

**Investir à long terme,
urgence à court terme
(quelques pistes de réflexion)**

Janvier 2022

Table des matières

I.	Introduction.....	5
II.	De quoi le long terme est-il le nom ?	6
A.	Prise de risque : le saut dans l'incertain	7
B.	Calcul patient : la rentabilité, mais pas seulement	7
C.	Création de valeur : la valeur pour soi, mais aussi pour les autres.....	8
D.	Les externalités, au cœur de l'investissement de long terme.....	8
III.	C'est quoi le problème ?	11
A.	Des financements abondants et encore plus disponibles suite à la crise.....	11
1.	Du côté des ménages	11
2.	Du côté des entreprises	13
3.	Une surabondance de liquidités dans l'économie en général.....	14
B.	La crise a accru des besoins déjà considérables.....	16
1.	Un déficit d'investissements longs	16
2.	Alors que les besoins explosent	16
C.	Mais l'allocation des sources de financement aux besoins n'est pas satisfaisante..	18
1.	Sur le plan quantitatif	18
2.	Sur le plan dynamique	19
3.	Sur le plan qualitatif : illustration avec la transition environnementale.....	20
IV.	Une insuffisance qui remonte à loin	21
A.	La question est celle de l'intermédiation, pas celle des intermédiaires... ..	21
1.	Résilience des intermédiaires	21
2.	Diversité des intermédiaires	22
B.	L'Etat au secours de l'économie ou « Au secours ! l'Etat revient » ?	23
1.	Une Europe de l'investissement par la relance ?	24
2.	Le cas français	25
C.	...mais c'est par incapacité à prendre le risque du long terme	26
V.	Le long terme, c'est maintenant ?	29
A.	Quelques questions liminaires à la lumière de la crise	30
B.	Préserver et développer la capacité de la puissance publique à favoriser l'investissement de long terme	31
1.	Adapter les règles d'équilibre budgétaire aux impératifs de l'investissement de long terme	31
2.	Accroître l'effet d'entraînement économique de la dépense publique.....	32
C.	Permettre aux intermédiaires financiers de transformer l'épargne en investissement long.....	34

1.	Permettre aux intermédiaires d’assumer le risque qu’ils sont capables de supporter.....	34
2.	Permettre aux intermédiaires d’offrir des supports adaptés.....	35
D.	Pour une évaluation partagée des risques et des rendements de long terme.....	38
1.	Pas d’évaluations justes sans informations fiables.....	38
2.	Une bonne information pour tous : de l’épargnant jusqu’aux acteurs les plus sophistiqués.....	39
3.	Hierarchiser les externalités	40
VI.	Conclusion	41

Ce rapport est issu des travaux d'une Commission présidée par Bernard Attali, Conseiller-Maître Honoraire à la Cour des Comptes.

Les travaux étaient animés par Laurent Zylberberg, Directeur des relations institutionnelles, internationales et Européennes à la Caisse des Dépôts.

Laurent Trevisani, Patrick Artus et Audrey Tcherkoff ont été respectivement les animateurs des groupes de travail consacrés aux besoins, aux ressources et aux acteurs/outils. Gen Oba, Fatima Hadj et François Calonne en étaient les rapporteurs.

Les autres membres de la Commission étaient Mireille Aubry, Sophie Barbier, Pierre Bollon, Joachim Bitterlich, Virginie Chapron du Jeu, Michel Derdevet, Arnaud De Bresson, Edouard De Lencquesaing, Laure Delahousse, Philippe Dutertre, Jean-Paul Fitoussi, Stéphane Gallon, Christophe Gouardo, Pascal Lagarde, Sylvie Malécot, Olivier Mareuse, Christophe Nijdam, Joel Prohin, Benjamin Quatre, Hubert Rodarie, Yann Tampereau, France Vassaux.

L'ensemble des contributeurs ont participé à ce rapport à titre individuel.

« Pour ce qui est de l'avenir, il ne s'agit pas de le prévoir mais de le rendre possible »
Antoine de Saint-Exupéry

I. Introduction

La crise financière de 2008-2009 a provoqué un ralentissement de l'investissement long en Europe et la crise que nous connaissons aujourd'hui met crûment en lumière les effets de ce décrochage. Les infrastructures de transports sont souvent vieillissantes, les structures hospitalières se sont montrées insuffisantes et parfois dépassées, la recherche apparaît comme exsangue, la paupérisation de l'enseignement supérieur est avérée, l'accès aux réseaux et services numériques est largement inégalitaire, les filières de production sont trop dépendantes...

La crise actuelle révèle les fragilités d'un modèle de croissance qui repose sur un épuisement progressif des ressources naturelles, une spécialisation à outrance et une négligence coupable à l'égard de la dimension sociale et humaine du développement.

En privilégiant les profits de court terme au détriment d'une croissance durable, seule à même d'en assurer la pérennité, en d'autres termes, en sacrifiant le long terme aux exigences de court terme, nous renonçons à la résilience économique permise par l'investissement contracyclique. Pour dramatique qu'elle soit, la situation n'est pas irrémédiable, en témoignent les vastes plans de relance déployés à travers le monde mettant notamment en leur cœur la relance des investissements. Il est possible de faire, à nouveau, de l'investissement de long terme un moteur pour la croissance mais cela nécessite, avant tout, d'établir un diagnostic juste sur la situation actuelle et de se poser les bonnes questions pour agir de façon pertinente.

Affirmer l'importance du long terme apparaît comme une évidence. Pourtant beaucoup de dispositifs existants, qu'ils soient réglementaires, législatifs ou autres, privilégient le court terme au nom de la prudence. Les acteurs économiques eux-mêmes, averses au risque, tendent à préférer un horizon rapproché, plus familier et finalement plus rassurant que l'horizon éloigné porteur d'incertitudes et de menaces. Comment investir à long terme dans un environnement de plus en plus incertain, lorsque les signaux semblent brouillés, chaotiques et peu lisibles ? Quelle peut être la rationalité des investissements longs alors que l'histoire récente semble déjouer les calculs économiques les plus rationnels ? Comment prendre en compte tous les effets des décisions d'investissement alors que ceux-ci sont de plus en plus nombreux et complexes ? Les investissements en faveur d'une croissance durable, qui auraient dû être faits depuis longtemps, n'ont-ils pas un coût de plus en plus exorbitant à mesure qu'ils deviennent de plus en plus nécessaires ? Parce que la crise nécessite de réagir dans l'urgence, pour faire face aux situations les plus critiques, ne devient-il pas de plus en plus difficile de prendre en considération le long terme, aux effets moins immédiats ?

Lors de nos échanges, nous nous sommes heurtés au paradoxe européen qui fait que nos économies sont très fortement entremêlées tout en présentant des caractéristiques individuelles fortes issues de l'Histoire. Nous nous sommes souvent appuyés sur des éléments français tout en sachant que cela n'éclairait qu'une partie du problème. Nos travaux auront donc vocation à être poursuivis dans une dimension européenne par la suite pour être approfondis.

En réunissant des personnes aux parcours et horizons divers, l'objectif de ce rapport est autant de répondre à toutes ces questions que de formuler quelques propositions permettant d'aller de l'avant. **Ces propositions -en fin de texte- s'inscrivent dans un espace à trois dimensions :**

- (1) Des mesures d'ordre normatif s'adressant aux acteurs financiers ou extra-financiers
- (2) Des incitations politiques suggérées par les acteurs publics
- (3) Des innovations institutionnelles pour porter les changements dans la durée.

II. De quoi le long terme est-il le nom ?

En 2018, le rapport « Oser le long terme »¹ a montré la difficulté à définir l'investissement de long terme autrement qu'« en creux » : « *l'investissement de long terme n'est ni une classe d'actifs, ni un type de passif, ni un type d'acteurs, ni un mode de gestion, mais c'est un peu de tout cela...* ».

Il en est découlé une définition de l'investissement de long terme comme étant « *la stratégie de placement financier déployée par un opérateur, quel qu'il soit, disposant de ressources stables qui, à la fois, autorisent et nécessitent une allocation d'actifs susceptibles de produire un retour économique dans le temps* ».

Mais la crise que nous venons de traverser nous invite à nous reposer la question de cette définition du point de vue des acteurs économiques. Alors qu'aujourd'hui le futur apparaît comme très incertain et que l'horizon de décision semble se raccourcir de plus en plus, pourquoi et comment des acteurs économiques pourraient-ils faire le pari du long terme ?

Parce que toute définition peut faire l'objet de longues discussions, nous avons choisi de considérer comme investissements de long terme, **des investissements ou des dépenses produisant des externalités positives bénéficiant à l'ensemble de l'économie ou réduisant significativement les externalités négatives produites par d'autres**. Un peu à l'image des évolutions du droit administratif, c'est à partir d'un faisceau d'indices que l'on peut définir les investissements de long terme. Il arrive même, parfois, que dans certains secteurs, des dépenses de fonctionnement (opex) soient aussi indispensables que des dépenses en capital (capex) pour produire des externalités positives dans le long terme. Dans des domaines comme la santé ou l'éducation, des investissements d'équipement sans revalorisation des dépenses de fonctionnement seraient largement vains.

Il fut un temps où la puissance publique planifiait le long terme, fixait les étapes et orientait les investissements, les siens, comme ceux des autres acteurs. Elle en fixait aussi les objectifs stratégiques. Rien de significatif n'est venu remplacer la rue de Martignac², où, au lendemain de la 2^{nde} Guerre Mondiale, alors que seul l'Etat pouvait assumer l'effort de reconstruction, se croisaient des acteurs venus de tous les horizons économiques et sociaux débattant et réfléchissant ensemble pour tracer les grandes lignes d'un avenir commun. Cette période est révolue pour plusieurs raisons. Dans les années 1980, la puissance publique a été considérée comme globalement moins efficace que le marché pour exercer cette fonction de vision et d'orientation. On peut aussi constater que cette même puissance publique ne dispose plus des marges de manœuvre nécessaires pour investir. Ensuite, nous sommes confrontés, notamment dans les pays occidentaux, au « paradoxe des temps » dans un monde en constante accélération³, l'horizon s'est raccourci, tout au moins dans sa partie prévisible. Cela reste vrai même si la transition climatique a fait revivre les projections de très long terme, y compris avec des scénarios démographiques très typés. Dit autrement, nous avons besoin aujourd'hui d'investissements de long terme dans un environnement qui offre peu de certitudes et alors que les horizons des acteurs ne dépassent pas, bien souvent, la dizaine d'années.

¹ Task Force Investissement de long terme de la place de Paris présidée par G. de La Martinière (2018), *Oser le long terme. Refonder l'investissement pour l'Europe de demain*.

² Siège du Commissariat Général au Plan

³ Pour emprunter le terme au philosophe Harmut Rosa *Accélération. Une critique sociale du temps* (2010), La Découverte. Cf. aussi le livre précurseur de Daniel Halévy, *Essai sur l'accélération de l'histoire*, Paris, Editions Self, 1948.

De ce point de vue, l'investissement de long terme suppose que des acteurs économiques rationnels brisent la « tragédie des horizons⁴ », en prenant en compte les effets à venir de leurs décisions⁵. Investir à long terme, c'est d'abord prendre un risque immédiat en espérant générer à long terme de la valeur pour soi et pour les autres. L'investissement de long terme repose donc sur le triptyque : **prise de risque, calcul patient et création de valeur**.

A. Prise de risque : le saut dans l'incertain

L'investissement de long terme suppose un pari sur l'avenir comme une prise de risque dans le temps, tenant compte de l'ensemble des externalités. Cette prise de risque est plus facile pour les acteurs disposant de sources de financement stables car ils sont en mesure d'étaler les risques dans le temps et de patienter pour en retirer des bénéfices. Mais, au vu des enjeux, l'investissement de long terme est une chose trop sérieuse pour être laissée aux mains des seuls acteurs institutionnels de grande taille. Le rôle de ces derniers est d'agir comme catalyseurs, mais le choix du long terme doit être partagé par le plus d'acteurs possible parce que les besoins sont immenses pour permettre à la fois **le changement de mode de croissance et le financement des transitions**.

L'investissement de long terme façonne l'économie de manière structurelle. Il suffit de penser aux infrastructures de transports pour constater leurs impacts sur de longues périodes tant sur les modes de vie que sur les modes de production. Parce que les investissements de long terme sont structurants pour l'avenir, le risque est réel de bâtir des infrastructures répondant à des objectifs pertinents au moment de leur conception mais inadaptés au futur et non transformables à l'avenir. Ce n'est donc pas seulement la maturité qui permet de définir un investissement de long terme, mais aussi sa projection dans le futur, sa capacité à avoir une influence systémique positive et à s'adapter aux modifications de son environnement. Pour les investisseurs, c'est, *in fine*, **accepter une prise de risque aujourd'hui pour diminuer le risque demain**.

B. Calcul patient : la rentabilité, mais pas seulement

S'engager à long terme, c'est aussi bâtir une stratégie éclairée mise en œuvre avec le niveau de qualité requise. Les critères de décision qui sous-tendent les investissements de long terme reposent ainsi sur des approches qui ne se limitent pas à la maximisation des profits financiers anticipés lors de la prise de décision. Sur une longue période, les calculs économiques de rentabilité sont, par définition, plus aléatoires. Pour autant, il ne faut pas croire que des décisions d'investissement de long terme échappent aux calculs économiques et de rentabilité. Il a été ainsi démontré⁶ que la question du retour sur investissement a toujours fait partie de la réflexion des décideurs même pour l'investissement d'un service public sans retours financiers apparents. Si les grilles d'analyse ne sont pas les mêmes, les impératifs économiques ne sont pas pour autant négligés.

⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>, Mark Carney, Gouverneur de la Banque d'Angleterre.

⁵ Mark Carney précise que : *“That means beyond: the business cycle; the political cycle; and the horizon of technocratic authorities, like central banks, who are bound by their mandates. The horizon for monetary policy extends out to 2-3 years. For financial stability it is a bit longer, but typically only to the outer boundaries of the credit cycle about a decade.”*

⁶ Voir notamment Pascale Defline (2011), *Notion de rentabilité financière et logique de choix dans les services publics : le cas des choix d'investissement dans quatre services publics municipaux. Gestion et management*, Conservatoire national des arts et métiers – CNAM.

Voir également l'article « *Investir dans un service public se décide aussi en fonction de critères financiers* », <https://www.laqqzettesdescommunes.com/490439/investir-dans-un-service-public-se-decide-aussi-en-fonction-de-criteres-financiers/>

Le long terme n'est sans doute pas « la Terre promise » mais c'est un impératif pour préparer le futur. Plus exigeant, il doit **intégrer, en plus des contraintes d'aujourd'hui, celles de demain** – non seulement celles qui sont certaines mais aussi celles qui sont probables voire simplement possibles. La crise climatique que nous connaissons emporte une multitude de conséquences économiques, sociales et, dans une certaine mesure, morales. Cela complexifie encore les projections et les contraintes du long terme pour s'engager dans une croissance plus économe en émissions de gaz à effets de serre, plus respectueuse de la planète, tenant compte de son environnement dans toutes ses dimensions visant la recherche de meilleurs équilibres sociaux et humains.

C. Création de valeur : la valeur pour soi, mais aussi pour les autres

Les moteurs de l'action individuelle et collective sont pluriels et ne peuvent être réduits au seul calcul financier rationnel⁷. Ainsi, le moteur de l'investissement repose, pour partie au moins, sur la création de valeur directe qu'il s'agisse de création d'emplois ou de productivité des entreprises et indirecte, tels que la relocalisation économique ou l'attractivité territoriale.

Il est possible de distinguer deux types d'investissements de long terme. Ceux qui produiront la valeur à partir d'une certaine date ; ils obéissent à la classique « courbe en J » : il s'agira donc d'une création de valeur décalée dans le temps. Mais, il existe d'autres investissements de long terme, caractérisés par la durabilité et qui produiront de la valeur tout au long de leur existence sans qu'il y ait nécessairement un décalage dans le temps.

