitôt retiré l'article en question du projet de loi de finances, mais le procédé a créé une jurisprudence ; au besoin le sujet peut revenir dans le budget de l'année suivante.

En Europe, les négociations commerciales sont toujours en cours au moment où nous écrivons, mais Bruxelles semblerait prête à

[3] Soit 278 milliards de dollars d'excédent direct et 632 milliards en bénéfices réalisés dans les filiales étrangères. Voir la tribune « Les liens économiques entre l'Amérique et le reste du monde vont au-delà des biens, et cette myopie rend les Etats-Unis vulnérables », par Hausmann R., *Le Monde*, 6 avril 2025.

[4] « Canada scraps tech tax to advance trade talks with Donald Trump », par Gridneff I., *Financial Times*, 30 juin 2025.

céder sur d'autres plans pour trouver la paix commerciale. D'après la version préliminaire de l'accord diffusé au Congrès américain, l'UE accepterait d'introduire des exceptions américaines dans deux régulations phares. La première exemption concernerait le Digital Markets Act (DMA) : conçu pour réguler les positions dominantes dans le domaine des plates-formes numériques, il visait particulièrement les entreprises américaines et consitue une cible privilégiée de l'administration Trump depuis le début des négociations. La deuxième concession serait une exemption des Etats-Unis du futur Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF) ^[5]. Pour les Etats-Unis, c'est l'assurance de protéger leurs exportations vers l'Europe ; pour les Européens, c'est l'avenir de la taxe carbone aux frontières dans son ensemble qui est menacé.

Ces exemples montrent en même temps que la défense des intérêts « stratégiques » dans l'arène internationale n'a rien de neutre politiquement : l'intérêt de qui au juste, défini par qui ? Il y a fort à parier que les intérêts de la base populaire « MAGA » seront finalement trahis au profit d'autres, plus puissants, même si la rhétorique populiste du président américain parvient pour le moment à maintenir une alliance floue. Mais la même question se pose pour les Européens. Toute définition des « intérêts stratégiques » dépend ainsi, en dernière analyse, de la qualité de nos démocraties, de leur capacité à fonder la définition des « intérêts » sur un compromis social qui tient compte des intérêts sociaux différents, voire divergents.

La définition des intérêts de l'Union européenne est donc primordiale, et concerne aussi bien les domaines industriels, technologiques, la défense, la décarbonation, le système électrique... Autant de domaines qui requièrent des investissements colossaux, estimés au minimum à 800 milliards d'euros par an par Mario Draghi. Face aux impasses budgétaires de l'UE et de ses Etats membres, la finance ^[6] est appelée à jouer un rôle de premier plan pour faire advenir cette autonomie stratégique. D'une part, parce que la finance elle-même peut devenir une source de vulnérabilités pour les économies européennes : liée et dépendante des marchés américains, elle nous expose aux nouveaux risques géopolitiques. D'autre part, parce qu'elle apparaît comme indispensable pour mobiliser les fonds nécessaires pour les autres secteurs. Mais s'en

QUE LES AUTRES MEMBRES DU G7 CÈDENT SI FACILEMENT AUX DEMANDES AMÉRICAINES MONTRE QUE LES ÉTATS-UNIS DISPOSENT TOUJOURS DE PUISSANTS LEVIERS POUR FAIRE PLIER LEURS PARTENAIRES

[5] « Fears grow EU will cave on tech rules amid Trump pressure », par Gijs C., Micheletti F. et Busvine D., *Politico*, 23 juin 2025.

[6] La finance au sens large du terme, à savoir comprenant les acteurs et les règles du système bancaire et financier mais aussi ceux du système monétaire, de la régulation et de la supervision, etc.



remettre aux marchés financiers privés pour garantir l'autonomie de l'Europe pose quelques questions et appelle au minimum à des financements publics complémentaires.

