



Financer les investissements d'avenir, un défi politique pour l'Europe

Jézabel Couppey-Soubeyran, maîtresse de conférence en économie monétaire et financière à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, conseillère scientifique de l'Institut Veblen.

Wojtek Kalinowski, co-directeur de l'Institut Veblen,

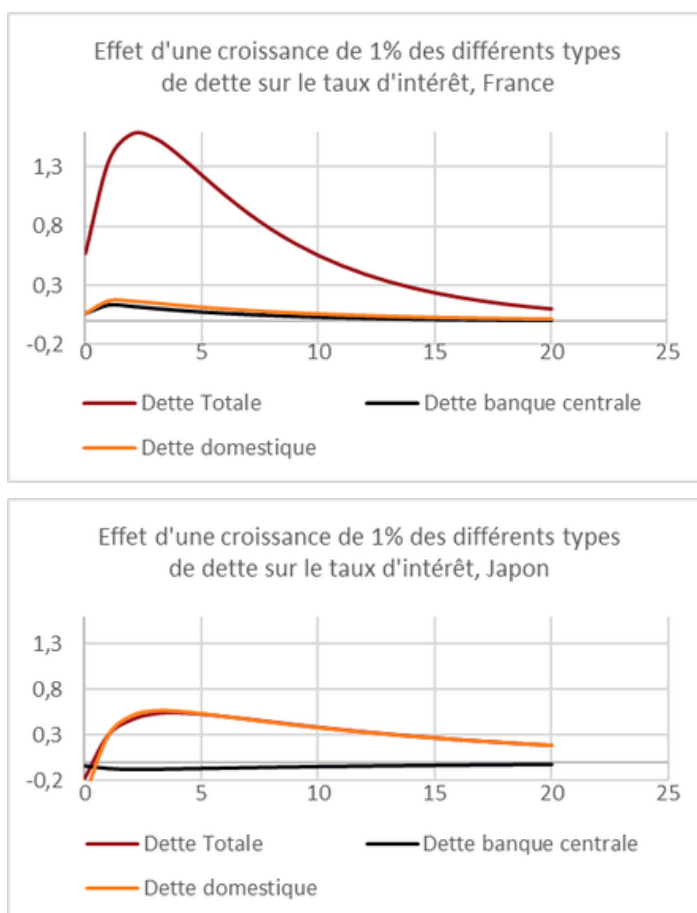
L'Europe peine à s'accorder sur les réponses à donner aux grands défis qui pèsent sur son économie dans le nouveau contexte géopolitique : une concurrence internationale de plus en plus rude, risque de désindustrialisation, de nombreuses dépendances technologiques, une crise écologique qui s'aggrave... Le consensus politique n'a certes pas manqué pour faire déferler sur l'UE la vague de « simplification », avec pas moins de dix Omnibus adoptés ou en voie d'adoption, mais visiblement les dirigeants ont conscience que déréguler n'apportera pas la réponse et qu'il convient d'aborder les vrais enjeux.

La réunion des dirigeants de l'UE à Alden Bisen, convoquée par le Président du Conseil européen Aldo Costa hier le 12 février, était une nouvelle tentative de rapprocher les points de vue sur des points essentiels comme l'avenir du marché unique et le degré d'ouverture et de protection aux échanges mondiaux. Les désaccords sont nombreux et portent à la fois sur les mesures de soutien à la demande locale (Buy European Act), les mesures de protection externe (tarifs sur les importations) ou encore la mutualisation des financements.

Un enjeu clef du débat concerne le financement des investissements nécessaires. La position française est connue ; elle a été rappelée par Emmanuel Macron deux jours plus tôt, dans une interview accordée à plusieurs journaux européens dont Le Monde, mardi 10 février. Emmanuel Macron appelle ses homologues européens à investir conjointement dans « la sécurité et la défense, dans les technologies de transition écologique, et dans l'intelligence artificielle et le quantique », sans quoi l'UE sera « balayée de ces secteurs dans les trois à cinq ans ». Côté financement, il estime que « c'est le moment de lancer une capacité commune d'endettement pour ces dépenses d'avenir, des eurobonds d'avenir. Il faut des grands programmes européens, pour financer les meilleurs projets. ». Cette position est partagée par d'autres pays comme l'Italie mais rencontre aussi une forte résistance des pays dits « frugaux », l'Allemagne en tête, qui préfèrent des investissements nationaux facilités par l'assouplissement des règles européennes. C'est une stratégie à court terme qui risque d'affaiblir encore l'unité politique de l'Europe. Sur ce plan, le [soutien exprimé](#) récemment par Joachim Nagel, le président de la Banque centrale allemande, pour l'émission des obligations européennes est une bonne nouvelle. Refuser la mutualisation est une stratégie à court terme qui risque d'affaiblir encore l'unité politique de l'Europe et d'accroître encore la domination des grandes puissances mondiales comme la Chine et les Etats-Unis.