Parce que l'approche de rationalité économique et financière de l'investissement n'épuise pas tout, il convient d'intégrer d'autres éléments. Ainsi, il paraît essentiel de mettre aujourd'hui l'humain au centre du jeu dans les domaines de la santé, de l'éducation et, plus généralement, de tout ce qui a trait à l'« économie de la vie », domaines pour lesquels les retours sont aussi évidents que difficiles à chiffrer. La prise en compte grandissante des biens communs implique d'avoir une appréhension holistique des effets des investissements, c'est-à-dire de les appréhender dans leur globalité et en lien les uns avec les autres. De plus, parce que les investissements d'aujourd'hui ont des effets qui se prolongent dans le temps, ils doivent s'inscrire **dans une perspective de durabilité**. Cela montre les très fortes convergences entre l'investissement de long terme et l'investissement durable.

D. Les externalités, au cœur de l'investissement de long terme

Les trois dimensions de l'investissement de long terme – prise de risque, calcul patient et création de valeur – apparaissent comme intimement liées à la notion d'externalités. Si le rapport « Oser le long terme⁸ » avait déjà établi le lien entre investissement de long terme et externalités, la crise que nous venons de traverser met en évidence la fragilité de nos économies face à des chocs extérieurs.

Dans ce contexte, il est indispensable de faire de la notion d'externalités⁹ le point focal de notre définition de l'investissement de long terme. Sur cette base, nous proposons de construire **une typologie des investissements de long terme** en distinguant trois grands types d'investissement de long terme, auxquels sont associés trois grands enjeux.

Il existe tout d'abord des investissements de long terme qui s'avèrent, ou sont perçus comme, « rentables » et qui, à ce titre, ne rencontrent pas de difficultés particulières pour être financés

⁷ Mancur Olson (1978), *Logique de l'action collective*, PUF.

⁸ *Op. cit.*

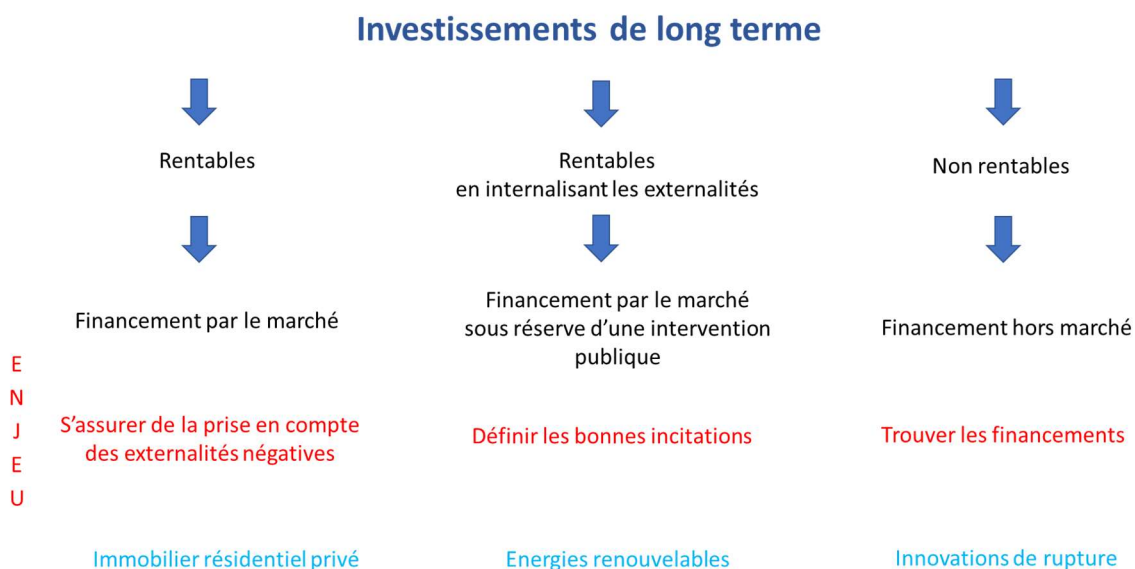
⁹ Classiquement définie par les économistes comme le fait que l'activité économique d'un agent affecte le bien-être d'un autre agent sans qu'aucun des deux reçoive ou paye une compensation pour cet effet.

par les acteurs économiques. C'est par exemple le cas de l'investissement immobilier privilégié par les particuliers en France.

Un deuxième type d'investissements de long terme est celui qui n'est rentable qu'en tenant compte des externalités générées. Ainsi en est-il des investissements dans des énergies renouvelables financés par le marché dès lors qu'il existe des dispositifs tels que la fixation d'un prix de rachat.

Enfin, la dernière catégorie comprend des investissements de long terme non rentables, même en « internalisant » les effets externes qui leur sont associés. C'est le cas, par exemple, de certaines dépenses de recherche très amont, nécessaires aux innovations de rupture, mais qui ne pourront pas être rentabilisées par celui qui les porte en raison du caractère de « bien commun » de ces innovations (caractérisées par des coûts très concentrés et des bénéfices très partagés).

Si ces trois types d'investissements sont indispensables au développement durable de nos économies, seuls certains d'entre eux généreront de la croissance potentielle ou contribueront à la préserver.



Grace à cette typologie, il est possible de mieux définir les enjeux mais aussi les obstacles propres à chaque catégorie d'investissement de long terme. Ainsi, pour la première catégorie d'investissements longs, en l'absence de problème de financement, les difficultés seraient faibles voire inexistantes. En fait, comme pour tous les investissements, il est indispensable de s'interroger sur les externalités générées : elles peuvent être négatives et la rentabilité de l'investissement pour l'acteur économique masque alors des surcoûts pour la société. Les investissements immobiliers, par exemple, ont un impact en termes d'étalement urbain avec des impacts en termes de pollution notamment par les transports, ou d'atteinte à la biodiversité.

Pour la deuxième catégorie, l'enjeu est de définir et de mettre en place des incitations adaptées. Cela implique de mettre au point et d'appliquer des instruments permettant d'intégrer ces externalités dans le processus de décision (réglementation, fixation d'un prix, subvention, fiscalité...). Une fois ces incitations mises en place, les financements de marché peuvent effectivement s'orienter vers ces investissements.

L'enjeu pour la troisième catégorie est de nature différente puisqu'il ne s'agit pas d'orienter les ressources de marché, mais bien de trouver des financements. Ceux-ci sont généralement publics en raison de l'importance des montants et des externalités qui leur sont attachés. Ils sont plus rarement privés car se pose alors la question de l'appropriation privée de biens communs. C'est notamment le cas de la recherche fondamentale financée à fonds perdus par les grandes entreprises en vue des avantages qu'elles en escomptent, à moyenne ou longue échéance, en termes de position sur le marché¹⁰.

Tous les investissements à long terme ne sont donc pas équivalents ni dans leur nature, ni dans ce qu'ils impliquent. C'est à partir des externalités, positives et négatives, qu'il est possible de mettre en évidence l'ensemble des enjeux associés à l'« investissement long ». Pour financer le long terme, il faut des fonds disponibles et si possible sans échéance structurelle autre que celle qui résulterait d'un arrêt d'activité. C'est en particulier le cas des investisseurs dits « institutionnels » car leur modèle d'activité leur permet de bénéficier du cycle économique inversé dans lequel leur besoin de trésorerie BFR est structurellement négatif. Toutefois ces acteurs doivent être en situation d'accepter d'allouer ces ressources aux investissements les plus porteurs d'externalités positives et les moins générateurs d'externalités négatives.

Cette allocation différenciée ne peut pas reposer sur les seuls mécanismes du marché, il faut des incitations adaptées qui permettent d'internaliser les coûts ou les bénéfices de ces externalités. Cela peut aussi aboutir à des financements qui, en première analyse, apparaîtraient « en pure perte » pour ceux qui les engagent, mais qui ne le sont pas pour la société. Il s'avère ainsi indispensable d'identifier et de hiérarchiser les externalités. Cela peut se faire sur la base des impacts connus lors de l'investissement, mais aussi en prenant en compte les choix de société que nous souhaitons faire. De fait, la question de l'investissement de long terme nous renvoie donc à la palette des rôles que peut jouer la puissance publique comme producteur de normes, financeur ou encore stratège.

¹⁰ Tribune de Patrick Lemaire, Le Monde daté du 12 octobre 2021.

III. C'est quoi le problème ?

Pour parodier Boris Vian¹¹, dans la java des investissements, l'important c'est « où ce qu'ils tombent ». En effet, si les ressources sont surabondantes (A), et alors que les besoins d'investissement à long terme s'accroissent (B), il est clair que l'allocation des ressources aux besoins ne s'effectue pas de manière satisfaisante (C).

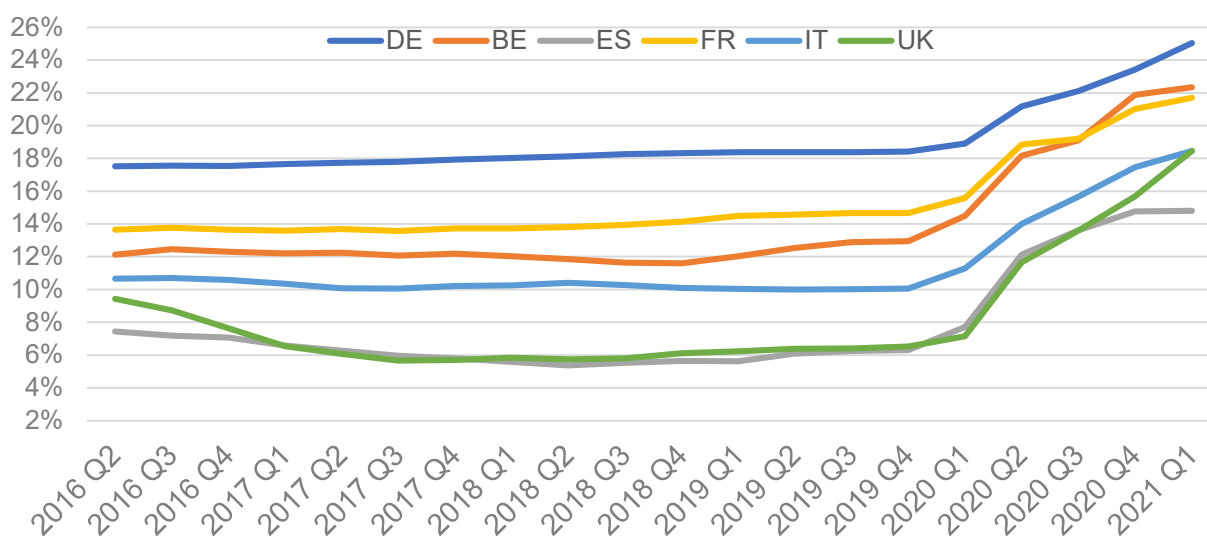
A. Des financements abondants et encore plus disponibles suite à la crise

Alors que l'épargne avait déjà atteint un niveau élevé en France et en Europe depuis plusieurs années, la crise pandémique de 2020 l'a encore renforcée à la fois en raison des comportements des ménages et des entreprises (effet de report des dépenses et épargne de précaution) mais également sous l'effet de la forte augmentation de la liquidité disponible dans le système consécutive aux politiques monétaire et budgétaires expansionnistes.

1. Du côté des ménages

Elevée depuis de nombreuses années, l'épargne des ménages européens s'est accrue sensiblement depuis la fin 2019 dans les principaux Etats membres, comme l'indiquent les données de l'Observatoire de l'épargne européenne.

Taux d'épargne des ménages dans quelques grands pays européens



Données : Observatoire de l'épargne européenne (OEE), 2021

Le surcroît d'épargne des ménages dans la zone Euro en 2020 s'est ainsi élevé à 450 milliards d'euros (par rapport au dernier trimestre 2019), soit environ 4% du produit intérieur brut (PIB) de l'Eurozone¹².

¹¹ Boris Vian (1955), « La java des bombes atomiques ».

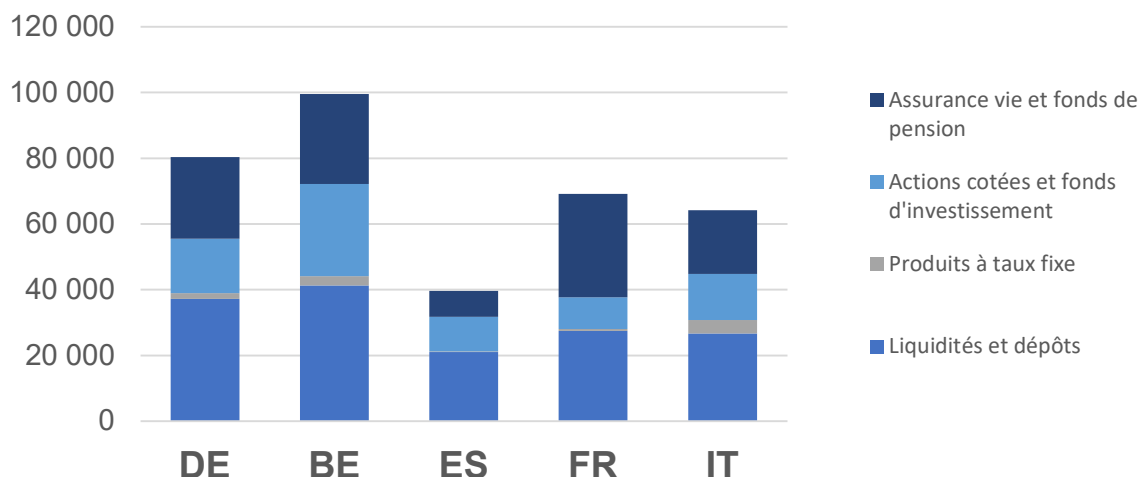
¹² European households: the double dividend of excess savings, 29 April 2021

https://www.eulerhermes.fr/content/dam/onemarketing/ehndbx/eulerhermes_fr/news/290421/2021_04_29_Excess_savings_Europe_FINAL.pdf

Toujours d'après les données de l'Observatoire Européen de l'Épargne, en ce qui concerne la France, les ménages ont épargné en moyenne l'an dernier 21,3 % de leur revenu brut disponible (contre 15 % en 2019), soit autant qu'en 1975, précédent record suite au choc pétrolier. L'épargne brute des ménages français en 2020 atteint presque 318 milliards d'euros (+100 Md€ en un an) selon l'INSEE¹³.

Les liquidités et dépôts représentent plus de 40% de l'épargne des ménages dans les principaux Etats membres de l'Union européenne.

Composition du patrimoine financier en EUR (premier trimestre 2021)

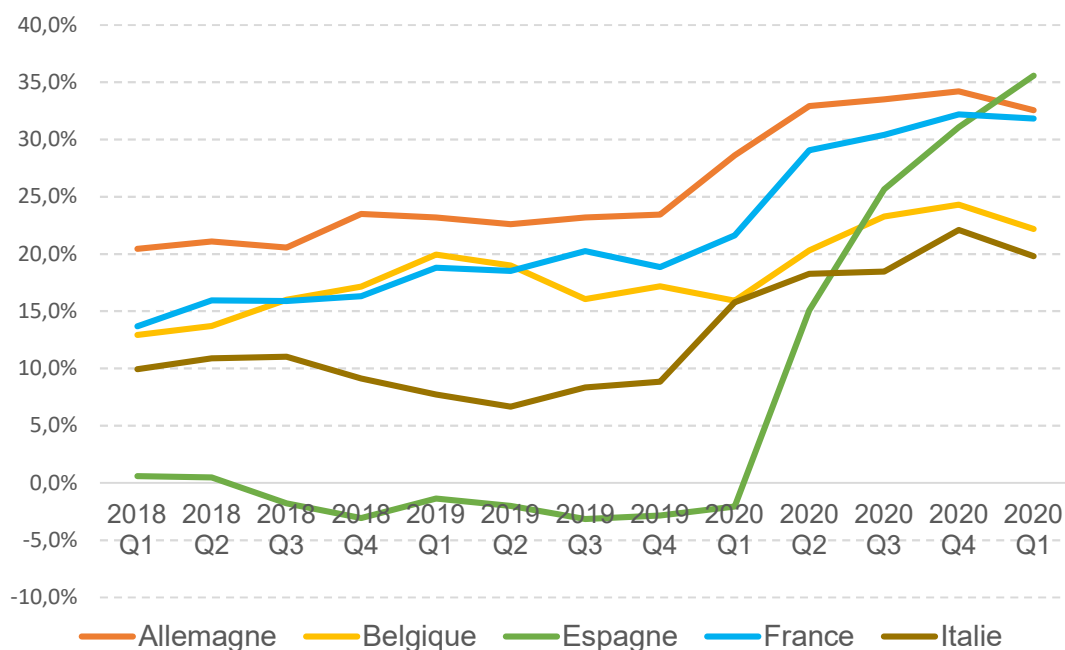


Données : Observatoire de l'épargne européenne (OEE), 2021

L'épargne la plus liquide (monnaie fiduciaire et comptes à vue) a augmenté fortement durant la crise, plus de 10 points pour les ménages français sur un an. Cette augmentation sensible répond à la fois à **une épargne forcée** (report des achats dans un contexte de confinement et de fermeture de magasins sur certaines périodes) et **une épargne de précaution** (épargne liée à l'incertitude sur la situation).

