

Des fonds d'investissement à capital garanti pour soutenir la vague d'investissement nécessaire à la transition écologique et la croissance

Michel Didier

Le rebond d'activité devrait être mis à profit pour créer les conditions d'une croissance potentielle plus forte et durable. Nous proposons pour cela de repenser l'action publique, en l'orientant sur un partage des risques entre l'Etat et les acteurs privés, plutôt que sur l'accumulation de dépenses publiques supplémentaires.

Rétablir notre compétitivité après vingt ans de pertes de parts de marché, renforcer notre croissance après une décennie de quasi-stagnation du volume du PIB par habitant, accélérer la réduction des émissions de carbone passent par une nouvelle vague d'investissements. L'épargne des Français peut la financer et offrir les fonds propres indispensables. Mais elle est trop orientée vers les placements sans risques et trop peu vers les entreprises de croissance.

Nous proposons la création de fonds d'investissements à capital garanti destinés aux épargnants moyens. Le véritable obstacle à l'investissement de l'épargne privée vers les fonds propres est le risque.

Une formule simple serait d'ouvrir à chaque épargnant une enveloppe similaire à l'enveloppe du PEA, mais réservée à des parts de fonds d'investissements de croissance. Pour sécuriser son placement, l'épargnant pourrait en outre récupérer son capital à tout moment en cédant ses parts à leur valeur de souscription, donc en abandonnant l'espoir de gains, à un fonds souverain à créer qui pourrait céder ces parts ou les porter à leur terme. La double garantie de liquidité et de capital apporterait une sécurité à l'épargnant.

Un surplus de fonds propres d'une centaine de milliards d'euros pourrait être visé sans coût pour l'Etat et avec un avantage collectif déterminant pour l'environnement et le pouvoir d'achat.

Le retour progressif à la vie normale s'accompagne d'un rebond vigoureux de l'activité économique, rebond qui se poursuivra en 2021 et en 2022. La politique économique devrait en profiter pour voir plus loin, afin d'éviter que l'économie française ne retrouve, après le rebond, ses tendances antérieures, qui n'étaient pas satisfaisantes. **Le renforcement durable de notre croissance potentielle** ne sera pas obtenu en ajoutant des dépenses publiques aux dépenses publiques, des déficits aux déficits, de la dette à la dette, que cette dette soit publique ou privée. Il nécessitera une vague nouvelle d'investissements productifs, afin que dans le processus de destruction créatrice du changement économique, les forces de création l'emportent largement sur les forces de destruction. Nous préconisons une forme de recapitalisation de l'économie française par une « inondation de fonds propres » des entreprises porteuses de croissance, en attirant vers elles les épargnants moyens. Il s'agit **de repenser l'action publique en l'orientant sur un partage des risques entre l'Etat et les acteurs privés plutôt que sur l'accumulation de dépenses publiques**. L'idée de base qui sous-tend notre proposition est que, dans certaines situations, **la mutualisation collective des risques est préférable à la dépense publique** directe. Il est plus efficace d'encourager les épargnants à financer les fonds propres des entreprises pour investir dans des projets d'innovation et de croissance plutôt que d'augmenter directement la dépense d'investissement public. Il s'agirait de débloquer les comportements en assurant collectivement les risques individuels plutôt que d'augmenter un déficit public déjà hors normes, qui inquiète et suscite des réflexes de prudence voire de repli. La formule que nous privilégions serait la création pour les épargnants moyens d'une **enveloppe d'épargne sécurisée, intermédiaire entre le PEA et le contrat d'assurance-vie en euros**, destinée à des parts de fonds d'investissements de croissance durable, dont la sécurité et la liquidité seraient assurées par un fonds souverain créé à cet effet.

Les tendances de l'économie française avant la crise sanitaire n'étaient pas satisfaisantes

La **perte de compétitivité française** est un fait majeur des vingt dernières années. Le recul de la part des exportations françaises dans le total des exportations de la zone euro nous coûte actuellement plus de 200 milliards d'euros d'exportations. C'est le supplément d'exportations que nous aurions si nous avions simplement maintenu cette part à son niveau d'il y a vingt ans. Cette perte de compétitivité s'est accompagnée d'un **affaiblissement de la croissance** française. Le produit intérieur réel par français avait progressé en moyenne de 1,7 % par an en France au cours de la décennie 1990-2000, à peu près comme en Allemagne. Ces taux de croissance ont été dans l'ensemble plus faibles au cours de la décennie 2000-2010, 1 % pour l'Allemagne, 0,6 % pour la France. L'écart s'est encore accru sur la décennie 2010-2020, 0,7 % par an pour l'Allemagne, **-0,1 % par an pour la France**. Cette stagnation du revenu réel par habitant sur toute une décennie est sans nul doute une des causes profondes de diverses insatisfactions confusément ressenties par les Français.