Outre le déficit extérieur, l'administration Trump semble particulièrement préoccupée par la dette publique des États-Unis – ce qui ne l'empêche pas d'aggraver encore les comptes publics en décidant de nouvelles baisses d'impôts. L'objectif de court terme est moins de retrouver l'équilibre que de s'assurer de l'expansion continue des bilans bancaires et financiers domestiques, appelés à absorber une partie croissante de la dette souveraine à leur actif. De ce point de vue, la politique de Trump produit pour le moment des effets inverses : le deuxième trimestre 2025 a vu 11 milliards de dollars sortir du marché de dette à long terme (dettes souveraine et d'entreprises confondues). Mais les États-Unis restent un centre financier mondial adossé au dollar et aux eurodollars (quelque 13 000 milliards de dollars créés à l'extérieur de la juridiction états-unienne), et les autres pays viennent investir leur épargne directement ou indirectement, notamment par les paradis fiscaux situés dans la zone euro (Luxembourg, Irlande et Pays-Bas).

Pour maintenir les flux des capitaux vers les États-Unis, l'administration Trump a adopté plusieurs mesures à la fois : les pressions politiques sur les pays partenaires pour que leurs banques centrales détiennent plus de dette américaine ; l'assouplissement des règles prudentielles pour les banques et les établissements financiers ; l'abolition des standards de reporting extra-financier ; ou encore l'expansion internationale des *stablecoins* adossés au dollar, pour soutenir la demande mondiale en dollar de façon indirecte.

Une souveraineté monétaire très limitée

Sur tous ces plans, l'Europe s'expose aux nouveaux risques financiers par effet d'entraînement. L'écart réglementaire entre les marchés financiers de l'UE et des États-Unis se creuse et cela aura un impact sur l'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI) et plus généralement sur les conditions d'investissement en Europe. Si l'écart continue de croître, les pays européens devront choisir entre deux options : s'aligner, c'est-à-dire déréglementer davantage et baisser l'ambition des politiques de transition, ou inventer des mesures de protection qui remettent en cause, du moins partiellement, la mondialisation financière actuelle. La première semble plus facile à court terme, et c'est aussi la voie préconisée par le rapport Draghi, pour qui des dérégulations seront nécessaires ^[7].

[7] Voir page 292 du rapport de Mario Draghi : « *Elargir le financement bancaire, surmonter une réglementation excessivement restrictive sur la titrisation, et si nécessaire revisiter la réglementation prudentielle afin d'avoir un système bancaire fort et compétitif.* »

En 2024, 23 % des financements des banques de la zone euro étaient empruntés en devises internationales, surtout en dollar (17 %), selon la Banque centrale européenne (« Financial Stability Review », novembre 2024). Qu'elles achètent ou non les titres de dette publique américaine, les banques européennes contribuent ainsi à maintenir la demande internationale en dollar, laquelle permet de maintenir le déficit commercial et de faciliter le refinancement de la dette des États-Unis. Les banques européennes obtiennent ces fonds essentiellement sur les marchés de gros et à très court terme, faisant courir des risques de liquidité élevés – à elles-mêmes mais aussi à l'ensemble du système financier européen.

Cette exposition impose une limite structurelle à la souveraineté financière européenne. Rappelons qu'au moment de la grande crise financière de 2008, la BCE – comme d'autres banques centrales dans le monde – était bien en peine de sauver le système bancaire européen de la faillite, pour une raison simple : dans la phase haussière du cycle financier, les banques européennes avaient contracté des dettes libellées en dollar. La situation s'est répétée en 2012, puis en 2019. A chaque fois, la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) avait mis en place une opération de sauvetage en fournissant des dollars à la BCE en échange d'euros dans le cadre d'opérations de swaps. Cela traduit le rôle assumé (jusqu'ici) de la Fed de prêteur en dernier ressort des autres banques centrales. Mais la Fed subit des pressions politiques de la part de l'administration Trump, et un prochain sauvetage sera peut-être moins coopératif, par exemple plus onéreux ou assorti de conditionnalités. La protection des banques européennes vis-à-vis d'une crise de liquidité en dollars est ainsi suspendue à l'indépendance de la Fed.

Ces craintes se font déjà entendre dans les milieux bruxellois^[8]. Les risques sont connus et discutés aussi au sein de la BCE, mais les banquiers centraux semblent soutenir qu'aucune alternative n'existe^[9]. Tant que les acteurs financiers européens restent aussi massivement présents sur les marchés américains, notre système bancaire et financier sera toujours exposé aux risques systémiques, financiers mais aussi géopolitiques.