¹³<https://www.insee.fr/fr/statistiques/2830268#:~:text=Lecture%203A%20en%202020%2C%20le%20taux,4%20%25%20du%20revenu%20disponible%20brut.>
<https://www.insee.fr/fr/statistiques/2830268#:~:text=Lecture%203A%20en%202020%2C%20le%20taux,4%20%25%20du%20revenu%20disponible%20brut.>

Evolution de la part de l'épargne très liquide des ménages au cours de la crise (en % de l'épargne totale)



Données : Observatoire de l'épargne européenne (OEE), 2021

2. Du côté des entreprises

En raison du report des dépenses notamment d'investissement¹⁴ et surtout grâce aux mesures prises par les pouvoirs publics face à la crise (reports de charges, chômage partiel, subventions, prêts garantis par l'Etat), les réserves de liquidités des entreprises se sont également accrues l'an dernier : cette hausse est générale en Europe, avec 184 Md€ la France (+26% vs 2019) devance le Royaume-Uni et l'Italie¹⁵.

Cette hausse ne doit pas dissimuler des disparités sectorielles car les liquidités sont concentrées essentiellement sur les secteurs des biens de consommation, de l'industrie et de la pharmacie.

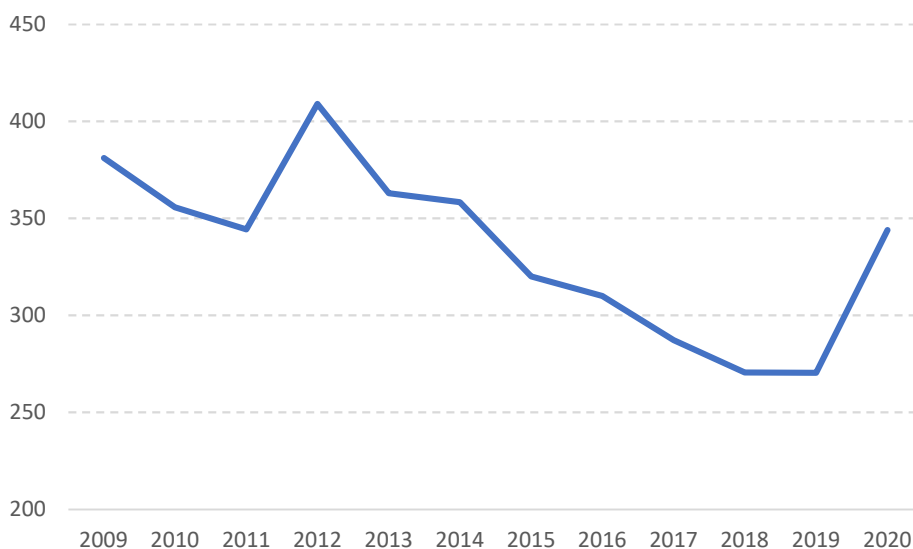
Mais si les entreprises disposent de trésoreries importantes, elles sont aussi fortement endettées (elles ont d'ailleurs eu recours aux prêts garantis par l'Etat de manière préventive, sans souvent les consommer en totalité). Arrivées bien capitalisées dans cette crise sanitaire, les entreprises ont, dans une grande mesure, peu utilisées l'endettement de précaution. Cependant, certaines d'entre elles, en particulier dans les secteurs les plus touchés (tourismes, services culturels...) en ressortent avec un bilan dégradé et des capacités limitées à renouer rapidement avec une politique d'investissements significatifs. Le ratio de leur dette ramenée à leurs fonds propres est élevé en raison de la faiblesse relative de ces fonds

¹⁴ <http://www.rexecode.fr/public/Analyses-et-previsions/A-noter/Covid-19-grandes-entreprises-et-ETI-signalent-moins-de-difficultes-ardues-de-tresorerie-mais-les-deux-tiers-reportent-leurs-investissements>

¹⁵ <https://www.eulerhermes.fr/actualites/tresorerie-entreprises-francaises-2021.html>

propres¹⁶, notamment dans les PME¹⁷ - ce qui limite leur capacité à renouer rapidement avec une politique d'investissements significatifs. On peut cependant noter que la lecture des bilans 2020 fait récemment par la Banque de France permet d'avoir une approche plus nuancée de cet endettement¹⁸.

Evolution du taux d'endettement net, après impôt des entreprises non financières, dans la zone Euro



Données : Eurostat, 2021

3. Une surabondance de liquidités dans l'économie en général

a) Une politique monétaire très accommodante

Pour permettre aux Etats et aux agents économiques (entreprises, ménages) d'emprunter à coût réduit et donc faciliter la relance de l'activité, la Banque Centrale Européenne (BCE) a fixé en 2016 à 0% son principal taux directeur. Elle applique également, depuis 2015, une politique d'« assouplissement quantitatif »¹⁹, soit un programme d'achats d'actifs²⁰ permettant d'injecter massivement de la liquidité dans l'économie. L'encours de ce programme d'achat d'actifs s'élevait à 3 038 Md€ au mois de juillet 2021.

Suite à la pandémie, la BCE a conçu en mars 2020 un programme additionnel d'urgence, le « Pandemic Emergency Purchase Programme » (PEPP), portant initialement sur 750 Md€

¹⁶ Rappelons que le niveau de fonds propres constitue un déterminant majeur du risque de défaillance ; cf. le rapport de l'Observatoire du financement des entreprises consacré aux TPE/PME du 12 mai 2021 :

<https://mediateur-credit.banque-france.fr/rapport-sur-les-fonds-propres-des-tpe-et-pme>

¹⁷ Le déficit de fonds propres des PME françaises s'élève à date à 30 Mds EUR. Un chiffre 10 fois supérieur à celui des PME allemandes (3 Mds EUR), mais deux fois moindre que celui des PME italiennes (70 Mds EUR). Voir l'étude « EUR100BN Equity Gap for French and Italian SME's » (oct. 2020) :

https://www.eulerhermes.fr/content/dam/onemarketing/ehndbx/eulerhermes_fr/news/091020/2020_10_08_SME_Equity_Gap_FINAL.pdf

¹⁸ Cf. [En 2020, les mesures de soutien modèrent l'impact de la baisse d'activité des PME | Banque de France \(banque-france.fr\)](https://www.banque-france.fr/fr/actualites/2020/10/08/en-2020-les-mesures-de-soutien-modere-nt-l-impact-de-la-baisse-d-activite-des-pme)

[Crise sanitaire : quel impact sur l'endettement des PME ? | Banque de France \(banque-france.fr\)](https://www.banque-france.fr/fr/actualites/2020/10/08/crise-sanitaire-quel-impact-sur-l-endettement-des-pme)

¹⁹ Ou « Quantitative Easing »

²⁰ Notamment de la dette souveraine.

d'achat d'actifs ; l'enveloppe a été augmentée fin 2020 pour un objectif de 1 850 Md€ d'achat d'actifs, potentiellement jusqu'en mars 2022.

Si cette politique monétaire expansionniste permet de s'assurer de la disponibilité de liquidités dans le système, même en phase de stress aigu, elle a pour conséquence de brouiller **le prix du temps : dans un environnement où les taux d'intérêt – y compris sur plusieurs années pour les meilleures signatures – sont négatifs et où la courbe des taux** (le niveau des taux par maturité) **est plate, le temps n'a littéralement plus de prix**. Pourquoi bloquer des liquidités pendant plusieurs années si la rémunération de leur illiquidité est faible, voire négative ?

Par ailleurs, si les importantes liquidités permettent aux acteurs financiers de renforcer leur résilience face aux chocs, celles qui sont immobilisées, au titre des ratios prudentiels de Bale III et de Solvency 2, dans leurs bilans ne sont plus mobilisables pour l'investissement dans l'économie réelle. En effet, cela générerait des besoins de fonds propres et de rentabilité des activités qui ne sont pas réalistes. L'économiste Laurent Quignon²¹ décrit ironiquement la situation en indiquant que les ratios de Bale III et de Solvency 2 auraient les vertus de la lance d'Achille guérissant les blessures qu'elle infligeait.

b) Une politique budgétaire volontariste

Pour faire face à la crise, l'Union européenne a également mis en place une politique budgétaire volontariste.

Dans un premier temps, **des mesures d'urgence** ont été prises pour aider les acteurs économiques à faire face aux problèmes de trésorerie induits par l'arrêt d'activité lié au confinement. La Commission a lancé deux paquets de mesure d'urgence : le Coronavirus Response Investment Initiative (CRII22 et CRII+)²³, entrés en vigueur respectivement en mars et avril 2020. Ces deux paquets modifient notamment le Règlement régissant l'utilisation des fonds structurels européens. Ils mobilisent aussi la politique de cohésion pour apporter une aide aux secteurs (santé, PME) et aux territoires les plus touchés par la crise. Par ailleurs, la Banque Européenne d'Investissement a débloqué un paquet financier de 40 Md€ et a été chargée de la gestion d'un Fonds de garantie paneuropéen (FGE), principalement ciblé sur le financement des entreprises.

Au-delà des mesures de court terme, et faisant suite à une proposition franco-allemande ambitieuse, la présidente de la Commission européenne a présenté, le 27 mai 2020, une proposition de « **Plan de relance européen** », appelé « **Next Generation EU** » modifiant en profondeur les discussions budgétaires alors en cours et marquant une rupture dans l'histoire de la construction européenne. Ces plans sont marqués par deux nouveautés majeures : le relèvement du plafond des ressources propres de l'UE et la mise en place d'une capacité d'emprunt au niveau communautaire introduisant une solidarité financière nouvelle entre les Etats membres. Le plan de relance qui s'élève à 750 Md€ jusqu'en 2024 est destiné à apporter des financements aux Etats membres, sous forme de subventions et de prêts qui financeront des plans nationaux de relance.

²¹ <https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=19080>

²² [Règlement \(UE\) n°2020/460](#) du 30 mars 2020 portant sur les mesures spécifiques visant à mobiliser des investissements dans les systèmes de soins de santé des États membres et dans d'autres secteurs de leur économie en réaction à la propagation de la COVID-19

²³ [Règlement \(UE\) n°2020/558](#) du 24 avril 2020 portant sur les mesures spécifiques visant à offrir une flexibilité exceptionnelle pour l'utilisation des Fonds structurels et d'investissement européens en réaction à la propagation de la COVID-19.

Cette politique au niveau européen a été renforcée par des politiques nationales également très volontaristes, comportant également des mesures de soutien d'urgence à l'économie et des plans de relance mettant en œuvre et complétant le plan européen (« **France relance** » dans l'Hexagone)²⁴.

L'ensemble de ces mesures a permis de contenir la crise et de favoriser le rebond rapide de l'activité. Mais cela s'est aussi traduit par une forte augmentation de l'endettement public. Ainsi, au premier trimestre 2021, la dette publique dépasse 100% du PIB dans la zone euro (en augmentation de plus de 15 points depuis le début de la crise).

B. La crise a accru des besoins déjà considérables

1. Un déficit d'investissements longs

Les enjeux actuels nécessitent un effort accru d'investissement à long terme : la transition énergétique et environnementale mais aussi l'économie de la vie (éducation, santé...), le vieillissement démographique, la transition numérique, l'intelligence artificielle et, plus globalement, l'avènement d'une économie de la connaissance. Mais également il faut investir pour répondre aux fragilités structurelles révélées lors de la crise COVID. Ainsi, dans l'Union Européenne, le besoin en investissement pour les infrastructures liées à l'énergie, le transport, l'eau et les télécommunications était évalué à 688 Mds € par an avant la crise²⁵. Concernant les besoins annuels d'investissement dans les infrastructures sociales (logement abordable, santé, éducation), la High Level task Force présidée par Romano Prodi et Christian Sautter, à la demande de l'Association Européenne des Investisseurs de Long terme (ELTI), les avait estimés, en 2018, à 142 Md€ par an. Le montant minimal d'investissements requis pour la période 2018-2030 a ainsi été évalué à 1 500 Md€²⁶.

Au total, les besoins en infrastructures s'élevaient à environ 5% du PIB de l'Union européenne avant la crise.

2. Alors que les besoins explosent

A la lumière de la crise actuelle, les grands enjeux à relever s'imposent encore plus. Il en est ainsi du renforcement du système de santé et des structures d'accueil des personnes âgées dont la pandémie a cruellement mis en évidence les faiblesses. De même, la recherche dans les domaines des vaccins comme des traitements thérapeutiques sont évidemment stratégiques. Cependant, ce serait passer à côté de l'essentiel que de ne pas souligner **le lien entre les risques de pandémie et la crise environnementale résultant notamment de la dégradation de la biodiversité²⁷**. De même, l'enjeu de la « digitalisation » pour faire face à la crise grâce au télétravail, à l'école à distance au besoin d'accélération transformation numérique des entreprises induits par la crise mais aussi pour permettre le développement de l'administration numérique, est crucial pour éviter le fossé numérique.

Des enjeux jusque-là plus ou moins latents deviennent par ailleurs évidents et immédiats : la question de la souveraineté européenne, que l'on pourrait plus justement qualifier d'autonomie stratégique, et de la continuité des chaînes de production essentielles,

²⁴ Pour une première analyse détaillée voir <https://www.strategie.gouv.fr/publications/comite-devaluation-plan-france-relance-premier-rapport>

²⁵ Banque européenne d'investissement (2016), *Restoring EU competitiveness*.

²⁶ Report of the High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe (2018), *Boosting Investment in Social Infrastructure in Europe* : <https://www.eltia.eu/activities/high-level-task-force-on-social-infrastructure>

²⁷ Cf. Rapport CDC Biodiversité, *Santé et Biodiversité : nécessité d'une approche commune*, Décembre 2019

la relocalisation et la remise en cause de la spécialisation internationale, l'importance de posséder des infrastructures stratégiques résilientes...

Dans le domaine de la transition énergétique, les engagements pris, tant au niveau français qu'international dans la continuité des Accords de Paris en 2015, nécessitent un véritable changement de paradigme et posent la question du financement des investissements nécessaires à leur concrétisation. Ces défis globaux requièrent non seulement un accroissement des flux financiers en direction des investissements bas carbone mais, de manière simultanée, que les flux financiers soutenant un modèle économique carboné se réduisent de façon drastique.

En France uniquement, les besoins supplémentaires²⁸ sont compris entre 15 et 18 milliards d'euros par an à l'horizon 2023, puis 32 à 41 milliards d'euros par an entre 2024 et 2028. De tels niveaux d'investissements ne peuvent être assumés par les seules structures publiques. Pour être mobilisés, les financements privés sont eux conditionnés par une offre suffisante en termes de projets et une répartition du risque qui soit adaptée.

