

Déclaration finale du Cercle des Économistes (version longue)

Rencontres Economiques d'Aix-en Provence 2014 - 6 juillet 2014

La question de la relance de l'investissement, dans son acception la plus large, est aujourd'hui dans tous les esprits car la timidité de la reprise économique mondiale s'explique par un déficit d'investissements. L'investissement ralentit, tout particulièrement en Europe. Les dépenses d'investissement des 2000 plus grosses entreprises européennes et américaines ont baissé l'an dernier de 1% en termes réels et devraient encore diminuer de 0,5% cette année, alors que ces entreprises ont accumulé 4 500 milliards de dollars d'actifs liquides¹. Parallèlement, la croissance mondiale, en particulier dans la zone euro, reste faible. En France, plus spécifiquement, le débat de politique économique porte sur le choix entre politique de l'offre et politique de la demande, avec une insistance sur le problème de la compétitivité coût, alors que c'est une vision tronquée de la réalité : le décrochage de la France ces dernières années est vraisemblablement lié à la faiblesse de l'investissement.

Pourtant, avec des taux d'intérêt historiquement bas, tout prêterait à croire que le moment est idéal pour investir, préparer et inventer le monde de demain. Comment expliquer ce ralentissement de l'investissement en dépit du faible coût du capital ? Est-ce dû à l'absence de perspectives claires du progrès technique ? Les inventions sont nombreuses, on entrevoit les ruptures brutales qui bouleverseraient les modes de consommation et de production – médecine personnalisée, robotisation, ... – mais un doute demeure quant à la généralisation de ces applications. Ainsi peut-on concevoir un nouveau système technique qui bouleverserait le fonctionnement des marchés et relancerait la productivité de façon massive ? Par ailleurs, dans quelle mesure le vieillissement mondial, et l'augmentation de l'aversion au risque que cela induit, nous éloignera-t-il encore davantage de l'investissement risqué dans une économie déjà pleine d'incertitudes ? Le ralentissement des investissements est-il dû à une finance devenue incontrôlable malgré des efforts de régulation, et pas assez au service des intérêts de l'économie réelle, de long terme ? Ou bien est-ce l'une des conséquences de cette période de désindustrialisation massive qu'ont connue les pays développés à partir des années 1990 ? Enfin, comment continuer à investir malgré les niveaux de dette publique et privée actuels ? La dette est un obstacle majeur au financement de l'innovation : le financement par « *private equity* » et le capital risque sont encore trop peu développés en Europe.

¹ Selon une enquête tout juste réalisée par *Standard and Poor's*

Comment faire également pour tenir compte des crispations sociales et de l'explosion des inégalités dans la plupart des pays développés ? Dans ce monde, marqué par plusieurs défis majeurs, l'espérance d'une gouvernance mondiale s'éloigne progressivement.

On peut dire aujourd'hui que le risque est mal appréhendé, mal réparti et que les investisseurs s'en écartent. Investissement et prise de risque sont pourtant indissociables. Tout l'enjeu consiste à réintroduire la culture de la prise de risque à travers les différentes strates de la société – État, entreprises, particuliers. La relance par l'investissement suppose aussi de répondre à plusieurs questions : quels sont les investissements à réaliser ? Quel est l'environnement propice à leurs réalisations ? Quelle stratégie industrielle mener ? Comment investir à long terme quand les investisseurs privilégient la liquidité ? Comment financer ces investissements tout en assainissant la situation budgétaire ? Et de manière transversale, comment tenir compte de l'enjeu environnemental ?