Quelles sont alors les mesures qui peuvent permettre de réduire l'exposition de la zone euro ? Une première idée serait

LA PROTECTION DES BANQUES EUROPÉENNES VIS-À-VIS D'UNE CRISE DE LIQUIDITÉ EN DOLLARS EST SUSPENDUE À L'INDÉPENDANCE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE DES ÉTATS-UNIS

[8] « Some European officials weigh if they can rely on Fed for dollars under Trump », Reuters, 24 mars 2024.

[9] Klaus B. et Mingarelli L., « Euro area banks as intermediators of US dollar liquidity via repo and FX swap markets », ECB, novembre 2024.



[10] Ceux-ci représentent 83 % des encours mondiaux à fin 2023, d'après les données de l'International Organization of Securities and Commissions (voir « Investment Fund Statistics Report 2023 », janvier 2024).

[11] Voir la note de l'Institut Veblen « Qui détient la dette publique ? Une question clé pour la soutenabilité », par Couppey-Soubeyran J., Coussin M. et Faivre A., à paraître.

[12] Par exemple, dans le cas du ratio de financement net stable (NSFR), qui correspond au montant du financement stable disponible (numérateur) rapporté à celui du financement stable exigé (dénominateur), le numérateur pourrait être ajusté, en sous-pondérant les ressources apportées par des investisseurs financiers extra-européens.

[13] « Comment l'Europe peut faire plier Trump : notes stratégiques pour organiser la résistance », *Le Grand Continent*, mars 2025.

[14] Les deux tiers environ de cette exposition (144,2 milliards d'euros) correspondent à des placements libellés en dollars. Voir « Rapport sur la stabilité financière », Banque de France, juin 2025, p. 50.

de surveiller et, si possible, décourager la part d'actifs européens détenus par des fonds américains, notamment sur les marchés de la dette souveraine. Dans son rapport sur la stabilité financière de 2025, la Banque de France souligne « *une présence croissante des hedge funds américains* ^[10] dans la dette souveraine européenne ». Étant donné la gestion très active de ce type d'acteur, cela exerce un effet fragilisant sur les dettes souveraines des pays de la zone euro. Taxer la détention de ces acteurs pourrait être un levier, qui ne sera toutefois peut-être pas sans incidence sur le coût des emprunts souverains des pays de la zone euro. D'où la nécessité, si cette action était envisagée, de la combiner à une part plus grande d'acteurs « patients », comme les banques centrales, pour exercer un contrepond sur le coût de la dette.

Concrètement, cela impliquerait de relancer des programmes d'achats d'actifs pour permettre à l'Eurosystème d'accroître sa part dans la détention des dettes souveraines européennes. Les conséquences sur la stabilité financière et sur les inégalités seraient à surveiller, mais il en résulterait malgré tout un effet immunisant sur le marché des dettes souveraines européennes sécurisant la capacité d'emprunt des États ^[11].

Deuxième idée : réduire la part de ressources en devises (en dollars notamment) au passif des banques et des autres acteurs financiers. Sur le marché de la dette, la vulnérabilité augmente lorsque la dette est détenue par des acteurs hyperactifs dans leur gestion de portefeuille, a fortiori lorsque ces acteurs ne sont pas résidents de la zone euro.

Pour le secteur bancaire, on pourrait utiliser des outils prudentiels ^[12] ; la réglementation et la supervision offrent en réalité de nombreux leviers d'adaptation, comme le soutiennent aussi Shahin Vallée et David Amiel ^[13]. Des leviers existent aussi à travers la réglementation et la supervision des assurances. En revanche, il faudrait proposer d'autres mesures pour les acteurs financiers non bancaires, moins réglementés que les banques et les assurances.

Troisième idée : surveiller et réduire au besoin les expositions aux devises (au dollar notamment) à l'actif des banques, des assureurs et autres acteurs financiers : fin 2024, les actifs investis dans des devises autres que l'euro représentent par exemple 8 % de l'actif des assureurs français (part que la Banque de France juge « limitée » dans son rapport sur la stabilité financière) ^[14]. La BCE, de son côté, avait évalué à 23 % les financements des

banques de la zone euro libellés en devises étrangères, dont 17 % en dollars américains ^[15]. Un autre outil poursuivant le même but est le refinancement des banques par la banque centrale. En choisissant quels actifs elle accepte en collatéral, la BCE pourrait appliquer des décotes sur les titres libellés en devises. Le coût du refinancement des banques auprès de la banque centrale pourrait également être conditionné à une faible exposition aux devises de leur bilan dans le cadre d'un programme d'achats de titres à long terme.