Un autre exemple nous est donné avec la transition numérique dont l'Union Européenne doit se saisir dans la perspective de la « 4^e révolution industrielle ». Cela implique non seulement une montée en compétence pour réduire la fracture numérique entre les territoires de l'UE, mais au-delà il est nécessaire d'agir contre la dépendance de l'UE vis-à-vis des fournisseurs de données numériques majoritairement non-européens. Il s'agit là d'un enjeu de souveraineté dans lequel s'inscrit la cybersécurité²⁹ et dont nous découvrons seulement les prémices.

Enfin, sans entrer dans le détail, mentionnons que l'enjeu de réindustrialisation est largement présent dans de nombreux pays européens. La baisse du poids de l'industrie n'est pas une exception française³⁰.

Au cas particulier de la France, l'enjeu pour les 10 prochaines années est de réussir la modernisation de l'industrie tout en poursuivant l'amélioration de la compétitivité de la production sur le territoire national. Ces enjeux se retrouvent dans le Plan de relance et naturellement dans France 2030³¹.

²⁸ I4CE, Hadrien Hainaut, Maxime Ledez, et Ian Cochran (2019) « Panorama des financements climat », I4CE.

²⁹ C'est le sens d'une initiative telle que l'initiative franco-allemande *Gaia-X* qui vise à développer les infrastructures de stockage de données au sein du marché unique.

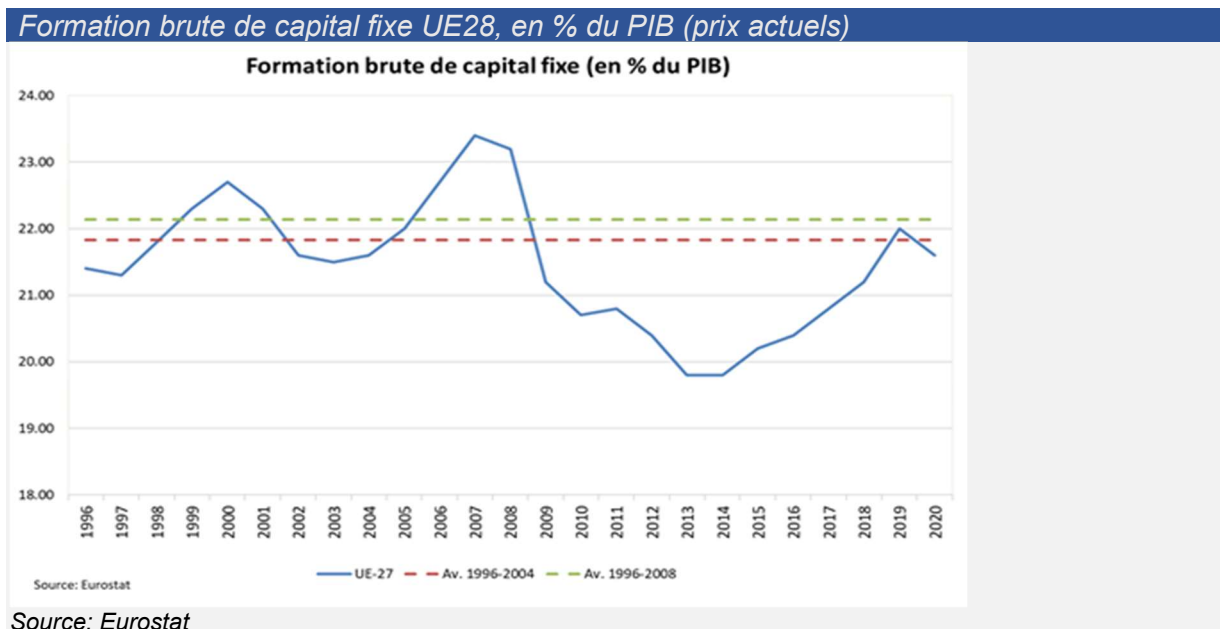
³⁰ Voir notamment les travaux de La Fabrique de l'Industrie présidée par Louis Gallois et Pierre-André de Chalendar. www.la-fabrique.fr

³¹ France Relance vient offrir des moyens en soutien de ce qui pourrait s'apparenter à une nouvelle classe d'actifs : le *venture industriel*. Il s'agit là de promouvoir le renouvellement de la démographie des entreprises industrielles par le soutien à *l'industrialisation des innovations portées par les start-ups à vocation industrielle, en particulier deeptech*.

C. Mais l'allocation des sources de financement aux besoins n'est pas satisfaisante

1. Sur le plan quantitatif

Comme le montre le graphique ci-dessous, le niveau d'investissement en pourcentage du PIB européen est encore aujourd'hui inférieur à celui de 2008.



L'investissement semblait repartir assez nettement à la hausse depuis 2014 et encore plus depuis 2018. Sur cette dernière année, le volume total des investissements dans l'Union Européenne avait augmenté d'environ 3 % par rapport à l'année précédente (soit un rythme supérieur à celui de la croissance) et le taux d'investissement à fin 2019 était supérieur à sa moyenne à long terme partout dans l'Union, à l'exception de l'Europe du Sud. Cependant, les différends commerciaux internationaux et l'affaiblissement des échanges mondiaux ont commencé à freiner cette progression avant même que la crise liée au Covid n'éclate. De fait, **lorsque le coronavirus a commencé à se propager, l'éclatement de la crise économique, la forte montée des incertitudes ainsi que le ralentissement des échanges commerciaux à la suite des restrictions d'activité ont entraîné un fort attentisme des entreprises, en dépit des mesures de soutien dont elles ont bénéficié.** Dans ce contexte, l'arrêt de l'investissement était quasiment inévitable.

Il est clair que le fort rebond constaté en 2021 rend les comparaisons difficiles et que l'analyse sur le temps long des niveaux d'investissements demandera un certain temps pour obtenir des séries comparables.

La forte dégradation des finances publiques risque également d'obérer à moyen terme la capacité de la puissance publique à soutenir l'investissement de long terme. C'est particulièrement vrai en matière de financement des infrastructures – largement porté par les autorités locales notamment en France, où elles assurent près de 70 % de l'investissement public civil (ouvrages de génie civil, logement, éducation et protection de l'environnement).

Quantifier l'impact de l'investissement public sur la croissance est un exercice périlleux tant les paramètres sont nombreux. Cependant, comme le rappelle l'OFCE³², les études menées sur l'impact de l'investissement public « concluent à un fort effet de l'investissement sur l'activité économique à court terme, c'est-à-dire à un multiplicateur élevé »³³. L'OFCE a ainsi estimé que le multiplicateur augmente en période de crise pour atteindre des valeurs élevées comprises entre 1,3 et 2,5 en précisant qu'« il est fort probable que les valeurs des multiplicateurs soient dans la partie haute de la fourchette »³⁴ quand le taux de croissance et les taux d'intérêt sont faibles. Dans cette situation, il n'y a pas d'effet d'éviction du financement privé par le financement public.

Comme le souligne le Gouverneur de la Banque de France³⁵, l'Europe est aujourd'hui encore un poids lourds économique mais la faiblesse de l'investissements de long terme lui ôte sa capacité à se projeter dans l'avenir. En un mot, elle manque de puissance.

2. Sur le plan dynamique

Un cercle vicieux risque de se mettre en place, conduisant à un effondrement de notre modèle actuel de développement par manque d'investissement à long terme. La spécialisation internationale s'est traduite par des délocalisations massives d'industries de main d'œuvre et par une dépendance croissante vis-à-vis de zones économiques, en Asie notamment, qui n'ont pas les mêmes standards que l'Europe en matière environnementale, sociale ou de gouvernance ainsi que de respect des personnes. Cette délocalisation des activités de main d'œuvre implique un renforcement relatif des activités de haute technologie dans les pays du Nord. Or, des parties importantes de la population n'ont pas accès à ces emplois nouvellement créés par car elles ne bénéficient ni de l'éducation ni de la formation nécessaire³⁶. Cette spécialisation internationale a également des conséquences écologiques lourdes liées à aux chaînes d'approvisionnement. Tous ces éléments réunis risquent de nous entraîner dans une spirale dramatiquement négative.

Sur le plan financier, l'Europe accumule les handicaps. L'épargne abondante ne s'investit pas dans une économie atone mais s'oriente vers des continents économiquement plus dynamiques. Dans le même temps, les entreprises locales vont rechercher leur financement en-dehors de l'Union européenne. Ces mécanismes se renforcent mutuellement et expliquent, pour partie, au moins, la faiblesse persistante de l'investissement en Europe.

Face à une valeur ajoutée qui va en diminuant, le maintien du niveau de vie des habitants repose sur une inexorable montée de l'endettement, soit privé à l'exemple des Etats-Unis, soit public dans le cadre de politiques de transferts sociaux. Ces mécanismes, non viables sur le long terme, permettent de maintenir des niveaux de consommation qui ne sont plus financés par des revenus d'activités. Mais cette montée de l'endettement fragilise aussi à terme la capacité des acteurs économiques, au premier rang desquels les autorités publiques, à financer l'investissement nécessaire à la croissance.

Au total, la crise sanitaire récente a mis en évidence, de manière brutale, la fragilité et la non-soutenabilité d'un mode de développement dans lequel l'investissement est avant tout un investissement financier, déconnecté de l'économie réelle.

³² Mathieu Plane, Xavier Ragot, Francesco Saraceno (2020), « Investissement public et capital productif en France : état des lieux et perspectives », Policy brief n°79, OFCE.

³³ Un multiplicateur égal à 2 est très élevé, au point de générer des ressources fiscales permettant de rembourser la dette induite par l'investissement public. On dit alors que l'investissement public est autofinancé.

³⁴ Xavier Ragot et Francesco Saraceno (2016), *Investissement public, capital public et croissance*, OFCE.

³⁵ <https://www.banque-france.fr/intervention/conference-de-haut-niveau-college-deurope-31-mars-2021-le-retard-de-croissance-de-leurope>

³⁶ Cf. Vaclav Smil (2013), *Made in the USA the rise and the retreat of American Manufacturing*, MIT press.

3. Sur le plan qualitatif : illustration avec la transition environnementale

En 2019, les investissements européens consacrés à l'atténuation des changements climatiques ont progressé sur un an de 2,7 % pour atteindre 175 Md€. C'est dans le secteur des énergies renouvelables que leur hausse a été la plus forte. Dans celui de l'efficacité énergétique en revanche, ils ont stagné.

Depuis 2016, les investissements consacrés à l'atténuation des changements climatiques ont légèrement diminué en pourcentage du PIB et du volume d'investissement global, et selon la BEI³⁷, cette tendance devait se poursuivre en 2021.

Concernant les investissements des entreprises, il est difficile d'isoler ceux que l'on peut définir comme de long terme. Mais s'agissant des investissements destinés à la transition climatique, il est particulièrement préoccupant de noter que, d'après l'enquête de la BEI³⁸ sur l'investissement, si 45 % des entreprises de l'UE ont investi dans des mesures d'atténuation des changements climatiques ou d'adaptation à leurs effets (contre 32 % aux États-Unis), elles sont moins nombreuses à prévoir de tels investissements dans les trois prochaines années.

Concernant les investissements en infrastructure, les projets à grande échelle ne devraient pas être touchés dans l'immédiat. A l'inverse, les investissements de plus petite dimension dans les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique pourraient en revanche être davantage pénalisés³⁹. De même, dans le prolongement des tendances passées, il est à craindre que les investissements en infrastructures vertes restent peu orientés vers le développement de nouveaux équipements : ainsi même si les fonds d'infrastructures se tournent de plus en plus vers les projets dédiés aux énergies renouvelables, la majorité des projets des fonds d'infrastructures vertes sont déjà opérationnels et ne nécessitent aucun investissement pour leur développement. Seulement un tiers des actifs sont « greenfield », c'est-à-dire sont des actifs nouveaux que les investisseurs financent dès la conception.

Il est pourtant indispensable d'augmenter les investissements dans l'énergie afin que l'UE atteigne, d'ici la fin de la décennie, son objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre. La part de ces investissements devrait ainsi passer de 1,3 % du PIB par an⁴⁰ à 2,8 % du PIB dans les dix années à venir. En ajoutant les investissements dans les transports, le total au cours de la prochaine décennie devrait atteindre 3,7 % du PIB par an.

La prise de conscience de cet enjeu demeure malheureusement relative : un peu plus de la moitié des entreprises de l'Union européenne considère que la transition vers une économie décarbonée n'aura pas d'incidence sur leurs activités dans les cinq ans qui viennent⁴¹. Et quand elle existe, elle ne suffit pas toujours à passer à l'action : s'agissant des collectivités locales, si la moitié d'entre elles ont, depuis 2017, augmenté leurs investissements « climatiques », deux tiers d'entre elles considèrent toujours que le niveau d'investissement est insuffisant en dépit de l'urgence de cette problématique.

³⁷ https://www.eib.org/attachments/efs/economic_investment_report_2020_2021_key_findings_fr.pdf

³⁸ L'enquête de BPI indique une situation différente en France. Cf.

https://lelab.bpifrance.fr/get_pdf/2679/barometre_pme_bpifrance_rexecode_2021t4_vf.pdf

³⁹ https://www.eib.org/attachments/efs/economic_investment_report_2020_2021_key_findings_fr.pdf

⁴⁰ Moyenne au cours de la dernière décennie.

⁴¹ Enquête EIBIS, 2020

IV. Une insuffisance qui remonte à loin

A partir de ce constat largement partagé, il faut se demander si l'insuffisance d'investissement à long terme est le résultat de difficultés à transformer les liquidités en investissements de la part des intermédiaires (A), d'empêchements de la puissance publique à agir (B) ou, plus fondamentalement, d'incapacités à prendre le bon risque au bon moment (C).

A. La question est celle de l'intermédiation, pas celle des intermédiaires...

Comme indiqué plus haut, l'épargne des Français est, depuis de longues années, surtout liquide et sans risque. En septembre 2020, les deux tiers de l'épargne financière des Français est placée en produits de taux, non risqués, et seulement un tiers en produits de fonds propres notamment destinés à financer les entreprises⁴².

Selon l'Autorité des Marchés Financiers⁴³, un Français sur deux refuse tout risque sur ses placements même si la rémunération d'un placement sans risque est faible (voire négative en termes réels). La rémunération satisfaisante attendue en moyenne pour une épargne risquée est de 5,2% par an : en dessous de ce seuil, il y a plus d'épargnants qui refusent de prendre le risque que d'épargnants qui l'acceptent.

L'aversion au risque des ménages s'avèrerait donc incompatible avec les besoins de financement de l'économie qui supposent un investissement à long terme et risqué s'il n'y avait des intermédiaires⁴⁴ financiers susceptibles de concilier les contraintes des investisseurs et les besoins de financement. Par conséquent, pour permettre à l'épargne des ménages de financer les investissements, il faut que les intermédiaires puissent jouer pleinement leur rôle de transformation tout en étant, eux-mêmes, suffisamment résilients pour le faire.

1. Résilience des intermédiaires

Dans une chaîne d'ancre, un seul maillon lâche et le bateau part à la dérive. Dans les systèmes financiers, il en va de même. La robustesse des intermédiaires financiers est donc un élément décisif pour assurer la solidité et le bon fonctionnement des mécanismes de transformation.

L'histoire nous enseigne que les crises économiques résultent, bien souvent, de dysfonctionnements financiers, de spéculations et globalement d'un décalage entre l'économie réelle et les résultats financiers. Ce fut notamment le cas lors de la crise dite des « subprimes » ou encore lors de l'éclatement de la bulle internet à l'aube des années 2000. Une des particularités de la crise actuelle tient à son origine extra-financière. **En 2020, la finance n'est pas apparue comme la cause mais bien comme une solution !** Le secteur financier a pu ainsi déployer, souvent en coordination et avec le soutien de la puissance publique, des instruments pour répondre aux besoins immédiats nés de la mise à l'arrêt de l'économie.

