

Eurobonds, un débat politique d'arrière-garde

di Virginie Malingre

Source de frictions entre Etats, le sujet d'une dette commune de l'UE progresse dans le monde économique

Quand, en février, Emmanuel Macron a relancé le débat sur l'opportunité d'une nouvelle dette commune européenne, pour financer les investissements stratégiques de l'Union européenne (UE), il s'est de nouveau heurté à l'opposition de Berlin. « *Le moment est venu de créer une capacité d'emprunt commune pour ces dépenses futures, des eurobonds pour l'avenir* », a expliqué le président de la République dans un entretien au *Monde*, le 10 février.

« *Je ne le veux pas* », lui a sèchement répondu deux jours plus tard, le 12 février, le chancelier allemand conservateur, Friedrich Merz, à l'occasion d'une réunion des chefs d'Etat et de gouvernement européens, avant de renvoyer la discussion aux débats à venir sur le prochain budget communautaire (2028-2034). Celle-ci doit justement commencer lors du prochain conseil européen, prévu jeudi 19 mars à Bruxelles, et se prolongera tout au long de l'année 2026.

Si le sujet d'une nouvelle dette commune aux Vingt-Sept reste ultrasensible politiquement, il irrigue pourtant les réflexions des banquiers centraux, des économistes et des acteurs financiers, qui sont de plus en plus nombreux à plaider sa cause.

Plutôt que de parler d'eurobonds – un terme devenu politiquement radioactif –, ils évoquent pudiquement ces « *actifs sûrs européens* », qui doivent permettre à l'euro de jouer un rôle international plus important, à l'heure où les Etats-Unis de Donald Trump ne sont plus aussi attractifs et où l'Europe a besoin de financer des investissements massifs dans la défense, la transition verte ou encore les technologies numériques.

Même outre-Rhin, la dette commune européenne a ses défenseurs. Et pas des moindres. « *Rendre l'Europe attrayante signifie aussi attirer des investisseurs de l'extérieur* », et mettre ainsi la main sur l'épargne qui est placée en Australie, en Chine ou au Royaume-Uni, confiait au site *Politico* le président de la Banque fédérale d'Allemagne, Joachim Nagel, le 12 février, avant d'ajouter : « *Un marché européen plus liquide en matière d'actifs européens sûrs soutiendrait cet objectif.* »

A Francfort-sur-le-Main (Hesse), la Banque centrale européenne ne dit pas autre chose. Dans une note envoyée à tous les dirigeants de la zone euro, en amont du sommet européen du 12 février, sa présidente, Christine Lagarde, a listé les mesures qu'elle juge souhaitables. Parmi elles, la création d'un « *actif sûr de référence paneuropéen, hautement liquide et libellé en euros* », que son illustre prédécesseur, Mario Draghi, appelait aussi de ses vœux dans son rapport sur la compétitivité, publié en septembre 2024.

Quand on parle d'eurobond, « *aujourd'hui la question principale n'est pas celle de l'aléa moral ou du partage des risques* », que soulève systématiquement Berlin, « *mais celle de la création d'un grand marché obligataire européen capable de renforcer l'autonomie stratégique de l'Europe et de répondre à la demande mondiale croissante d'une alternative au marché des bons du Trésor américain* », écrivaient les deux économistes Olivier Blanchard et Angel Ubide, dans un texte publié sur le site du Peterson Institute for International Economics, le 30 mai 2025, et intitulé « *L'heure des eurobonds est venue* ».

Avoir plus de volume

En réalité, les Vingt-Sept empruntent ensemble déjà beaucoup plus qu'ils ne le disent. « *On le fait, on ne le dit pas* », glisse un haut fonctionnaire européen. La crise liée à la pandémie de Covid-19 a marqué une rupture et, depuis, le recours à la dette commune s'est fait une petite place dans les pratiques des Européens.

En 2020, ça a d'abord été le programme SURE, doté de 100 milliards d'euros, pour soutenir les Etats membres qui voulaient protéger les travailleurs frappés par le Covid-19, puis le plan de relance de 750 milliards d'euros, qui a évité à l'économie de plonger avec la pandémie. Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les Etats membres ont aussi choisi les eurobonds pour financer leur aide à Kiev et ils ont d'ailleurs prévu une

nouvelle enveloppe de 90 milliards d'euros pour 2026 et 2027. Et à nouveau en mai 2025, quand ils ont décidé de se doter de 150 milliards d'euros (programme SAFE) pour des projets de défense communs.

L'encours de dette commune de l'UE s'élève aujourd'hui à 777 milliards d'euros et, compte tenu de ce qui est déjà prévu, il devrait monter à plus de 1 000 milliards d'ici à la fin de la décennie. La Commission est devenue le cinquième plus gros émetteur d'Europe derrière la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. Elle est le troisième plus grand émetteur de dette publique notée AAA au monde, derrière l'Allemagne et le Canada et, en 2026, alors qu'elle compte lever plus de 160 milliards d'euros, elle devrait même se hisser au deuxième rang.

Pour autant, c'est loin d'être suffisant pour créer un actif sûr de référence pour la zone euro, susceptible de concurrencer les bons du Trésor américain. A titre de comparaison, l'encours de la dette américaine (qui a perdu son triple A) dépasse aujourd'hui les 38 000 milliards de dollars (environ 33 200 milliards d'euros).

Certes, « *l'attractivité de l'Europe repose sur des facteurs structurels solides (marché des capitaux profond et ouvert, Etat de droit et vaste marché commun)* », qui sont autant d'avantages pour les investisseurs, comparés « *aux contrôles des capitaux en Chine et à l'incertitude politique aux Etats-Unis* », explique, dans une note du 19 février, le chef économiste d'Allianz, Ludovic Subran. Mais les marchés veulent plus de volume, afin que les titres puissent s'y échanger sans perturber les cours, et surtout l'assurance, comme ils l'ont avec un Etat souverain, que le stock de dettes de l'UE soit pérenne.