Taux de croissance du PIB en volume par habitant

En %	1990-2000	2000-2010	2010-2020
France	1,7	0,6	-0,1
Allemagne	1,6	1,0	0,7
Etats-Unis	2,2	0,8	1,0
Japon	1,0	0,6	0,5

Trois chocs nouveaux risquent de peser sur les perspectives de croissance

Le premier choc est la récession. Après le recul du volume du PIB de 8,0 % en 2020, le rebond devrait être de +5,5 % en 2021, puis de 4,7 % en 2022. Sur l'ensemble des trois années 2020, 2021 et 2022, la « perte » totale de PIB, c'est-à-dire **l'écart entre le PIB anticipé avant la crise sanitaire et le PIB observé** serait d'environ **250 milliards d'euros**, malgré une **accumulation de déficits publics supplémentaires, sans précédent, de près de 400 milliards d'euros**. Les estimations de la perte de fonds propres des entreprises varient selon les estimations, de quelques milliards d'euros à 50 milliards d'euros¹, mais l'enjeu principal est devant nous. Ce sera le « choc en retour » de la réduction incontournable du déficit public, sans même songer à une réduction du poids de la dette publique. **Le second défi à relever est la contrainte climatique.** L'objectif est de

¹ Observatoire du financement des entreprises. Rapport sur les fonds propres des TPE et PME, mai 2021.

ramener les émissions de leur niveau de 441 millions de tonnes d'équivalent CO₂ en 2019, à 310 millions de tonnes en 2030. Cet objectif est inscrit dans la loi. Il est encore à notre portée, à la condition d'accélérer nettement le rythme de réduction des émissions². **Le besoin d'investissements supplémentaires peut être estimé à plusieurs dizaines de milliards d'euros par an, auxquels s'ajoute le coût de l'obsolescence accélérée du capital installé.** Enfin, la **prise de conscience des risques nouveaux**, sanitaires, climatiques, internationaux, désormais largement dans les esprits, ne peut qu'inciter à des comportements de plus grande prudence. Il est généralement admis, et certains travaux empiriques le confirment³ qu'une augmentation de **l'incertitude économique incite les ménages à épargner et les entreprises à limiter les investissements**. Elle tend au total à brider la croissance.

Dans l'éditorial du rapport annuel 2020 de l'Association Française de Gestion Financière, son président Eric Pinon souligne à juste titre : « *Pour les entreprises, répondre aux enjeux de demain par des offres compétitives nécessite une reprise des investissements productifs et un renforcement de leurs fonds propres, socle de la croissance ... Il s'agit de rétablir des ponts entre l'épargne patrimoniale longue et les bilans des entreprises* ». Mais comment rétablir ces ponts ? **Comment stimuler l'investissement alors que l'Etat doit maîtriser ses dépenses** pour assurer la soutenabilité de la dette ? **Nous suggérons pour cela de penser autrement le rôle de l'Etat.** Nous proposons de stimuler le financement de l'investissement par **une mobilisation de l'épargne privée grâce à la création de fonds d'investissement à capital garanti.**

L'orientation de l'épargne un sujet ancien à penser autrement

Le sujet de l'orientation de l'épargne vers l'investissement productif n'est pas nouveau. Les observateurs soulignent depuis longtemps que l'absence de fonds de pension en France conduit à une insuffisance chronique d'épargne longue, prête à s'investir dans la durée et à assumer de ce fait les aléas inhérents à tout investissement d'entreprise. Une étude de l'équipe *Investing Initiative*⁴ a analysé les dispositifs et incitations destinés à influencer les décisions d'affectation de l'épargne en France. Il s'avère que les principaux bénéficiaires sont l'Etat et les grandes entreprises, qui absorbent ensemble près de 80 % du volume de financement. Sur la

² Le groupe de travail n°4 du Débat National sur la Transition Énergétique a estimé les besoins de financement entre 49 et 64 milliards d'euros par an d'ici 2030. Notre estimation, fondée sur l'impact attendu du plan de relance du gouvernement, était de 20 à 25 milliards d'euros d'investissement pour la partie publique.

³ Jacques H. Drèze *Sur la macroéconomie de l'incertitude et des marchés incomplets*. Revue de l'OFCE n° 72, Janvier 2020. Patrick Artus *L'incertitude sur la perspectives réduit-elle la croissance ?* Natixis, Flash Economie n° 307, 26 avril 2021.