La crise liée au covid a frappé l'ensemble des économies mondiales et a mis à rude épreuve la solidité du système bancaire et assurantiel européen. Cela étant, les institutions financières ont répondu présent et ont poursuivi leurs activités durant le

⁴² Jean-Hervé Lorenzi (2021), « Comment la finance peut-elle contribuer à la sortie de crise ? », Le Cahier du Cercle des économistes.

⁴³ Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement, 2020.

⁴⁴ Pour une analyse un peu ancienne mais toujours d'actualité de la notion d'intermédiaire financier, voir ULLMO, Yves. "Intermédiation, Intermédiaires Financiers et Marché." *Revue d'économie Financière*, no. 89, Association d'économie financière, 2007, pp. 23–38, <http://www.jstor.org/stable/42904452>

confinement en allouant des crédits aux agents économiques qui en avaient besoin, ou en les assurant. Cette solidité tient certes à la qualité de leurs fonds propres mais surtout au niveau élevé de leur liquidité, conséquence des renforcements prudentiels effectués depuis la crise de 2008 et de la politique monétaire expansionniste conduite depuis lors.

Cette robustesse du secteur financier a été soulignée par le Haut conseil de stabilité financière⁴⁵ qui note que, depuis une dizaine d'années, « *la solidité des établissements bancaires comme celle des organismes d'assurance est mieux assurée* ».

Cette situation est une chance à saisir pour l'investissement de long terme. Si les intermédiaires ont été pleinement impliqués dans les deux premières des trois phases qui caractérisent la crise (soutien à l'économie à l'arrêt, apport de financements pour la relance), il convient désormais qu'ils puissent se mobiliser pour la reprise de l'investissement de long terme.

2. Diversité des intermédiaires

Les intermédiaires ne manquent pas, leur diversité s'accroît. Chacun contribue à l'allocation de l'épargne et même si tous ces acteurs financiers ne disposent pas des mêmes capacités d'orientation vers des emplois longs, aucun acteur financier n'en est complètement dépourvu. L'investissement de long terme est l'affaire de tous, à des degrés divers. Un écosystème diversifié d'acteurs financiers est propice à l'investissement de long terme, en permettant des « chaînages » entre ces acteurs aux capacités variées.

De manière générale, en Europe, les ménages confient très largement leur épargne aux banques, aux fonds d'investissements et aux compagnies d'assurance. Des intermédiaires de deuxième niveau interviennent pour le compte des intermédiaires de base, ils jouent également un rôle important dans l'allocation de l'épargne vers des supports spécifiques : il s'agit des fonds de dette, de capital-investissement (ou « *Private Equity* »), d'infrastructures notamment. Les intermédiaires « de marché » auxquels les ménages européens confient directement leur épargne restent marginaux. On peut d'ailleurs noter qu'en Europe, les particuliers qui ont de l'épargne, investissent peu dans les fonds de capital-investissement. Ces placements apparaissent, en quelque sorte comme réservées à quelques grandes familles disposant de family offices richement dotés. Rares, s'il y en a, les banques ou les gestionnaires de fonds qui ont mis en place des dispositifs visant à orienter ce type de produit vers la clientèle privée, à la différence de ce qui se pratique aux États Unis.

Au cours des dernières années, cet écosystème s'est diversifié. À côté des intermédiaires financiers traditionnels, les transformations numériques ont permis l'apparition de nouvelles banques digitales, de startups de la fintech ou l'entrée de Bigtech⁴⁶ dans le secteur financier. Les fintechs – terme qui désigne les entreprises, généralement des start-ups, qui évoluent dans le secteur de l'innovation technologique applicable notamment aux services financiers et bancaires et en particulier les néo-banques digitales – sont en plein développement. En France, près de 600 entreprises innovantes, labellisées FinTech, interviennent dans tous les métiers du secteur : le financement pour 22 % d'entre elles, la régulation et les risques, les services de paiement, les services opérationnels, les placements et solutions et la gestion des finances et du budget personnel.

Suivant les choix de société effectués, mais avec en toile de fond le vieillissement de la population, les fonds de pension ou les véhicules permettant de financer une partie des revenus à la retraite se sont également développés et jouent un rôle grandissant.

⁴⁵ Communiqué du 18 mars 2020.

⁴⁶ Les GAFAM.

Enfin, ces différents types d'intermédiaires sont devenus accessibles à un plus large public d'épargnants : c'est évident avec la banque en ligne et le développement des services financiers numériques, mais c'est aussi vrai de formes d'intermédiation plus « techniques », tels que les fonds de capital-investissement qui suscitent un intérêt croissant de la part de particuliers aisés, mais aussi de ménages moins fortunés. L'initiative de Bpifrance Entreprises a ainsi rencontré un large succès auprès de ces derniers⁴⁷.

Par ailleurs, de nouveaux intermédiaires de marché se sont développés récemment : c'est notamment le cas des SPAC (Special Purpose Acquisition Companies), sociétés créées spécifiquement pour financer différentes opérations non encore identifiées à leur création. Ces véhicules ont connu un fort engouement en 2020, levant 70 Md€ de capital⁴⁸, soit quatre fois plus qu'en 2019. Elles ne sont cependant pas sans risques pour les particuliers.

Au cours des dernières années, l'écosystème de l'intermédiation financière – c'est-à-dire des acteurs capables de prendre à leur charge une part du risque de la transformation de l'épargne liquide en emploi long – s'est diversifié. Ceci devrait permettre d'améliorer la capacité du système financier à satisfaire les besoins d'investissements de l'économie.

B. L'Etat au secours de l'économie ou « Au secours ! l'Etat revient » ?

Les financements privés s'orientent plus facilement vers l'investissement productif ou à finalité économique de court terme. La raison en est simple : les modèles sous-jacents sont plus facilement lisibles et donc plus aptes à mobiliser les acteurs privés. L'investissement public est, lui, essentiel aux investissements à finalité sociale qui n'ont pas de modèles économiques suffisamment viables sur des maturités satisfaisantes. L'investisseur public intervient également sur les investissements à finalité économique, notamment pour réduire la prise de risque (« dé-risquer ») des acteurs privés ou les soutenir car leur activité est jugée essentielle, soit au niveau local soit au niveau national.

Ces deux types d'investissements, privé et public, poursuivent des stratégies théoriquement fondées sur des critères et des méthodes d'évaluation différentes. Le privé cherche généralement à maximiser le retour sur investissement sur un horizon de temps défini tandis que l'investissement public va au-delà de l'analyse purement financière. Ce dernier pourra s'appuyer sur une évaluation socio-économique prenant en compte les externalités positives générées par l'investissement et la plus-value « sociétale » dans le calcul de la rentabilité. Mais une certaine convergence des modes de fonctionnement est apparue entre les deux rendant moins lisible cette typologie.

Pour faire face aux besoins en termes de relance, il est nécessaire de mobiliser des financements publics. Loin d'être contestée, cette mobilisation est au contraire perçue comme aussi indispensable que légitime. Ainsi, pour la France, le récent rapport du Conseil national de productivité (CNP)⁴⁹, rattaché à France Stratégie, préconise le maintien d'une politique généreuse de soutien aux entreprises pour éviter qu'un certain nombre d'entre elles, bien que productives, ne fassent faillite, quitte à maintenir en vie artificiellement quelques entreprises "zombies"⁵⁰. Notons cependant, qu'à ce jour, ce risque ne s'est pas encore matérialisé.

⁴⁷ <https://fonds-bpifrance.123-im.com/>

⁴⁸ J.H. Lorenzi (2021), *op.cit.*

⁴⁹ Conseil National de Productivité (2021), *Les effets de la crise Covid19 sur la productivité et la compétitivité*, CNP.

⁵⁰ Philippe Martin, Président Délégué du Conseil d'Analyse Economique, rappelle d'ailleurs que les faillites d'entreprises, en baisse d'environ 30% grâce notamment aux prêts garantis par l'Etat connaîtront un rattrapage en 2021 et que la dette reste "le premier prédicteur de faillite des entreprises".

Cependant, dans un contexte de moyens publics limités, il est nécessaire que la dépense publique fasse levier sur la dépense privée – notamment en termes d’investissement – et cela de deux manières.

D’une part, via les **instruments financiers** : l’intervention publique prend alors d’autres formes que la subvention ou utilise la subvention pour générer des financements privés. C’est une manière d’instiller la logique financière « privée » dans le mode de décision publique. Au niveau européen, une illustration peut être donnée avec le Plan d’investissement européen, ou « Plan Juncker », mis en place à partir de 2015 et le mécanisme **InvestEU** qui lui succède sur la période 2021-2027. Ces programmes de garantie communautaire sont destinés à favoriser la prise de risque. Le « **blending** » (mélange) en est une autre illustration, cet instrument permettant de panacher des subventions classiques avec d’autres instruments de financements (prêt, dette, garantie, ou autre) obtenus auprès d’un « partenaire de mise en œuvre », à savoir la Banque européenne d’investissement (BEI) ou les « National Promotional Banks and Institutions » (NPBIs) qui ont signé un accord de coopération avec la Commission européenne⁵¹.

D’autre part, via des incitations destinées à orienter **les financements privés** de différentes manières : normes réglementaires, soft law, fiscalité. Une logique inverse est alors à l’œuvre puisqu’il s’agit d’instiller de la logique publique dans le mode de décision privé. La **taxonomie** est une illustration majeure de cette approche. En définissant ce qui est « vert », la Commission européenne met à la disposition des épargnants, des entreprises et des intermédiaires un langage commun qui leur permet de qualifier les investissements à venir.

Ce système de classification commun à l’UE pour identifier les secteurs et activités considérés comme « durables » devrait être applicable dès 2022. Il repose sur l’identification de trois types d’activités : les activités ‘bas carbone’, les activités en transition⁵² et les activités « habilitantes »⁵³. Au sein de chacun de ces types d’activités, est considérée comme durable, une activité économique permettant de contribuer à l’atteinte d’au moins l’un des six objectifs prédéfinis de la finance verte : (1) atténuer le changement climatique, (2) s’adapter à celui-ci, (3) faire un usage durable des ressources en eau, (4) participer à la préservation de la biodiversité, (5) développer l’économie circulaire et (6) prévenir et contrôler les risques de pollution. Afin de garder la cohérence de l’ensemble, il est aussi prévu que l’atteinte d’un de ces objectifs ne doit pas nuire à l’un des cinq autres (principe du « Do No Significant Harm »).

Une fois mise en place, cette taxonomie doit permettre de définir des indicateurs (le Green Asset Ratio), des normes de reporting, des objectifs de ciblage des fonds (à commencer par les fonds européens tels qu’InvestEU par exemple) et ainsi, par petites touches, d’orienter les investissements privés vers les actifs verts ou de transition. Ce texte sur la taxonomie est aussi important qu’il est, parfois, perçu comme difficile d’accès. Il nous semble qu’il doit aussi prendre en compte un volet social qui est essentiel pour que l’acceptation et la compréhension par les ménages soient bien prises en compte.

1. Une Europe de l’investissement par la relance ?

Les Etats Membres de l’Union Européenne ont soumis à la Commission européenne leurs **Plans Nationaux de Relance et de Résilience** (PNRR), qui décrivent les réformes et les projets d’investissement public qu’ils prévoient de mettre en œuvre avec le soutien de la « Recovery and Resilience Facility » (RRF), composante clé du dispositif Next GenerationEU (NGEU).

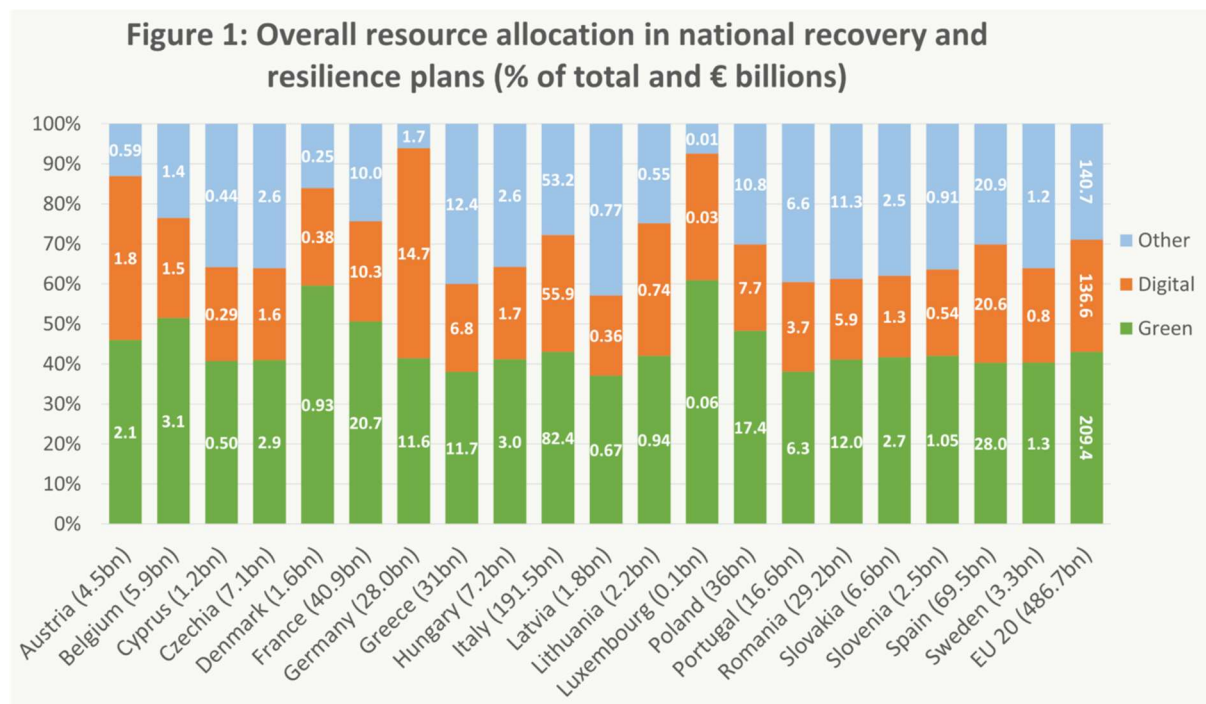
⁵¹ La CDC et sa filiale, Bpifrance, en France.

⁵² Pour lesquelles des technologies bas-carbone ne sont aujourd’hui pas disponibles

⁵³ Celles qui sont indispensables pour une activité autre, qui elle est durable.

La comparaison des plans nationaux s'avère délicate car les données financières communiquées présentent des structures parfois différentes et de nombreuses dépenses ou projets d'investissement peuvent figurer dans différentes sous-catégories.

Toutefois, le cercle de réflexion Bruegel a publié un tableau permettant de visualiser l'allocation des ressources en distinguant pour chaque pays la part réservée aux chapitres « vert » et « numérique », ce qui confère un premier panorama d'ensemble assez parlant⁵⁴.



Source : Bruegel Dataset « European Union countries' recovery and resilience plans »⁵⁵

2. Le cas français

La France a présenté un plan national destiné à recevoir 40 Md€ dans le cadre de Next Generation EU. Ce plan a été validé au niveau européen par le Conseil Ecofin qui s'est tenu le 13 juillet 2021. Il présente **trois priorités : l'écologie, la compétitivité, la cohésion sociale et territoriale**, déclinées en neuf composantes regroupant à la fois des dépenses d'investissement mais également des réformes à mener dans les prochains mois.

C'est donc un ensemble de 91 mesures (70 concernant les investissements et 21 projets de réforme) qui a été présenté à la Commission Européenne. Les dépenses prévues sont destinées pour 46% d'entre elles à des politiques visant l'objectif de neutralité climatique de l'UE à l'horizon 2050 et 21 % sont destinés à la digitalisation de l'économie.

Ces mesures sont en phase avec les priorités de l'UE dans le volet "écologique" avec, par exemple, la mise en place d'un plan de soutien au secteur ferroviaire⁵⁶ à hauteur de 4,4 Md€. 1,9 Md€ sera mobilisés pour le développement de la filière de l'hydrogène décarboné, en accord avec la stratégie de l'UE sur le sujet.

⁵⁴ Chaque pays a présenté des plans dont les composantes vertes et numériques devaient atteindre respectivement au moins 37% et 20% du total du plan.