L'adaptation pourrait aussi se faire au niveau du ratio de liquidité à court terme (LCR) : les pondérations des actifs libellés en devises pourraient être réduites dans les actifs liquides de haute qualité, pour mieux faire prendre en compte le risque de liquidité auquel ils exposent. Des ratios de liquidité en devises pourraient par ailleurs être introduits ^[16]. Au niveau du ratio de fonds propres, un ajustement est aussi possible sous la forme de surcharges appliquées aux banques le plus exposées aux marchés américains ou au niveau des pondérations en augmentant celles des actifs libellés en devises, en dollars notamment. Les règles de solvabilité dans le secteur des assurances pourraient aussi être ajustées dans ce sens.

Quatrième idée : sanctuariser les accords de swaps (*swaps lines network*) entre banques centrales : dans son rapport annuel 2024, la BCE souligne qu'elle a continué de fournir « *en coordination avec le Système fédéral de réserve des États-Unis, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre (Bank of England), la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, de la liquidité en dollars des États-Unis sur une base hebdomadaire* ». C'est cette gestion coopérative du risque de liquidité au niveau international qu'il faut tâcher de préserver.

Cinquième idée : réduire les interconnexions réalisées via des repos ou des dérivés entre les banques et les fonds d'investissement, notamment ceux domiciliés dans les paradis fiscaux de la zone euro. Il est important de souligner que l'exposition décrite ci-dessus passe par deux canaux : les investissements de portefeuille réalisés directement aux États-Unis, mais aussi des centres financiers situés au sein même de la zone euro, les « *offshore-onshore* » déjà mentionnés (Pays-Bas, Luxembourg et Irlande). Beck *et al.* ^[17] montrent que les obligations détenues par des fonds d'investissement placés en Allemagne sont très majoritairement libellées en euros, mais qu'il en va tout autrement des fonds enregistrés dans trois centres financiers susmentionnés, où la plupart des avoirs sont libellés en dollars et d'autres devises.

[15] ECB, *op. cit.*

[16] C'est ainsi que l'ACPR surveille la situation de liquidité en dollars des groupes bancaires français sans que la réglementation n'impose encore d'exigence contraignante en la matière. Voir sa note n° 172, « La situation des grands groupes bancaires français à fin 2024 », mise à jour le 30 juin 2025.

[17] Beck R., Coppola A. *et al.*, « The geography of capital allocation in the euro area », ECB, *Working Paper Series* n° 3007, mars 2024.



Enfin, une sixième et dernière idée serait d'introduire une « *exit tax* » européenne. En réponse aux mesures arbitraires comme la « taxe de représailles » mentionnée plus haut, les États européens peuvent taxer les plus-values au moment de la sortie des capitaux, voire au moment de leur entrée.

La doctrine a considérablement changé ces dernières années concernant le contrôle des mouvements de capitaux : le Fonds monétaire international ^[18] et la recherche académique ^[19] y voient désormais un instrument macroprudentiel nécessaire dans les pays les plus exposés aux conséquences de la politique monétaire américaine ^[20]. Il s'agit d'une protection utile dans un monde où, par la force des tensions géopolitiques, la globalisation financière tend de fait à reculer ^[21].

Financer l'autonomie stratégique

Un tel découplage doit aller de pair avec des mesures visant à assurer les financements nécessaires autrement. Au niveau national, de nombreux pays comme la France font face à une pression budgétaire croissante, et les coupes affectent déjà négativement les investissements verts. Au niveau de l'UE, la principale source de subventions européennes pour la décarbonation (le Mécanisme de relance et de résilience) s'épuise, les financements restent limités et axés sur la défense, tandis que des règles budgétaires inflexibles sont peu propices aux investissements publics verts.

