

L'investissement public, malgré le mur de la dette

di Jézabel Couppey-Soubeyran

Tandis que l'incertitude est à son comble concernant le budget 2026 et que le débat public reste focalisé sur le mur de la dette, on en oublie l'autre mur à franchir, celui de l'investissement dans la transition écologique et l'autonomie stratégique. Sans investissements massifs dans l'énergie, l'industrie, le numérique, l'agriculture, la défense, les discours sur nos enjeux de souveraineté finiront par sonner bien creux. Or ceux-ci requièrent une grande part de fonds publics. L'équation des finances publiques n'en est que plus épineuse, exigeant à la fois de fixer un cap d'investissements et de trouver comment les financer sans percuter le mur de la dette. Qu'il s'agisse de dépenses de défense à court terme ou de financer la transition dans la durée, l'effort demandé aux Etats apparaît important et soulève la question des capacités financières des acteurs publics. En 2024, le Haut-Commissariat à la stratégie et au plan estimait qu'un tiers seulement des investissements bruts bas carbone à réaliser dans le bâtiment et les transports seraient rentables sans soutien public. Selon le rapport annuel de l'Institut de l'économie pour le climat, entre 18 milliards et 52 milliards d'euros de dépenses publiques annuelles supplémentaires seront nécessaires à l'horizon 2030 pour tenir les objectifs climatiques de la France. La quête d'autonomie stratégique ne fait qu'amplifier ces besoins.

Dire que la rentabilité « économique » de ces investissements dépasse de loin leur rentabilité financière ou, comme la Cour des comptes en septembre, que l'inaction coûtera à terme beaucoup plus cher aux finances publiques en souligne l'impérieuse nécessité, mais ne suffit pas à les déclencher. Il faut une capacité de financement public pour engager ces dépenses. Or les capacités d'emprunts de l'Etat sur le marché de la dette ne sont pas sans limites et se dégradent plus ou moins fortement à mesure que sa dette augmente. La dette de la France n'a pas le totem d'immunité de la dette

japonaise, détenue à 47 % par la Banque centrale du Japon. A seulement 15 %, la part de la dette publique française détenue par la Banque de France est trop faible pour exercer l'effet protecteur de ce créancier extraordinairement patient et stoïque, sans aucune visée spéculative ou d'enrichissement dans sa détention de titres, aux antipodes d'un fonds d'investissement étranger prompt à se délester de ses titres à la moindre perspective négative. Et la dette publique française pâtit, au contraire, d'une forte détention par les non-résidents (52 %, contre 13 % dans le cas de la dette japonaise), d'autant plus qu'à la différence de la dette américaine, elle n'est ni émise dans une devise-clé, ni mutualisée avec les autres Etats de la zone euro.

Convaincre les partenaires européens

Résultat, comme le montre une note de l'Institut Veblen, « Qui détient la dette publique ? Une question-clé pour la soutenabilité », publiée le 9 septembre, le taux d'intérêt réagit trois fois plus sur le marché de la dette française à l'augmentation de cette dernière 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. Attention cependant à ne pas sacraliser ces totems car, même au Japon, où la dette a augmenté pendant des décennies sans aucun surcoût, l'investissement public a fortement chuté en proportion du produit intérieur brut (PIB). En outre, le taux d'intérêt de la dette japonaise a beaucoup augmenté ces derniers mois (plus de 100 points de base en un an sur trente ans). Quant au bon du Trésor américain, ce n'est peut-être déjà plus la quasi-monnaie que les investisseurs non résidents y voyaient par le passé, en témoignent leur part dans la dette américaine qui a baissé (27 % contre plus de 40 % dix ans auparavant) et une charge d'intérêts qui n'a cessé d'augmenter (4,17 % du PIB fin 2024, plus que celle de l'Italie par exemple).

Pour que sa dette publique puisse continuer d'augmenter sans coûter plus cher, la France pourrait donc chercher à convaincre ses partenaires européens de se doter de ces totems d'immunité qui leur manquent aussi, en plaidant pour de nouveaux programmes d'achats d'actifs publics de la Banque centrale européenne ou pour un fédéralisme budgétaire. Mais seule une ferme volonté politique pourra transformer cette capacité accrue d'endettement en investissements. Et il ne faudra pas non plus surestimer l'appétit des demandeurs de titres, car le marché n'est pas un puits sans fond : l'offre de titres doit y rencontrer la demande. Or plus la dette augmente et plus les émissions nouvelles servent à rembourser les dettes passées : 45 % des émissions de dettes publiques du Trésor français ont servi à rouler la dette en 2024, c'est-à-dire à rembourser des emprunts passés. Cela obère la capacité des nouveaux emprunts à financer des investissements d'avenir.

Dans ces conditions, pourquoi s'interdire d'aller chercher d'autres sources de financements en dehors du marché de la dette ? Ces sources ont existé par le passé (avances de la Banque centrale au Trésor, circuit du Trésor, ...) et on peut en imaginer de nouvelles (pôle public de financement autour des banques publiques d'investissement, subventions monétaires de la Banque centrale...). Sans cela, on continuera de fermer les yeux sur le mur d'investissements par incapacité de le franchir.

Jézabel Couppey-Soubeyran est maîtresse de conférences d'économie à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne et directrice scientifique de la chaire Energie et prospérité. Elle est l'autrice de « L'Argent expliqué à ma mère... et à son banquier » (Seuil, 228 p., 13,50 €)