⁵⁵ Disponible au lien suivant : <https://www.bruegel.org/publications/datasets/european-union-countries-recovery-and-resilience-plans/>

⁵⁶ A travers son Pacte vert, la Commission européenne promeut l'utilisation du train, comme "moyen attrayant et durable [pour] rapprocher les citoyens et les entreprises".

Enfin, le plan français est également en phase avec la priorité affichée par la Commission européenne dans le numérique avec le développement de la fibre optique, la lutte contre “l'illettrisme numérique” ou encore la transformation numérique de l'État et des PME.

Les neuf composantes du PNRR français⁵⁷

Ecologie		Compétitivité		Cohésion				
1	Rénovation énergétique	5,8 Md€	5	Financement des entreprises	0,3 Md€	8	Sauvegarde de l'emploi, jeunes, handicap, formation professionnelle	7,5 Md€
2	Ecologie et biodiversité	2,1 Md€	6	Souveraineté technologique et résilience	3,2 Md€	9	Recherche, Ségur de la santé / dépendance, cohésion territoriale	7,7 Md€
3	Infrastructures et mobilités vertes	7,0 Md€	7	Mise à niveau numérique de l'État, des territoires et des entreprises ; culture	2,1 Md€			
4	Énergies et technologies vertes	5,3 Md€						

Source : DG Trésor, note 29 avril 2021

Les efforts financiers de relance ne pouvant satisfaire les besoins d'investissement de long terme, il était nécessaire de venir compléter ce qui a été appelé « France Relance ». **En octobre 2021, le plan de relance a été complété par un plan d'Investissement de 30Md€, « France 2030 »⁵⁸, destiné à relever notamment le défi de la transition énergétique, en faisant émerger les futurs champions technologiques de demain et accompagner les transitions des secteurs d'excellence** (automobile, aéronautique, espace). Il repose sur la recherche de synergies avec le secteur privé et traduit la volonté de l'Etat de financer les investissements à fortes externalités pour favoriser les innovations de rupture. Le plan d'investissement s'articule autour de 10 objectifs concentrés autour des thèmes de l'énergie décarbonée, des transports du futur, d'une révolution alimentaire, d'un secteur de la santé revitalisé et enfin la conquête de nouveaux espaces. Par le passé, des plans d'investissements avaient parfois rencontré des difficultés dans leur mise en œuvre même si des progrès ont été notés par la Cour des Comptes⁵⁹. Pour être efficace, France 2030 devra être doté d'une structure de déploiement permettant l'émergence et la sélection efficace des projets.

C. ...mais c'est par incapacité à prendre le risque du long terme

Investir à long terme suppose d'assumer le risque du temps long. Dans notre système financier, l'épargne provient essentiellement des ménages ; se pose alors la question du portage du risque. Il n'est pas acceptable socialement que les ménages assument tous les risques du long terme. L'intermédiation permet de répartir les risques suivant différents critères. Tout d'abord, elle les répartit dans le temps, les intermédiaires proposant des supports d'épargne avec des profils de gestion évoluant durant la détention du produit d'épargne. Les supports peuvent aussi tenir compte de l'aversion aux risques plus ou moins grande des ménages. Enfin, les intermédiaires proposent aussi des stratégies adaptées en diversifiant les portefeuilles, en prenant des assurances ou des sûretés diverses, en mettant en place une

⁵⁷ Pour le détail des mesures et l'échéancier de mise en œuvre voir l'infographie publiée sur le site de Contexte : https://www.contexte.com/article/pouvoirs/les-mesures-du-plan-de-relance-europeen-mise-en-oeuvre-par-la-france_134788.html?utm_medium=journal&utm_source=lien&utm_campaign=partage

⁵⁸ <https://www.gouvernement.fr/france-2030-un-plan-d-investissement-pour-la-france-de-demain>

⁵⁹ <https://www.ccomptes.fr/fr/publications/la-mise-en-oeuvre-du-programme-d-investissement-d'avenir>

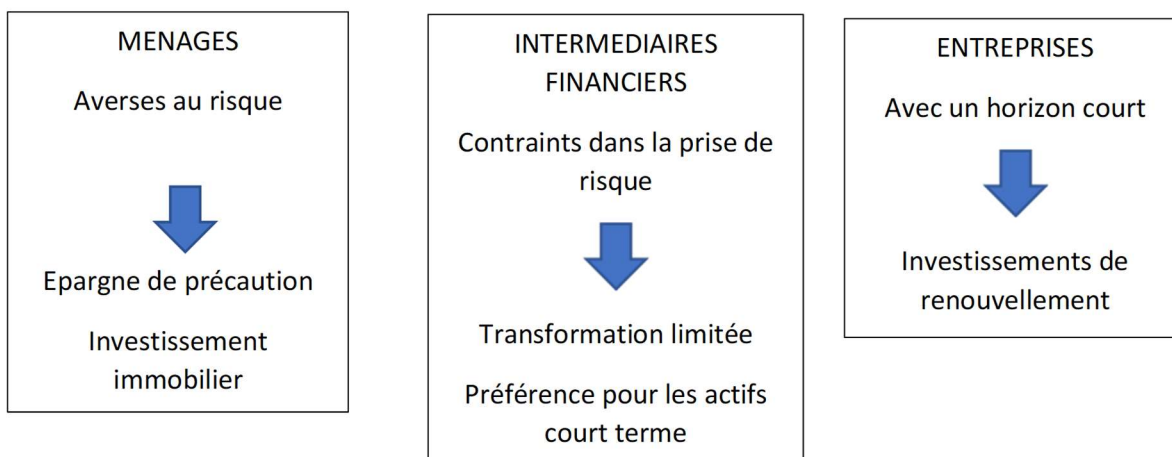
gestion actif/passif dans le temps ainsi que d'autres mesures. Par ailleurs, il est clair que la gestion passive et la gestion individuelle ne favorisent guère les prises de risque. Les régulateurs ne s'en préoccupent guère, ne mettant pas les préoccupations du long terme au cœur de leurs missions.

Suivant cette grille de lecture, **la faiblesse de l'investissement de long terme en Europe provient d'un partage inadapté des risques, dont la crise récente n'a fait qu'accentuer le caractère déséquilibré.** La montée de l'incertitude a conduit les acteurs économiques (ménages, entreprises, intermédiaires financiers) à limiter leur prise de risque et à raccourcir leur horizon de décision. On a ainsi assisté au développement d'une forte épargne de précaution pour les ménages, à la prépondérance d'un investissement de renouvellement dans les entreprises ainsi qu'à des prises de risques limitées de la part des intermédiaires financiers.

Dans le même temps, les besoins d'investissement de long terme vont croissants pour faire face notamment aux besoins d'innovation de rupture, au renouvellement des infrastructures et au vieillissement de la population. Rappelons que nous devons faire face à cet effet de ciseaux dans un contexte où la transition environnementale, énergétique et numérique est plus pressante que jamais.

Dans ce contexte, les puissances publiques de différentes natures ont agi au niveau européen et national pour prendre à leur compte une partie du risque. Cela s'est traduit notamment par des politiques budgétaires expansionnistes et des systèmes de garantie publique qui sont notamment à l'œuvre dans le cadre des plans de relance.

Le partage des risques entre les acteurs à l'origine du déficit d'investissement long terme



Insuffisance de l'investissement de long terme au vu des besoins



Mais, cette prise en charge publique massive n'est pas soutenable dans le temps. Elle génère une dette publique trop lourde pour les générations futures sans pour autant permettre les financements des investissements à long terme indispensables. Il convient donc de mieux gérer ces déséquilibres et de les atténuer.

v. Le long terme, c'est maintenant ?

Le problème de l'investissement de long terme n'est pas celui d'un manque de ressources, d'une intermédiation défailante ou encore d'une volonté politique insuffisante, c'est d'abord une répartition inadaptée de la prise de risque entre les différents acteurs.

La puissance publique joue un rôle central pour tous les types d'investissements de long terme. Elle peut soit les canaliser, soit les rendre possible, soit encore les financer directement. Il existe une fonction linéaire croissante entre la nécessité de son intervention et les externalités produites. L'intervention publique vise aussi à prendre en charge et à répartir, sur l'ensemble de la société, les risques que ne peuvent ou ne veulent pas prendre à leur charge les acteurs privés.

Pour jouer pleinement son rôle, la puissance publique doit agir sur l'orientation de l'investissement ainsi que sur l'évolution de la réglementation qui permettra d'accompagner ce redéploiement. Enfin, l'information et l'éducation de tous permettent de rendre plus efficaces encore cette action.

L'Etat joue donc un rôle central pour l'investissement de long terme, soit pour le canaliser (premier type d'investissements longs), soit pour le rendre possible (deuxième type) ou encore pour le financer directement (troisième type). La nécessité de ses interventions va crescendo à mesure que croissent les externalités. Il joue également un rôle clef pour prendre en charge le risque que les autres acteurs ne souhaitent pas prendre à leur compte. Le risque résiduel s'est évidemment accru avec la crise récente. Notre premier ensemble de propositions vise à **préserver et développer la capacité de la puissance publique à favoriser le long terme** (B).

La question de l'investissement de long terme n'est pas celle d'un manque de ressources, mais d'une allocation non optimale de ces ressources. Or, cette allocation est rendue possible par des intermédiaires qui doivent être en capacité ou en obligation de prendre en compte les externalités et d'assumer une part du risque liée à l'illiquidité que nécessite un engagement long. Notre deuxième série de propositions porte sur les mesures qui doivent **permettre aux intermédiaires de jouer pleinement leur rôle de transformation de ressources courtes en investissements longs** (C).

Mais comme nous l'avons souligné, tous les investissements de long terme ne se valent pas. Dans le contexte de ressources contraintes que nous connaissons, ce sont en principe les investissements présentant le plus d'externalités positives et le moins d'externalités négatives qui devraient être privilégiés. Certes, cette approche théorique se heurte à nos connaissances limitées et à l'incertitude qui caractérisent le temps long. Il faut donc évaluer au mieux ces externalités et surtout pouvoir les hiérarchiser en fonction de nos préférences collectives. Ce dernier point nous renvoie encore au rôle de l'Etat. Notre dernier ensemble de propositions s'attache à **définir les conditions à mettre en place pour assurer une évaluation des risques et des rendements de long terme qui reflètent au plus juste nos choix de société** (D).

Mais avant de présenter ces propositions, nous devons d'abord tenter de résoudre quelques questions (A).

A. Quelques questions liminaires à la lumière de la crise

La crise du covid-19 a mis en lumière trois séries d'interrogations.

Pour faire face à la crise récente, il s'est avéré nécessaire d'assouplir certaines règles prudentielles ou, à tout le moins, d'utiliser toute la flexibilité d'interprétation qu'elles offrent. Cet assouplissement démontre que **le système prudentiel actuel est sans doute trop procyclique et insuffisamment discriminant en termes de risques**. La transposition de Bâle IV⁶⁰ et la modification de la directive Solvabilité II sont des opportunités pour remédier à ces défauts.

La directive Solvabilité II, entrée en vigueur en janvier 2016, avait pour objectif de protéger les assureurs du risque de faillite. Pourtant, en mettant en place un cadre visant à refléter les risques de marché, elle a rendu l'investissement en actions trop onéreux pour les assureurs qui doivent mobiliser davantage de fonds propres. Si une nouvelle classe d'actions « à long terme »⁶¹ a été introduite, les critères d'éligibilité retenus apparaissent trop restrictifs. C'est pourquoi les assureurs ont majoritairement délaissé cette mesure⁶². Dans le cadre de la communication de la Commission sur la révision de Solvabilité II, un assouplissement des critères de définition des actions investies à long terme est mentionné. A l'occasion de la discussion à venir, il conviendra donc de veiller aux modalités de cet assouplissement afin que cette mesure puisse réellement favoriser l'investissement long des compagnies d'assurance.

En second lieu, les politiques de relance ont mis en évidence **l'importance de l'investissement et de la garantie publics pour orienter et maintenir l'investissement global à un niveau suffisant. Mais si l'intervention publique doit avoir un effet d'entraînement fort en volume, cela ne doit pas se transformer en nouveau risque ou en effet d'aubaine. De plus, l'intervention publique doit aussi agir comme une boussole en orientant les flux d'investissements et donc se concentrer là où cela est nécessaire.**

L'endettement public, en s'aggravant, porte en lui, potentiellement, une crise de confiance majeure avec de fortes répercussions économiques. Pour prendre l'exemple de la France, à la fin 2020, la dette publique de la France atteignait 115,7% du PIB, en augmentation de 16 points après les mesures d'urgence prises pour contenir les effets de la crise Covid⁶³. La question se pose alors de la capacité de la puissance publique à **orienter les ressources privées vers des investissements indispensables pour la communauté mais présentant un profil de risque élevé**. Pour les investissements d'intérêt général, une partie de la réponse figure probablement dans la conception et la mise en œuvre de montages financiers innovants dans lesquels les acteurs publics prennent en charge la part la plus risquée pour ensuite « passer » le relais aux acteurs privés. Tout en évitant le travers qui consisterait à collectiviser les pertes et privatiser les profits.

Enfin, les politiques de relance ont clairement mis en évidence **l'importance du « sens » recherché par les acteurs économiques**. Cette orientation n'est pas nouvelle ; elle a d'abord touché le monde du travail avec la place des salariés dans la chaîne de production, mais elle concerne aujourd'hui également la sphère financière avec des épargnants qui cherchent désormais à donner du « sens » à leur épargne. Au-delà des individus, de plus en plus

⁶⁰ La finalisation de la réforme Bâle III étant considérée comme une vague réglementaire à part entière pour l'industrie financière, la dénomination « Bâle IV » a été retenue pour la décrire. Elle prévoit de revoir la méthodologie de calcul de tous les risques : les approches standards et modèles internes du risque de crédit, du risque de marché et du risque opérationnel.

⁶¹ Il faut justifier que ces actions sont effectivement détenues à long terme ; dès lors, les assureurs peuvent bénéficier d'une charge en fonds propres de 22 %, contre 39 % pour des actions cotées et 39 % pour les titres non cotés.

⁶² Selon l'EIOPA (étude d'impact d'août 2020), seulement 2,38 % des actions dans les bilans des assureurs européens sont éligibles à cette nouvelle classe d'actifs.

⁶³ Le déficit public qui était de 3,1% en 2019 atteint 9,3% du PIB en 2020 (soit 211,5 Md€).

d'entreprises et d'intermédiaires doivent à la fois gérer leur risque réputationnel mais aussi s'inscrire dans une démarche de « raison d'être ». Si les signaux prix sont importants pour orienter les financements vers les investissements longs⁶⁴, d'autres critères entrent donc désormais en ligne de compte dans la décision d'investissement. Cette mutation n'est pas un effet de mode, elle est structurante. Il s'agit là d'une opportunité pour l'investissement de long terme. En effet, ceux-ci s'inscrivent dans une perspective soutenable et sont donc les plus à même de relancer la croissance durable de manière robuste. Or, ce sont précisément ces investissements qui font du sens pour les acteurs économiques.

B. Préserver et développer la capacité de la puissance publique à favoriser l'investissement de long terme

Pour relever l'enjeu de l'investissement de long terme dès aujourd'hui, l'intervention publique s'impose plus que jamais. Le marché ne peut pas tout. Aujourd'hui, une part importante du risque est portée par l'Etat au sens large, que ce soit au travers de sa propre politique d'investissement ou de celle des institutions publiques, via les garanties qu'il offre sur certains produits (épargne réglementée, Prêts Garantis par l'Etat...) ou encore grâce aux divers plans incitatifs qu'il met en place en faveur de l'investissement dans des secteurs stratégiques (Programmes d'Investissements d'Avenir, maintenant France Relance ou France 2030).

Cette intervention est indispensable, mais elle n'est pas sans limite. Dans un contexte de forte pression sur les finances publiques, il faut trouver des solutions pour que cette intervention demeure possible et soit la plus efficace durablement.