C'est pour toutes ces raisons que le Cercle des économistes a jugé nécessaire de consacrer ces 14^{ème} Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence à l'investissement, à ses définitions, ainsi qu'à ses modalités de mise en œuvre et de financement. Cela a nécessité une analyse rigoureuse des blocages actuels, une approche en quatre parcours² permettant de définir le spectre des nouveaux investissements et de construire les éléments d'une politique de relance de l'investissement à l'échelle mondiale. Nous vivons une époque d'innovations spectaculaires : L'Amérique explore de nouveaux territoires, les émergents avancent à marche forcée, mais l'Europe trop souvent patine et la France est menacée de décrochage. Le succès passe par la conjugaison d'initiatives publiques – qui créent les incitations nécessaires en matière de formation, de recherche, d'infrastructures, de fiscalité et de réglementations – et de décisions privées qui rompent avec l'attentisme trop fréquent qui reflète l'amoncellement d'actifs liquides dans les comptes des entreprises, et par un renouveau de l'esprit d'entreprise qui sache capter l'énergie des jeunes générations. Le XXI^{ème} siècle appartiendra à ceux qui réussiront avec succès ce mélange d'investissements publics, d'investissements privés et d'investissement humains. Dans ces perspectives, le Cercle des économistes propose les dix recommandations suivantes, centrées sur l'Europe :

1. Rassurer les investisseurs, en clarifiant le cadre réglementaire et fiscal

Réaliser des investissements de long terme entraîne une prise de risque conséquente. En particulier, les investisseurs redoutent les modifications régulières et parfois rétroactives du cadre réglementaire et fiscal. C'est pourquoi il est essentiel de préserver et renforcer la protection des investisseurs, tout

² "Investir dans l'humain", "Penser le long terme", "Financer l'investissement", "Inventer le nouvel environnement de l'investissement".

en les soumettant à la concurrence. La première exigence serait de mettre en place un cadre réglementaire et fiscal clair et stable dans le temps. Ceci est vrai à toutes les échelles, au niveau national mais aussi dans la mesure du possible dans les négociations internationales, multilatérales ou bilatérales. Par exemple, une meilleure visibilité du prix du carbone, de l'électricité ou du gaz favoriserait le développement des investissements.

2. Partager les risques entre les partenaires privé et public pour pallier l'aversion au risque

Malgré les doutes qui ont été émis récemment sur les Partenariats Public-Privé (PPP), des garanties partielles ou totales par les puissances publiques des investissements privés dans des projets risqués et de long terme permettraient le lancement d'investissements massifs, par exemple dans les infrastructures. Une telle approche n'est efficace qu'à condition d'évaluer régulièrement les projets et que si le secteur privé rémunère adéquatement la puissance publique pour la garantie qu'elle lui accorde : le partage des risques doit préserver les bonnes incitations. C'est seulement ainsi que l'on peut éviter les problèmes de sauvetages contestables de mauvais gestionnaires privés.

Les pays développés peuvent prendre exemple sur les « build-operate-transfers » du Royaume-Uni : l'administration publique délègue au secteur privé la conception et la construction d'infrastructures afin d'exploiter et entretenir ces installations pendant une certaine période. Le secteur privé a pendant cette période la responsabilité de réunir les fonds pour le projet et le droit de conserver tous les revenus générés par celui-ci. L'installation est ensuite transférée à l'administration publique à la fin de la convention de concession sans rémunération additionnelle à l'entité privée concernée.

Le partage des risques public-privé peut néanmoins prendre des formes différentes comme dans le cas de la proposition de partenariat public-privé euro-africain.

3. Orienter l'épargne vers l'investissement productif

Il faut un vrai débat sur la fiscalité des revenus de l'épargne. Nous avons trop d'épargne mal utilisée. Afin d'orienter celle-ci vers le financement des entreprises et des projets de développement, ayant un impact immédiat sur l'emploi, la croissance et l'innovation, il faut une fiscalité plus favorable pour les revenus des capitaux mobiliers et du travail, et au contraire une fiscalité plus forte sur le patrimoine non productif (immobilier, œuvres d'art, matières premières comme l'or, etc.). Le taux d'imposition des revenus de l'épargne dédiés à l'investissement productif pourrait être forfaitaire, entre 30 et 35%. Une idée pourrait être également de substituer à l'ISF une taxation spécifique du patrimoine immobilier, c'est-à-dire taxer la rente. Par ailleurs, moins taxer la richesse quand elle se crée et plus quand elle se transmet, en particulier à la génération suivante, permettrait de lutter contre la dynamique d'explosion des inégalités que connaissent certains pays développés.