L'impulsion politique actuelle consiste à relancer l'Union des marchés de capitaux, c'est-à-dire l'Union de l'épargne et des investissements présentée par la Commission européenne en mars 2025. Certaines réformes suggérées dans ce cadre sont intéressantes, d'autres semblent très discutables du point de vue de la stabilité financière et inutiles du point de vue de l'investissement (c'est notamment le cas de la mesure phare proposée, la relance de la titrisation). Mais l'essentiel est que l'UEI ne résoudra probablement pas le problème des investissements en lui-même ; au mieux, elle peut être une partie de la solution.

L'une des raisons en est que, malgré des années de débats et une série de plans d'action et de mesures législatives, l'UE manque encore d'un cadre de finance durable efficace capable de guider les investissements privés là où ils sont nécessaires. L'autre raison réside dans la finance internationale discutée plus haut. « Rame-ner » l'épargne et les investissements – l'objectif global énoncé dans les rapports Letta, Draghi et Noyer – est plus facile à dire qu'à

[18] Arakelyan M., Gerstl A. et Schindler M., « Macroprudential Policies and Capital Controls Over Financial Cycles », *Working Paper* n°2023/171, FMI.

[19] Voir par exemple Lecat R. et Bricongne J.-C., « The role of capital controls and macroprudential measures in taming capital flows », *Vox EU CEPR*, 11 avril 2022.

[20] Monnet E., « Les mutations du système monétaire international », in *L'économie mondiale 2024*, La Découverte, p. 73-86.

[21] Couppey-Soubeyran J., « La financiarisation s'accroît, la globalisation financière recule, la transition écologique attendra », *RIS* n° 132, IRIS/Armand Colin, hiver 2023.

faire dans un système financier mondialisé, dans lequel les flux de capitaux sont libres et où les Etats-Unis restent le centre financier dominant avec la monnaie dominante.

Surtout, l'hypothèse implicite ou explicite derrière l'Union de l'épargne et des investissements est que l'Europe « ramènera » l'épargne et les investissements en comblant l'écart de compétitivité avec les centres financiers américains, devenant tout aussi intéressante pour les investisseurs potentiels.

Mais cela semble probable uniquement dans une mesure limitée. D'une part, les Etats-Unis s'engagent dans une déréglementation agressive tandis que l'administration Trump

prône une utilisation stratégique de la finance à des fins géopolitiques ^[22]. D'autre part, la nature même des investissements nécessaires appelle une forte composante de financement public, car le profil de rentabilité faible ou inexistante de la plupart de ces investissements n'intéresse pas les investisseurs privés. En d'autres termes, « débloquer » les marchés de capitaux pourrait augmenter les investissements dans certains segments de l'économie mais pas nécessairement dans les bons.

Et pourtant, des outils pour diriger les investissements stratégiques existent déjà dans des secteurs spécifiques : par exemple, les PME françaises du secteur de la défense reçoivent une aide financière spéciale pour compenser la faible rentabilité et les positions financièrement fragiles qui caractérisent ce secteur stratégique.

De plus, tout un ensemble de pistes reste à explorer. On peut tenter d'améliorer les conditions dans le cadre actuel : en utilisant davantage l'effet immunisant de la BCE lorsqu'elle détient une part significative des dettes souveraines européennes, en allongeant les maturités des dettes, en émettant des dettes communes pour réduire les primes de risques... Mais pourquoi ne pas se tourner en complément vers des modes de financement hors marché ? Des prêts directs au Trésor jusqu'à des subventions monétaires fléchées vers des financements d'investissement de transformation, en passant par des coordinations entre banques publiques et banques centrales ou encore par la restauration du « circuit du Trésor » dans le contexte actuel, plusieurs voies sont envisageables, pas toutes compatibles avec le cadre institutionnel européen en vigueur, mais toutes méritent d'être examinées étant donné le mur d'investissements à franchir pour bâtir l'autonomie stratégique ^[23]. ■

LES PME DU SECTEUR DE LA DÉFENSE REÇOIVENT UNE AIDE FINANCIÈRE SPÉCIALE POUR COMPENSER LA FAIBLE RENTABILITÉ ET LES POSITIONS FINANCIÈREMENT FRAGILES

[22] Ce risque est explicite dans les écrits de Stephen Miran, l'un des principaux conseillers économiques de l'administration Trump. Voir par exemple « A User's Guide to Restructuring the Global Trading System », Hudson Bay Capital, novembre 2024.

[23] Voir la note de l'Institut Veblen à paraître, *op. cit.*