1. Adapter les règles d'équilibre budgétaire aux impératifs de l'investissement de long terme

En période normale, les règles budgétaires en zone Euro permettent d'assurer la coordination minimale des politiques des Etats membres en cohérence avec une politique monétaire commune. Néanmoins, face à la récession économique engendrée par la crise du Covid, le Conseil Européen a activé pour la première fois, en mars 2020, la clause dérogatoire générale prévue par le Pacte de Stabilité et de Croissance, afin de laisser aux États membres la possibilité d'adopter des mesures d'urgence ayant des conséquences budgétaires majeures.

Mais, au-delà de cet assouplissement temporaire, prévu par le Pacte, la crise récente pose la question de l'adaptation des règles dites « maastrichtiennes » face à l'ampleur des enjeux auxquels les autorités publiques doivent faire face. C'est pourquoi l'Europe a engagé une réflexion sur les modifications à apporter aux règles budgétaires, aujourd'hui suspendues. L'objectif est de les adapter aux nouvelles réalités économiques post crise à partir de 2023, date annoncée de leur rétablissement.

D'un point de vue financier, il est d'autant plus facile de réduire la dette publique que l'écart entre le taux de croissance de l'économie et le taux d'intérêt est faible. De ce point de vue, le traitement à part des investissements de long terme (générateurs de croissance à long terme) au sein des dépenses publiques se justifie pleinement⁶⁵.

D'un point de vue économique, cet assouplissement apparaît indispensable au vu des sommes en jeu. Rapportés à la France, les investissements nécessaires pour la transition

⁶⁴ Sur ce plan, un accord international pour la prochaine décennie sur la définition d'un prix du carbone, représenterait la meilleure incitation à l'investissement vert car elle permettrait aux investisseurs de limiter l'incertitude sur les rendements des actifs « verts ».

⁶⁵ P. Aghion, A. Mhammedi (2021), « Fostering inclusive growth in Europe post-Covid », document de travail.

écologique⁶⁶ correspondent à environ 6% du PIB et plus de 10% des dépenses publiques sur la période 2021-2023.

La crise a aussi mis en lumière la difficulté des Etats à disposer d'instruments pour se projeter dans l'avenir. L'annualité budgétaire, dont le fondement est le contrôle démocratique du Parlement, apparaît aujourd'hui comme un corset incitant les gouvernements à se concentrer sur le court terme dans leurs moyens d'action. Apparaît ainsi un décalage entre la parole politique qui vise à donner une vision de la société à long terme via des programmes politiques et des mesures économiques concrètes de court terme reposant sur un budget annuel. Cette divergence de vision explique, pour partie, au moins le fossé démocratique apparu ces dernières années. L'application stricte du principe de l'annualité budgétaire risque ainsi d'aller à l'encontre de ce qui fonde sa légitimité. On rappellera que les Programmes d'investissements d'Avenir 1 et 2, ainsi que la loi de programmation militaire, offraient des cadres beaucoup plus adaptés aux actions de long terme, alors que le PIA 3 a vu le retour de l'annualité budgétaire.

Proposition⁶⁷ 1

Une révision des règles dites de « Maastricht » permettrait d'isoler certains investissements publics de long terme au sein des dépenses publiques afin de ne pas les contraindre par des règles d'équilibre budgétaire. Bien évidemment, la dette liée à ces investissements bénéficierait des mêmes règles. La taxonomie européenne actuellement en débat pourrait servir d'instrument d'identification d'une partie de ces investissements.

Proposition 2

En France, des lois de programmation quinquennale des investissements seraient dotées d'une valeur contraignante supérieure aux actuelles lois de programmation.

2. Accroître l'effet d'entraînement économique de la dépense publique

Dans un contexte de rareté relative des ressources publiques, il faut évidemment privilégier les dépenses publiques ayant l'impact le plus fort sur l'investissement de long terme. Cette efficacité de l'investissement public se mesure par l'effet d'entraînement créé sur les autres sources de financement. Cette dimension est trop rarement mise en avant dans les politiques publiques au niveau national.

Il existe différentes façons de parvenir à augmenter l'effet d'entraînement de la dépense publique. Cela peut se faire soit de façon directe avec des fonds d'investissement dédiés, soit en privilégiant des instruments de garantie ciblée. Les mécanismes de garantie ont un effet de levier important car ils permettent de couvrir une partie des pertes éventuelles d'un portefeuille de prêts, tout en mobilisant des financements supplémentaires. Les garanties publiques apparaissent parfois comme dispersées alors qu'il serait possible de mieux les cibler sur des portefeuilles de prêts cohérents avec les objectifs de développement durable.

Une autre façon d'améliorer l'effet de levier consiste à s'appuyer sur les mécanismes de subventions. L'Union Européenne développe de plus en plus de programmes de ce type. Ils sont appelés « blending facility ». C'est le principe du « panachage » des ressources avec des programmes de cofinancement qui combinent subventions, fonds européens, financements

⁶⁶ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf

⁶⁷ Rappelons le code couleur des propositions

Des mesures d'ordre normatif s'adressant aux acteurs financiers ou extra-financiers

Des incitations politiques suggérées par les acteurs publics

Des innovations institutionnelles pour porter les changements dans la durée.

directs des États membres et du secteur privé (fonds propres, prêts et/ou garanties et tout autre instrument financier). Ces mécanismes sont particulièrement utiles dans le financement des infrastructures notamment sociales⁶⁸. Ils permettent de rendre acceptables certains risques tout en orientant les investissements dans les secteurs définis comme prioritaires. Ils s'inscrivent aussi souvent dans une logique pour donner du sens aux investisseurs.

Cela étant, il ne faut pas négliger les difficultés d'absorption de financements massifs en peu de temps. Le risque est réel de confondre vitesse et précipitation. Nombre de projets ne sont pas suffisamment murs avant d'être financés et cela entraîne des financements en pure perte alors qu'un accompagnement ciblé aurait permis de mieux les travailler en amont. De plus, le financement de la transition de nos économies passe aussi par des projets de dimensions modestes qui s'inscrivent dans les territoires. Ceci met en évidence l'importance de trois facteurs trop souvent négligés : l'incitation, l'accompagnement et l'expertise. Pour y répondre, il faut d'abord mettre en place un chaînage cohérent de l'ensemble des acteurs. Il existe un cheminement logique entre les différents acteurs que sont la puissance publique, les investisseurs publics de long terme, les intermédiaires privés et enfin les investisseurs privés. La responsabilisation des acteurs passe par la transparence et par le « sens » commun apporté dans ces investissements.

La dépense publique n'est pas la seule manière de créer un effet d'entraînement : les allègements fiscaux ou certaines règles (par exemple en termes d'aides d'Etat) peuvent aussi générer cet effet. En s'appuyant sur la taxonomie, comme sur l'identification des projets, la puissance publique peut également agir sur les investissements privés comme sur ceux des acteurs publics. L'enjeu est d'obtenir une plus grande lisibilité des incitations de toutes natures que peut apporter l'Etat. La puissance du discours public ne doit pas être négligée. Il est bien dans son rôle lorsqu'il dessine une vision à long terme tout en garantissant un cadre stable favorisant ainsi la confiance et la croissance, facteurs clés de la prise de risque.

Proposition 3

Privilégier les investissements publics générateurs de fortes externalités dans des fonds dédiés. Les domaines d'investissements seraient en priorité les infrastructures sociales, les infrastructures numériques et la recherche fondamentale.

Proposition 4

Cibler les dispositifs de garanties publiques sur les investissements les plus générateurs d'externalités positives.

Proposition 5

Développer l'assistance technique à destination des porteurs de projets pour permettre la constitution d'un pipeline identifié de projets destinés à l'investissement de l'épargne.

⁶⁸ Romano Prodi et Christian Sautter (2018), *op.cit.*

https://www.eltia.eu/images/Boosting_investment_in_Social_Infrastructure_in_Europe.pdf

Proposition 6

Orienter les investissements publics non étatiques et privés à l'aide de dispositifs incitatifs (par exemple, via la taxonomie, via des incitations fiscales, etc.).

C. Permettre aux intermédiaires financiers de transformer l'épargne en investissement long

Structurellement, les intermédiaires financiers exercent une intermédiation de bilan. Ils vont transformer des passifs peu ou pas risqués en actifs qui le seront plus. De la même façon, les maturités sont modifiées, faisant de passifs liquides ou à court terme des actifs de long terme. Cette mutation est rendue possible par des stratégies de gestion adaptées et par l'existence de fonds propres suffisants pour faire face à la matérialisation éventuelle des risques résiduels. Au fil des crises, les exigences prudentielles qui définissent le cadre de gestion des risques et le niveau de fonds propres nécessaire pour y faire face se sont progressivement renforcées avec l'objectif de renforcer la résilience des acteurs et du système dans son ensemble. Constatons cependant que ces exigences ont eu pour effet de diminuer la capacité des intermédiaires à prendre des risques et ont, dans certains cas, favorisé des comportements encore plus prudents que ceux qui étaient attendus conduisant à la « sur-conformité ».

Un cadre prudentiel est indispensable car il permet d'assurer la stabilité du système de financement et donc la continuité du fonctionnement de l'économie. Mais certaines mesures pourraient, cependant, favoriser une meilleure orientation de l'épargne vers l'investissement de long terme tout en maintenant un cadre sécurisé.

1. Permettre aux intermédiaires d'assumer le risque qu'ils sont capables de supporter

La solidité des intermédiaires est indispensable pour permettre un investissement patient. Le dispositif de gestion des risques doit donc s'appuyer sur une appréciation des risques et rendements à long terme. Mais les régulateurs ont trop longtemps pris en compte les seuls ratios financiers négligeant les externalités positives et négatives. Si la situation a commencé à évoluer, il reste à nos yeux pas mal de chemin à faire pour une meilleure prise en compte de l'ensemble. Le risque climatique commence à être intégré dans l'appréciation des risques, mais la protection offerte par un portefeuille investi à long terme et diversifié devrait également être intégrée dans les modèles. De même, les horizons de référence des indicateurs sont souvent de court terme. Les scénarii de stress ne sont pas adaptés au long terme et raisonnent dans des horizons courts.

Parmi les outils qui pourraient être déployés, il en est un qui a mauvaise presse en Europe : la titrisation. Si elle porte le lourd fardeau de la crise de 2008-2009⁶⁹ ; elle serait pourtant utile pour mieux faire fonctionner le système d'intermédiation financier. En rachetant aux banques des crédits portés sur leur bilan, et réduisant ainsi leur risque de défaut, la titrisation permet aux banques de libérer une partie de leur bilan et ainsi d'accélérer la rotation de leur propre capital.

Il est clair que ces mécanismes doivent être vertueux, c'est-à-dire qu'ils doivent être assortis de conditions et de contrôles permettant à l'Etat de vérifier que les marges de financement dégagées par ces opérations sont utilisées pour des investissements de long terme. Le rachat de ces crédits ne se fait pas nécessairement en direct par l'Etat mais peut être fait par des

⁶⁹ La titrisation dépasse aujourd'hui les niveaux qu'elle avait atteint avant la crise des subprimes aux Etats Unis, alors qu'en Europe, elle est inférieure à ses niveaux d'avant crise.

agences publiques comme il en existe aux Etats-Unis avec Freddie Mac et Fannie Mae⁷⁰. Comme ces mécanismes entraînent automatiquement un allègement des contraintes prudentielles, il conviendra de veiller à ce que le redéploiement du capital ainsi obtenu s'oriente vers des secteurs préalablement définis et ne conduise pas à la création de bulles spéculatives (notamment sur le marché immobilier).

Les nouveaux emplois permis par la titrisation doivent être clairement définis en amont et doivent aider à la relance de l'économie en dirigeant l'épargne vers un investissement durable. De ce point de vue, il pourrait être mis en place une « titrisation verte » permettant d'accorder des prêts en faveur de la transition écologique et énergétique.

Proposition 7

Traiter de manière plus favorable les investissements de long terme avec des scénarii adaptés à ces horizons.

Intégrer dans les calculs prudentiels des facteurs permettant de mieux prendre en compte les risques/rendements de long terme non reflétés par les données passées. Cela pourrait passer, suivant des modalités à préciser, par l'instauration d'une sorte de bonus-malus climatique

Proposition 8

Mettre en place une titrisation efficace et transparente orientée vers l'investissement long et soutenable, reposant sur des institutions publiques spécialisées.

2. Permettre aux intermédiaires d'offrir des supports adaptés

L'épargne des ménages en Europe ayant atteint un niveau élevé, il est important de concevoir des supports attractifs qui permettent de financer l'investissement de long terme, tout en offrant une protection suffisante. Au-delà de caractéristiques de rendement/risque différenciées, les supports proposés doivent également pouvoir offrir du « sens » aux épargnants.

De ce point de vue, il convient d'envisager **une gamme de supports clairement différenciés en fonction de la capacité des ménages à prendre des risques**. Cette aptitude dépend principalement de leur position dans le cycle de vie et de leur niveau de richesse. Des supports liquides, mais avec un montant plafonné, peuvent être transformés en emplois longs dès lors que leur encours total est stable et que l'intermédiaire qui les porte est en mesure de supporter le risque de forte transformation. En France, ce modèle efficace est à la base des livrets réglementés. Il pourrait être rendu encore plus performant en revisitant certaines contraintes actuelles. L'emploi des liquidités placées sur ces instruments semble parfois corseté par des règles inadaptées (prêts uniquement à taux variables, limités à certains secteurs et à certaines contreparties, avec des conditions de garantie publiques trop exigeantes...).

Les livrets d'épargne réglementée ne sont qu'une des nombreuses formes de l'épargne en France. L'assurance-vie représente ainsi un peu moins de 40% de l'épargne financière en France. Là-aussi, un assouplissement de son cadre permettrait d'orienter cette épargne vers plus d'investissement de long terme.

Des produits adaptés aux attentes des épargnants et positifs pour l'économie trouvent rapidement leur clientèle. Bpifrance en a fait récemment la démonstration en lançant avec succès deux fonds qui s'adressaient, l'un aux investisseurs institutionnels, l'autre aux particuliers, respectivement « Lac d'Argent » et « Fonds Bpifrance Entreprises 1⁷¹ ». Ces fonds

⁷⁰ La faible taille relative des bilans des banques américaines s'explique en partie par l'existence de ces structures parapubliques.

⁷¹ Voir supra

thématiques et ciblés répondaient à des demandes latentes de clientèles au profil différent mais chacun de ces fonds a permis d'utiliser au mieux les liquidités mobilisées.

La durée actuelle de 10 ans généralement constatée pour les fonds d'investissement⁷² pousse les équipes de gestion à privilégier des investissements pouvant arriver à maturité sur des périodes de 4 à 8 ans, voire plus courtes encore. En effet, avec des multiples de cession identiques, une cession plus rapide améliore substantiellement les taux de rendement interne affichés par les fonds et donc les indicateurs de réussite de l'équipe de gestion. Ceci pourra alors servir d'argumentaire pour la levée de fonds suivante. Ce type de pratique, devenue quasiment contraignante, disqualifie souvent les investissements à caractère industriel⁷³ qui, outre leur durée, incluent dorénavant nécessairement des développements innovants importants (industrie 4.0). En revanche, ces dispositions encouragent les investissements dans les services peu consommateurs de capital ou encore le financement d'acquisitions aboutissant à la concentration et à la création de cibles plus attractives pour des acteurs en dehors des territoires, et, pour finir, facilitent la délocalisation de ces activités.

Nous pensons qu'il est possible de proposer des solutions alternatives à ces fonds. Pour contrecarrer ces tendances et dépasser ces contraintes, il serait possible de créer une catégorie de fonds spécifiques destinée à orienter les liquidités vers des investissements industriels à perspectives plus ou moins éloignées en explorant plusieurs pistes qui pourraient, par exemple, être réinvestis sur de très longues durées. De tels fonds pourraient bénéficier d'une exonération de certains droits pour certains produits encaissés en contrepartie de l'engagement de détention sur une période définie.