4. Développer la titrisation dédiée aux PME

Développer la titrisation peut être un bon moyen de pallier la difficulté de financement des petites et moyennes entreprises. Cela implique de modifier un peu Bâle III et Solvabilité II, pour que le coût en besoin de capital de ces produits de titrisation, pour les banques et les assureurs, soit moins élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. Par ailleurs, la BCE devrait jouer un rôle et acheter elle-même de telles valeurs mobilières.

5. Redonner confiance à la jeunesse

La mise en valeur de la prise d'initiatives doit s'opérer dès le plus jeune âge. En France, c'est d'abord le système scolaire qui devrait traduire cette volonté de redonner confiance aux jeunes et faire évoluer les mentalités face à l'échec. D'une part, cela signifie accompagner les jeunes sortis du système scolaire sans diplôme par un encadrement permettant d'acquérir une formation professionnelle et personnalisée. D'autre part, il faut décomplexer le fait de se tromper chez les plus jeunes, par exemple grâce à des méthodes pédagogiques plus horizontales que verticales dès le primaire. Au niveau universitaire, les étudiants devraient être incités à suivre une formation en apprentissage et à réaliser des projets entrepreneuriaux. La création d'entreprises doit être encouragée beaucoup plus qu'elle ne l'est aujourd'hui en France, car derrière elle se trouve l'invention de nouvelles formes de croissance : croissance verte, économie circulaire, participation citoyenne, coopératives, financement participatif, mobilisation de l'épargne locale. Imagination et créativité sont les moteurs fondamentaux.

6. Investir dans le capital humain des seniors

Tout le monde parle de progressivité de la retraite, mais, dans les faits, les modalités rendant cela possible ne sont pas aujourd'hui en place. Faire face au choc intergénérationnel nécessite une transition plus progressive entre le travail et le non-travail au moment de la retraite. On peut envisager de renoncer à l'objectif d'une retraite définitive, par exemple au moyen du cumul emploi-retraite, sauf évidemment dans le cas d'une impossibilité de travailler, en cas de dépendance par exemple. Mais le corollaire indispensable de cette proposition est de créer les conditions d'une meilleure employabilité des seniors et de repenser le marché du travail dans sa globalité. L'investissement premier c'est celui dans le capital humain : la vie doit être un continuum de formation, travail, années sabbatiques etc. C'est le seul moyen de faire travailler les gens plus longtemps et de mettre les jeunes au travail.

7. Adopter, au niveau européen, une politique d'investissements dans les infrastructures et les secteurs porteurs de croissance

Pour cela on peut essayer d'appréhender, autant que faire se peut, les domaines d'activité susceptibles de se développer davantage, comme la France vient de le faire avec ses 34 plans de « reconquête industrielle ». Nous sommes aujourd'hui dans une grande incertitude : qui sait les besoins que créeront le vieillissement, le développement durable, etc ? Il est cependant nécessaire de promouvoir une politique sélective faisant le pari d'un petit nombre de secteurs d'avenir sur lesquels se concentreraient les efforts de la puissance publique. Le ciblage doit être sectoriel et non pas sur des firmes précises, et sera d'autant plus efficace que les secteurs privilégiés seront davantage concurrentiels. Surtout, ceci pose évidemment la question de la méthode et de la gouvernance d'une telle stratégie. C'est bien le renouvellement du tissu productif qu'il faut favoriser. A l'heure où les investissements publics reculent³, l'Union Européenne devrait adopter une stratégie d'investissements dans l'énergie, les infrastructures et l'éducation pour soutenir la croissance de long terme. Cela peut et doit aller de pair avec le développement de pôles de compétitivité, pour favoriser les interactions entre la recherche et l'industrie, et en tirer parti. Parallèlement, il apparaît essentiel de mener des politiques budgétaires contracycliques : relance de l'investissement en période de stagnation et réduction des déficits publics en période de croissance.