L'émission d'une dette mutualisée nous semble au contraire une nécessité pour éviter le risque d'une fragmentation économique et politique de l'Europe. Elle permet aussi de protéger les marges des manœuvres qui se resserrent actuellement à l'échelle des Etats membres pris individuellement.

Dans la note [« Qui détient la dette publique ? Une question clé pour la soutenabilité »](#) (septembre 2025), nous avons examiné l'épineuse équation financière à laquelle sont confrontés les États membres de l'Union européenne, tiraillés entre d'un côté des marges de manœuvre budgétaires très faibles et de l'autre un mur d'investissements d'avenir à réaliser. Les dettes publiques des États membres n'ont pas le totem d'immunité de la dette japonaise, détenue à 47 % par la Banque centrale du Japon, et, à la différence de la dette américaine, elles ne sont pas émises dans une devise-clé, ni mutualisée avec les autres États de la zone euro. Résultat, le taux d'intérêt de la dette française réagit par exemple trois fois plus sur son marché à l'augmentation de son encours que ce qu'on observe sur ceux de la dette japonaise ou américaine. Une augmentation de 1 % de l'encours de dette fait augmenter le taux d'intérêt jusqu'à 1,58 point de base par trimestre. Cela n'est pas négligeable du tout, car les effets se cumulent avec les augmentations de dette et s'appliquent à toute la nouvelle dette émise. En imaginant, par exemple, un programme de transition écologique de l'ordre de 32 milliards d'euros par an pendant cinq ans, il en coûterait une surcharge d'intérêts cumulée de l'ordre de 30 milliards d'euros au total.



Pour ne pas en arriver à réduire les objectifs de financement eux-mêmes, les États membres doivent se redonner des marges de manœuvre.

NOUVEAUX

Face à la hausse du coût de la dette, deux voies sont envisageables. Soit améliorer les conditions du financement de marché actuel, soit aller chercher des modes de financement qui ne dépendraient plus du marché financier de la dette.

Améliorer les conditions de marché

Les eurobonds s'inscrivent dans la première voie. Ces titres d'emprunts communs entre un ensemble d'États membres sont voulus par les investisseurs car ils constitueraient un actif plus sûr que ceux émis par chaque État individuellement. Ils permettraient de réduire les primes de risques par la mutualisation des emprunts publics. La mutualisation pourrait aussi ne porter que sur le taux d'intérêt ; chaque État peut rester redevable de sa part d'emprunt mais le taux d'intérêt est négocié en commun. Ou porter seulement sur la garantie de remboursement : chaque pays émet sa propre dette mais tous garantissent collectivement son remboursement.

L'Union européenne n'a pas franchi le pas d'une véritable Union budgétaire, condition pourtant nécessaire à l'émission d'une dette commune comparable aux bons du Trésor américain. Toutefois, les traités permettent à la Commission européenne et à Euratom d'emprunter directement sur les marchés, un pouvoir déjà mobilisé pour financer le plan NextGenerationEU, l'aide à l'Ukraine ou le programme SAFE. L'expérience de NextGenerationEU montre que cette dette européenne a progressivement gagné en crédibilité auprès des investisseurs, avec des volumes importants et des taux désormais inférieurs à ceux de certains États membres, notamment la France, bien que restant au-dessus du taux allemand. Cela suggère qu'une extension de l'endettement européen est techniquement possible, sous réserve du maintien de la confiance des marchés.



Source : Bloomberg, calcul des auteurs

Néanmoins, le déploiement des fonds de NextGenerationEU a été lent et largement conditionné à des réformes structurelles, tandis qu'une part significative des ressources a financé des projets existants plutôt que de nouveaux investissements.