D'autres initiatives trouveraient pleinement leur sens au niveau européen notamment pour ce qui concerne la réassurance. En effet, la logique de la réindustrialisation doit aussi se concevoir au niveau du continent. La transition écologique et énergétique s'inscrit dans le temps et dans un contexte de crise climatique, de même que d'autres politiques stratégiques nécessitant une mobilisation longue de moyens importants (telles que la politique de défense européenne ou la politique de recherche « disruptive »). . Dès lors, les investissements de long terme plus risqués impliqueront des besoins de couverture assurantiels importants. Le plan de relance européen a permis de faire avancer la solidarité financière entre les Etats européens par l'émission d'un emprunt au niveau européen destiné à financer le plan de relance⁷⁴. Sur la base de ce succès, il semble possible de réfléchir à des obligations qui seraient émises par les pays de l'Eurozone afin de financer des projets communs. Cela permettrait à la fois de se protéger mutuellement des attaques spéculatives et de mutualiser les dettes publiques ainsi créées⁷⁵.

Les fonds Marguerite⁷⁶ créés en 2010 par l'association d'institutions financières publiques nationales (BGK, CDC, CDP, ICO, KFW) avec la BEI et la Commission Européenne ont montré que des investissements communs dans un fonds d'infrastructure pouvaient être à la fois rentables, utiles et solides. Destinés à financer en capital des infrastructures de différentes nature, les fonds Marguerite ont permis le financement de plus de 30 projets dans 15 pays. La valeur totale des projets financés est de plus 14 Mds€ soit un effet multiplicateur de 11,5 par rapport aux financements apportés.

⁷² Il s'agit d'une pratique de place, non d'une exigence réglementaire.

⁷³ L'installation d'une usine requiert des délais de 3 à 5 ans pour obtenir les autorisations nécessaires et la réaliser... c'est difficile de faire un TRI rapidement en finançant un tel investissement !

⁷⁴ https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_fr

⁷⁵ Leur taux d'intérêt correspondrait à une moyenne des taux nationaux des Etats pondérés par leurs poids économiques.

⁷⁶ <https://www.marguerite.com>

Le développement des intermédiaires ne peut pas laisser de côté l'apparition de nouveaux intermédiaires comme les Special Purpose Acquisition Company (SPAC). Ces sociétés connaissent un succès grandissant et se développent en Europe et ailleurs. Sans ignorer que leur fonctionnement et leur capacité d'agir sur l'économie réelle continuent à faire débat⁷⁷, le succès rencontré montre qu'elles répondent à une demande latente de la part des investisseurs. Afin de les adapter à ces justes critiques, il conviendrait de les remodeler et de canaliser leur objet. Cela permettrait de s'assurer que les montants levés soient réellement investis dans des secteurs clés. Les SPAC pourraient ainsi être orientées vers les secteurs touchant à la l'innovation et à la souveraineté (Green Transformation, Tech Sovereignty, Deep Tech Leadership, Innovation Cohesion, FinTech) et vers le financement de sociétés innovantes. En contrepartie d'investissements réellement dirigés vers ces secteurs dans le cadre d'une stratégie de long terme avec des critères ESG validés et publiés, certaines de ces sociétés pourraient bénéficier de mesures d'accompagnement. Cela permettrait d'assainir ce marché en favorisant celles qui répondent à ces critères.

Proposition 9

Lever certaines contraintes de l'épargne réglementée ainsi que ses conditions d'emploi et offrir en contrepartie des rendements plus élevés.

Proposition 10

Mettre en place des supports d'épargne longue, avec des possibilités de sortie adaptées à la situation des ménages en fonction de leur position dans le cycle de vie et de leur niveau de richesse.

Proposition 11

Assouplir les contraintes de l'assurance-vie et inciter les épargnants à prendre un peu plus de risque.

Proposition 12

Mettre en place un fonds d'investissement destiné à financer des entreprises impliquées dans la réindustrialisation ou le raccourcissement des chaînes d'approvisionnement.

Proposition 13

Accélérer le développement des fonds de capital-investissement à très long terme accessibles au plus grand nombre.

Proposition 14

Mettre en place, au niveau européen, une Caisse de réassurance visant à couvrir le risque de financements industriels à long terme.

Proposition 15

Créer des Eurobonds destinés à financer des projets européens structurants par exemple dans le domaine de l'énergie.

Proposition 16

Mettre en place un incitatif fiscal et/ou réglementaire pour les SPAC répondant à des critères ESG d'investissement de long terme.

⁷⁷ <https://seekingalpha.com/article/4397498-beware-spac-how-work-and-why-are-bad>

D. Pour une évaluation partagée des risques et des rendements de long terme

Dans le contexte de ressources contraintes que nous connaissons, la priorité doit être accordée aux investissements présentant le plus d'externalités positives et le moins d'externalités négatives. Les connaissances limitées et l'incertitude qui caractérisent le temps long ne doivent pas nous empêcher de tenter d'évaluer au mieux ces externalités. Cela est indispensable car l'enjeu est de les hiérarchiser en fonction de nos préférences collectives. Ce dernier point nous renvoie encore au rôle de l'Etat et la puissance publique. Notre dernier ensemble de propositions s'attachera donc à définir ce qui permet une évaluation des risques et des rendements de long terme reflétant nos choix de société.

1. Pas d'évaluations justes sans informations fiables

La mise à disposition d'informations complètes, lisibles et comparables est un préalable indispensable à une juste évaluation des risques. Cette affirmation de principe se heurte cependant à de nombreuses difficultés pratiques. Ce qui apparaît comme contingent à un moment donné devient incontournable quelques temps plus tard. La stabilité du cadre d'évaluation est indispensable pour définir les risques mais un cadre trop figé passera à côté de son objet. Pour répondre à ce dilemme, il faut d'abord s'orienter vers une évaluation plus globale couvrant plus de champs d'informations. Il convient donc d'y inclure non seulement les capitaux financiers mais aussi le capital naturel, sa préservation (*les ressources environnementales*) ainsi que le capital humain (*les parties prenantes de l'entreprise*). Il faut aussi se mettre d'accord sur ce que l'on considère comme important et qui ne saurait être masqué.

C'est au niveau européen que se trouvent les réponses pour, d'une part, définir les informations, c'est le projet de **taxonomie**, et, d'autre part, énoncer ce qui doit être rendu public, c'est le projet de **directive sur le reporting développement durable des entreprises**.

Nous avons déjà vu l'importance de la « taxonomie » qui permet de disposer d'une information fiable reposant sur un langage commun. Ces définitions communes permettent d'indiquer aux détenteurs de capitaux et aux marchés où se trouvent les investissements qui font l'objet des priorités de l'action publique et qui donc bénéficieront de son accompagnement.

La directive sur le reporting extra-financier, Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), a une ambition complémentaire. Elle établira un corpus de règles qui permettra d'établir « *des rapports de durabilité sur un pied d'égalité avec les rapports financiers* ». Cette réglementation pourrait concerner jusqu'à 50 000 entreprises européennes⁷⁸. L'enjeu de lisibilité, de comparabilité et de complétude des informations délivrées par les acteurs économiques est au centre de ce projet. Il s'agit de permettre aux entreprises de communiquer « *les informations fiables et comparables, dont ont besoin les investisseurs et les autres parties prenantes* ». Sur cette base, il sera possible de regarder comment la soutenabilité et le changement climatique sont affectés par les activités des entreprises et d'évaluer, en retour, comment les changements ont un impact sur les modèles économiques et financiers. Cette double analyse appelée concept de « double matérialité »⁷⁹ permet d'appréhender de façon

⁷⁸ CSRD étendra les exigences de l'actuelle NFRD à de nombreuses entreprises de plus de 250 salariés qui n'y étaient pas soumises ainsi qu'à toutes les sociétés cotées.

⁷⁹ La simplification du processus de reporting pour les entreprises repose sur l'interopérabilité de différentes normes afin que les normes soient alignées sur les initiatives internationales tout en tenant compte des particularités européennes ; c'est l'EFRAG qui est chargé d'y travailler et de formuler les avis techniques correspondants.

globale les risques dans une analyse systémique. Evidemment, cela nécessitera une adaptation à la taille des entreprises avec des normes « proportionnées » à l'attention des PME⁸⁰.

Proposition 17

Faire des entreprises publiques des exemples en matière de reporting extra-financier.

Proposition 18

Soutenir la mise en place d'un reporting extra-financier fiable et exigeant. Développer des programmes de formation et d'accompagnement des entreprises pour la mise en œuvre de la taxonomie et du reporting extra-financier.

2. Une bonne information pour tous : de l'épargnant jusqu'aux acteurs les plus sophistiqués

Le long terme reste le parent pauvre des normes comptables. Les normes actuelles conduisent à des comportements grégaires et laissent peu de place à des stratégies à long terme. La valorisation des actifs repose sur le concept de « juste valeur », qui, de fait, s'apparente de plus en plus à la valeur de marché⁸¹. Les reportings trimestriels induisent des conséquences court-termistes sur le comportement des investisseurs. La norme IFRS 9, introduite en 2018⁸², a encore renforcé cette tendance. La volatilité des valorisations s'amplifie et rend plus difficile les stratégies de long terme des acteurs financiers. En effet, conceptuellement le futur est théoriquement pris en compte par la valorisation des actifs en continu qui repose sur le concept de « juste valeur » ou valeur économique et qui, de fait, s'apparente à la valeur de marché. Toutefois ceci n'a de sens que si et seulement si le marché est efficient et donne des indications non biaisées. Or tel n'est pas le cas. Le marché reste ce que Keynes appelait un concours de beauté et non un lieu de révélation du futur, et donc peu adapté pour la gestion d'investissement à long terme.

Dans ce cadre, il devient plus important que jamais de disposer d'un cadre comptable adapté au long terme. On a parfois le sentiment d'utiliser un double-décimètre pour mesurer la longueur d'une autoroute. C'est certes plus précis mais peu utile car les risques d'erreurs sont décuplés et la finalité de l'investissement est parfois oubliée. Il convient donc de permettre au système comptable de refléter plus fidèlement les effets d'une stratégie de gestion à long terme et d'éviter ainsi les impacts de la généralisation d'une mesure en valeur de marché. Cela passe par la prise en compte de mesures comptables alternatives et, en particulier, d'une mesure adaptée à la gestion de long terme, celle -ci pouvant reposer sur un meilleur suivi du cash versus la valorisation.

Dans la même logique, les normes comptables ne reflètent pas assez les avantages de la diversification des portefeuilles et s'attachent trop aux objets pris individuellement. Cette vision restrictive a notamment comme effet pervers de concentrer les investissements et pénalise les acteurs contracycliques. Le cadre de reporting gagnerait à être élargi de manière sensible pour rendre compte de l'ensemble.

⁸⁰ Les PME non cotées pourraient les utiliser sur une base volontaire.

⁸¹ Le recours au « mark to market » comme expression de la « juste valeur », alors même que les prix de marché ne reflètent au mieux que l'opinion que les investisseurs ont des opinions de leurs collègues, aboutit à des fluctuations de valeur à court terme parfois éloignées de la réalité projetée.

⁸² Cette norme contraint les investisseurs à une valorisation des actifs à la « juste valeur », et donc à constater des plus ou moins-values dès la première année, entraînant ainsi des biais court-termistes dans les comportements.

Proposition 19

Etablir des mesures comptables adaptées à la gestion de long terme.

Proposition 20

Favoriser les reportings comptable et extra-financier au niveau global et non par instrument.

3. Hiérarchiser les externalités

La qualité de l'information est cruciale pour effectuer des choix éclairés en termes d'investissement mais elle ne suffit pas. Dans un environnement qui résiste à la modélisation et dans lequel les externalités sont multiples, il faut les hiérarchiser afin de définir des priorités. C'est à la puissance publique, qui dispose seule de la légitimité nécessaire, d'apporter cet éclairage indispensable. Cette mise en perspective des priorités s'inscrit dans un effort à destination des investisseurs et notamment des épargnants. On le sait, l'éducation financière est parfois défailante mais le plus souvent c'est l'absence de lisibilité qui rend les produits peu attractifs. Il n'existe pas aujourd'hui de visibilité claire de la hiérarchie des externalités qu'elles soient positives ou négatives. Elles sont souvent mises en avant au coup par coup sans être placées dans une perspective globale. Pourtant, les externalités ne connaissent pas de frontières. Eclairer les choix politiques en établissant une hiérarchie des externalités ne peut se faire qu'au niveau européen pour que cela fasse sens. En établissant un lieu d'arbitrage réunissant à la fois des experts, des représentants politiques et des représentants de la société civile, au niveau européen, une grille d'analyse pourrait être proposée afin de caractériser les investissements de long terme. Cette grille pourrait alors être incluse comme un instrument de gouvernance des instruments financiers européens. Elle pourrait aussi servir de base pour caractériser les investissements de long terme au niveau national ou européen.

Proposition 21

Mettre en place, au niveau européen, une instance explicitant et hiérarchisant les externalités.

VI. Conclusion

La puissance publique a la responsabilité de définir le cadre, avec les objectifs et les contraintes que cela emporte, des actions économiques. Cela est encore plus vrai pour l'investissement de long terme parce que cela implique une répartition de la prise de risque entre les différents acteurs économiques. La définition d'objectifs de long terme crédibles et partagés, la fixation d'objectifs intermédiaires et de jalons, la mise en place d'incitations cohérentes avec ces objectifs et ces étapes sont du ressort de la puissance publique. Ces éléments sont essentiels pour faire face à l'aversion au risque des acteurs économiques. Cela implique de rétablir la confiance en traçant des directions claires sur la base d'éléments partagés. Si les acteurs privés doivent prendre leurs responsabilités en investissant dans des projets viables, il revient aux acteurs publics de faciliter ces prises de risques en intégrant les externalités positives pour l'ensemble de la société et pour les générations futures. Cette répartition des rôles nécessite que les intermédiaires financiers aient les moyens d'assumer les risques de transformation et d'allocation en cohérence avec leur responsabilité fiduciaire. En favorisant une répartition des risques plus équilibrées, nous nous donnerons les moyens d'orienter les financements dans les secteurs où ils sont le plus nécessaire et d'abord dans la transition écologique et énergétique. Cela passe par un allongement de l'horizon de décision de tous les acteurs économiques.

Il n'existe bien sûr pas de mesures miracles qui permettraient par une baguette magique de transformer nos systèmes financiers en ensembles vertueux largement dédiés à l'investissement de long terme tout en garantissant le financement des besoins plus immédiats. Pourtant, la situation actuelle entraîne à la fois une mauvaise allocation des ressources et une relative inefficacité des ressources mobilisées. Les pistes que nous proposons montrent qu'il existe des possibilités pour y remédier.

Chacun remarquera la place grandissante que prend la notion de « soutenabilité » (sustainability) dans le débat public. La préoccupation du long terme a fait de grands progrès dans la période récente. La montée du risque climatique ainsi que ceux d'autres natures tels que les aspects sanitaires ont contribué à cette prise de conscience. Une autre entreprise est en train de naître, une autre finance aussi. Elles devront être plus citoyennes et plus responsables. La règle juridique, la régulation hésite encore et la période de transition sera chaotique. Mais très vite il apparaîtra que la performance passe par la résilience.

Soulignons enfin qu'il ne peut y avoir d'approche dynamique de l'investissement à long terme sans un état d'esprit positif concernant l'avenir. Bien que l'optimisme ne se décrète pas, les dirigeants politiques et économiques n'ignorent pas que sans confiance partagée il n'y a pas de succès possible. Cela suppose un projet et une stratégie, en phase avec la communauté dont les dirigeants ont la responsabilité, et ainsi constituer un fondement du contrat social.

Il est clair que la culture du long terme ne s'improvise pas. Alors que l'urgent prime trop souvent sur l'important. L'enjeu est complexe : il nous faut à la fois réparer le présent et préparer l'avenir. Mais c'est le devoir qui nous incombe, absolu, à l'égard des générations qui nous suivent.