A ce stade, les Vingt-Sept n'ont pas fait ce choix, et la Commission ne peut donc aller au-delà des eurobonds actuels, qui ne sont créés que dans le cadre de programmes précis, avec un montant arrêté et une période d'émission strictement encadrée. Il est même prévu que le remboursement de l'emprunt contracté pour le plan de relance de 2020 commence en 2028, ce qui aurait pour effet mécanique de réduire le stock de dette de l'UE.

Berlin, en tout cas, y tient, quand Paris ou Madrid plaident pour refinancer le plan de relance en émettant de nouvelles obligations. « *Le meilleur atout de l'Europe pour assurer sa souveraineté financière est un véritable actif sûr* », affirme le ministre

espagnol des finances, Carlos Cuerdo, dans une tribune publiée par le *Financial Times*, le 11 février. Avant de poursuivre : « *L'Europe dispose des institutions, du cadre juridique et du poids économique nécessaires pour construire sa propre "fides publica" [foi publique], le principe selon lequel le crédit de l'Etat est sacré et indivisible. Ce qui lui a manqué, c'est la volonté politique. Il est temps de franchir ce Rubicon.* » Reste à convaincre l'Allemagne, les Pays-Bas, les Autrichiens et tous les tenants de l'orthodoxie budgétaire.

En attendant, à la Commission, la directrice générale du budget, Stéphanie Riso, se démène pour convaincre les fonds de pension et autres institutionnels du monde entier – pas seulement les Européens, qui détiennent aujourd'hui 60 % des eurobonds – de souscrire aux prochaines émissions qu'elle s'apprête à faire.

Début février, la Française était en « road show » en Australie, en Nouvelle-Zélande, en Chine, à Singapour et en Indonésie. Elle prépare une nouvelle tournée dans d'autres contrées, en mai. « *On vend l'Europe, ça fait du bien* », confie-t-on à la Commission, alors que l'intérêt pour la dette de l'Union est à la hausse, notamment en Asie-Pacifique ou au Moyen-Orient.

Il y a encore deux ans, avec seulement SURE et le plan de relance européen, la Commission arrivait relativement démunie devant les investisseurs. Aujourd'hui, avec les projets de réarmement de l'UE et l'aide à l'Ukraine, elle a bien plus à leur offrir. Le projet de budget communautaire pour la période 2028-2034 pourrait aussi lui donner de nouveaux arguments.

Y sont en effet inscrits de nouveaux programmes qui devront être financés par de la dette commune, mais dont rien ne permet de garantir, à ce stade, qu'ils survivront aux négociations en cours entre les Vingt-Sept. Dont une enveloppe de 150 milliards d'euros (« programme Catalyst »), pour aider les Etats membres à financer leurs priorités. Ou encore une nouvelle aide de 100 milliards d'euros à l'Ukraine, dont le montant pourrait être revu à la hausse si la guerre devait se poursuivre. En l'état, dans le cadre du prochain cadre financier pluriannuel, ce sont 350 nouveaux milliards d'euros que devra emprunter la Commission au nom des Vingt-Sept. Sans compter les 400 milliards d'euros mobilisables grâce un « instrument de crise » qu'elle propose aussi de créer, mais dont on ne sait pas dans quelle mesure il sera activé.

« *Ces montants restent insuffisants* », jugent Olivier Blanchard et Angel Ubide. Conséquence de cette pénurie qu'ils regrettent, poursuivent les deux économistes, « *les investisseurs traitent les EU-bonds comme des obligations supranationales [dont ils limitent les allocations dans leurs portefeuilles], et non pas comme des obligations qui seraient émises par des Etats souverains.* » La demande en est réduite et le coût renchéri. « *Le spread [des eurobonds] par rapport au Bund allemand est systématiquement plus élevé que celui payé par les Pays-Bas, un autre emprunteur triple A, et il est même arrivé qu'il dépasse celui de l'Espagne, bien moins notée* », écrivait, pour le think tank CEPR, Giovanni Bonfanti, le 10 décembre 2025.

« Agence de la dette »

Alors qu'il existe plusieurs émetteurs européens – la Commission, mais aussi la Banque européenne d'investissement, le Mécanisme européen de stabilité... qui affichent un encours total de 1 300 milliards d'euros, selon Bruxelles –, certains défendent l'idée d'une « *agence européenne de la dette* ». Dont Emmanuel Macron, qui préfère parler d'un « *trésor européen* ». « *Il aurait la responsabilité de ces émissions avec une signature commune. Et là, vous avez un instrument de puissance géopolitique qui est énorme. Un actif qui devient une valeur refuge. Et progressivement, vous allez attaquer l'hégémonie du dollar* », détaillait-il le 10 février.

Les dirigeants européens « *ont depuis longtemps compris le besoin d'une dette commune, mais ils l'ont cachée dans des entités séparées pour éviter d'en payer le coût politique. Cette approche leur a permis d'emprunter ensemble, mais elle a un coût financier élevé* », analyse Giovanni Bonfanti. « *On a besoin de s'endetter parce que les Européens ne veulent pas répondre à la question de savoir quand ils doteront l'UE d'un vrai budget* », ajoute l'eurodéputée (Place publique) Aurore Lalucq.

A l'heure où le décrochage économique de l'UE se compte en milliers d'emplois perdus chaque mois sur le continent, où les besoins en investissement sont massifs et où les investisseurs cherchent des alternatives au dollar, il est peut-être temps de sortir d'une sorte d'hypocrisie collective.