À terme, la soutenabilité de cette dette suppose toutefois une croissance nominale suffisante, ce qui limite les marges de manœuvre budgétaires des États et alimente les tensions avec la Commission européenne sur les hypothèses de croissance. L'absence de fiscalité commune et d'un véritable marché des capitaux européens constitue enfin un frein majeur à l'extension d'une dette mutualisée, qui impliquerait pour certains pays, comme l'Allemagne, d'accepter un coût de financement plus élevé et pourrait évincer une partie des dettes privées des portefeuilles des investisseurs. Les eurobonds ont besoin de l'Union des marchés de capitaux européens autant que l'Union des marchés de capitaux a besoin des eurobonds.

Dans cette même voie du marché de la dette pourraient aussi être envisagés de nouveaux programmes d'achats d'actifs publics pour exploiter l'effet immunisant de la banque centrale. Mutualisés ou non, les emprunts des États de la zone euro pourraient être rachetés sur le marché secondaire par la BCE, comme elle l'a fait à la suite des crises financière et sanitaires. Ce ne serait pas une panacée, en raison notamment des inégalités de patrimoine que cela pourrait creuser et de l'instabilité financière que cela pourrait alimenter, mais cela réduirait le taux d'intérêt de ces emprunts. En complément, pour soutenir et orienter les financements privés des banques vers les objectifs stratégiques, des refinancements de la banque centrale, à long terme et fléchés à l'instar des TLTRO, constituerait un autre levier utile.

Installer des financements hors marché

Une seconde voie existe, plus disruptive, mais pas forcément antinomique de la première. Les États membres ne devraient pas renoncer à l'explorer. Cela consisterait à aller chercher du côté de formes de financement monétaire. Celles-ci jalonnent l'histoire monétaire mais sont considérées comme incompatibles avec la doctrine dominante des banques centrales. Pourquoi ne pas y voir un complément utile à d'autres sources de financement, notamment fiscales ? Ces financements hors marché pourraient s'opérer selon plusieurs schémas, allant des prêts directs au Trésor jusqu'aux subventions monétaires fléchées vers des usages particuliers, en passant par des coordinations entre banques publiques et banque centrales ou encore par une restauration du « circuit du Trésor ». Par-delà leurs différences, une idée force leur est commune : s'emparer du pouvoir monétaire délégué aujourd'hui aux marchés financiers et aux banques commerciales pour financer la transformation indispensable de nos modèles économiques.

Mutualiser et coordonner les investissements

Qu'ils passent ou non par les marchés, les financements communs posent inévitablement la question de savoir ce qu'ils doivent financer et comment. Là aussi, une mutualisation à l'échelle européenne permettrait de contre-carrer les tendances à la fragmentation. Si les financements communs servent uniquement à financer les plans nationaux, et si les États continuent d'investir de façon non coordonnée, le résultat risque d'être des productions.

Ils doivent être mis au service du financement de la transition écologique et de l'autonomie stratégique. Comment ? Nous proposons deux voies concernant les eurobonds :

- Ils pourraient servir à soutenir et déployer plus largement les PIIEC (Projets Importants d'Intérêt Européen Commun), qui sont un instrument de politique industrielle européenne permettant aux États membres de soutenir massivement des projets stratégiques, en dérogeant aux règles habituelles sur les aides d'État.
- Ils pourraient aussi servir à capitaliser davantage la Banque européenne des investissements (BEI) pour augmenter sa capacité financière et la mobiliser davantage pour financer des investissements stratégiques.

References

Jézabel Couppey-Soubeyran, Maximilien Coussin, Anne Faivre, Wojtek Kalinowski, « Qui détient la dette publique ? Une question clé pour la soutenabilité », Institut Veblen, septembre 2025.

https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/note_qui_detient_la_dette_publique_une_question_clé_pour_la_soutenabilite_15_.pdf

Jézabel Couppey-Soubeyran : « Le mur de la dette publique ne doit pas empêcher les investissements dans la transition écologique », Le Monde, chronique, 11 octobre 2025

https://www.lemonde.fr/idees/article/2025/10/11/jezabel-couppey-soubeyran-le-mur-de-la-dette-publique-ne-doit-pas-empêcher-les-investissements-dans-la-transition-ecologique_6645707_3232.html

Jézabel Couppey-Soubeyran : Au-delà du mur de la dette, Revue Mermoz, Cercle des économistes, automne 2025.

Madeleine Péron, Mathilde Dupré, Wojtek Kalinowski et Stéphanie Kpenou, Quels outils pour une politique industrielle européenne durable ? Note Veblen, décembre 2025.

https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/note_politique_industrielle_vf.pdf