8. Allonger la maturité de la dette publique

Les positions sur les dettes dans le monde ne sont pas du tout les mêmes. Depuis le 19^{ème} siècle, la dette britannique a une maturité beaucoup plus longue et pose donc moins de problèmes. Aujourd'hui encore la maturité de la dette britannique est de quinze ans, plus du double de celle de la dette française. En passant à une dette à très longue échéance, comme le firent les Britanniques au 19^{ème} siècle, les États seraient alors en mesure de lever de la dette, moins contraints par l'échéance de l'obligation, moins menacés par d'éventuelles attaques sur les marchés et moins dépendants des agences de notation. De plus, dans la conjoncture actuelle, cela permettrait aux États de cristalliser les taux actuellement très bas. Enfin, les pays surendettés n'auraient pas à recourir à de violentes restructurations. Néanmoins, pour les créanciers, le vrai risque sera celui de l'inflation. Cet allongement de la dette devrait être mis en œuvre à travers des émissions

³ Pour la zone euro, de 2,6 % du PIB en 2009 à 2,1 % en 2012 ; pour l'Espagne, de 4,5 % à 1,8 % du PIB. Source : Et si le soleil se levait à nouveau sur l'Europe ? Le Cercle des économistes. Fayard, 2013.

mutualisées des pays de la zone euro jugés suffisamment crédibles pour ne pas faire augmenter de façon trop importante la prime de risque associée.

9. Introduire des arrangements contractuels dans l'Union européenne

Dans le cadre de la dette européenne, des « arrangements contractuels » permettraient de définir pour chaque pays un certain nombre de réformes structurelles importantes (marché du travail, éducation, formation, concurrence, etc.) en contrepartie de prêts, de garanties ou d'un allongement de la période de réduction de déficit public. Cela empêcherait qu'il y ait un effet négatif des réformes structurelles sur l'activité. Ces arrangements contractuels doivent aller de pair avec un accord type *flexisécurité* au niveau européen. Ils peuvent en outre inclure une assurance chômage de la zone euro. Tous les pays membre vérifiant des critères à définir en matière de fonctionnement du marché du travail (fourchette de salaire minimum relativement au salaire médian, droits minimums à la formation professionnelle, plafonds quant aux taux de remplacement et à la durée d'indemnisation du chômage...) seraient éligibles. Chaque pays participant contribuerait à un fonds européen d'indemnisation du chômage. Ce fonds serait mobilisé en fonction du cycle économique, pour abonder les caisses d'allocation chômage nationales lorsque le taux de chômage national passe au-dessus de sa moyenne passée, et les ponctionner dans le cas inverse.

10. Assouplir les règles de l'immigration qualifiée

Nous sommes conscients qu'il ne s'agit pas d'un problème facile. Les vraies frontières qu'il faut lever sont celles de la connaissance, en particulier pour les jeunes. Les flux migratoires rendent les économies plus dynamiques, créent des emplois et favorisent la croissance à long terme⁴. Les gouvernements les plus ouverts aux flux migratoires accompagnent leurs entreprises, dans une démarche avantageuse pour tous. Les gouvernements reçoivent des revenus plus importants et tirent parti du dynamisme des nouveaux arrivants et notamment des plus qualifiés. Ce constat s'applique aussi pour les flux d'étudiants étrangers, en particulier dans un contexte de compétition internationale où la constitution de pôles de recherche de taille critique est essentielle.

En conclusion, l'investissement témoigne de la capacité d'une société à se projeter dans l'avenir. La plus belle illustration de l'importance de l'investissement est probablement la question de l'eau. L'exploitation de l'eau en quantité suffisante et bien répartie sera l'un des plus importants défis que la collectivité mondiale aura à relever dans les années qui viennent, tout simplement du fait des besoins agroalimentaires gigantesques liés à la croissance démographique. Il faudra

⁴ Plusieurs travaux d'économistes montrent que si les frontières étaient totalement ouvertes et que les travailleurs pouvaient aller là où ils le souhaitent, le PIB mondial pourrait croître de 50% sur une période de 25 ans.

envisager des nouvelles formes de financement, vraisemblablement au niveau mondial et adossées au prix des produits agricoles.