⁴ *Fiscalité de l'épargne financière et orientation des investissements* ADEME – France Stratégie, Ministère de l'Écologie, du Développement durable et de l'Énergie, Avril 2017.

dépense fiscale destinée à orienter ou flécher l'épargne, la plus grande partie va vers le logement locatif et les actifs de marché (les actions cotées et les obligations). Seulement 4 % des dépenses fiscales pour l'épargne sont orientées vers le financement des PME.

La crise sanitaire a révélé de façon spectaculaire le fait que des **entrepreneurs français trouvaient plus facilement leur financement à l'étranger**. L'exemple emblématique, dans un contexte il est vrai particulier, est la société Moderna Therapeutics, fondée par un chercheur français conduit à réussir l'industrialisation de son projet aux Etats-Unis, grâce à des investisseurs privés et à l'accompagnement de l'Agence américaine des produits alimentaires et du médicament. Les exemples de cette nature sont multiples. Dans un domaine voisin qui est celui des inventeurs et des brevets, Carsten Fink, Ernest Miguelez et Julio Raffo⁵ ont examiné en détail les migrations des inventeurs entre pays. Les Etats-Unis constituent de très loin le pays d'accueil des inventeurs installés hors de leur pays d'origine, pour près de 60 % d'entre-eux. Pour la France, le bilan est négatif.

Des initiatives nouvelles à saluer, qui restent parcellaires et très insuffisantes

Des initiatives diverses ont été prises afin d'encourager l'orientation de l'épargne privée vers l'investissement : réformes de la fiscalité du capital, création du Plan d'Epargne Retraite. D'autres mesures sont plus spécifiques à la transition énergétique : label « Transition Energétique et Ecologique pour le Climat » des fonds d'investissement, obligation pour les gérants de capitaux d'évaluer la contribution de leur portefeuille à la transition énergétique. Bpifrance a de son côté lancé avec succès un premier fonds de capital investissement accessible à l'épargne moyenne. **Ces mesures vont dans la bonne direction**. Mais elles ne font souvent que modifier à la marge l'allocation entre les supports d'épargne plus que d'augmenter le volume total d'épargne longue affecté à l'investissement productif. Une orientation plus novatrice a été suggérée dans le rapport de Pascal Canfin et Philippe Zouati⁶, limité cependant à la transition écologique. L'idée est de **développer des dispositifs financiers innovants de partage du risque, pour maximiser l'effet de levier des fonds publics**. Elle n'a pas reçu d'application, mais elle mérite pourtant d'être reprise et élargie au-delà de la transition écologique. Dans une note du *think tank* Terra Nova de mars dernier⁷, Baptiste Perrissin Fabert et Natacha

Valla reprennent l'idée esquissée dans le rapport Canfin-Zouati. Ils considèrent aussi, sans formuler pour autant de proposition plus précise, « *qu'il n'est pas absurde de remettre la notion de fonds souverain sur le métier* ». Nous estimons que **ces pistes de réflexions peuvent désormais être assemblées dans une stratégie globale adaptée à la situation française**.

Investir plus mais avec quels moyens ?

La Banque centrale européenne a permis d'oublier un temps la **contrainte budgétaire**. Cette contrainte **réapparaîtra rapidement**, notamment pour la France qui affiche un déficit public primaire élevé. Il est invisable de maintenir durablement un déficit public à 9 % du PIB mais il faut être conscient de ce que la réduction du déficit aura un effet restrictif sur la croissance. Du côté des entreprises, pour beaucoup d'entre elles, la contrainte de financement existe d'ores et déjà, et elle s'accroîtra avec l'accroissement des besoins de fonds de roulement entraînés par le rebond d'activité. La plupart des économistes se rejoignent sur la **nécessité d'une nouvelle vague d'investissements pour adapter l'appareil productif, pour faire face à l'ambition de renforcement industriel et pour accélérer la baisse des émissions de gaz à effet de serre**. Nous ne pensons pas compte tenu de l'impératif de soutenabilité financière de la dette publique, que la réponse pourra passer par de nouvelles dépenses publiques. Le programme de stabilité affiché par le gouvernement propose au demeurant de freiner la dépense par une norme contraignante dès la fin du risque sanitaire. La solution ne passera pas non plus par une augmentation de l'endettement des entreprises qui est déjà plutôt élevé. **Une réponse est dans un renforcement massif des fonds propres des entreprises de croissance**. Un objectif de 100 milliards d'euros serait souhaitable et atteignable.

Le véritable obstacle à l'investissement de l'épargne privée vers les fonds propres n'est pas l'insuffisance de niches fiscales, – qui ont souvent entraîné des effets d'aubaine –, c'est la réticence légitime de l'épargnant moyen à prendre le risque de perdre une partie de son capital. Selon l'étude publiée en janvier 2020 par l'AMF⁸, 71 % des Français interrogés placent parmi leurs priorités d'épargne l'objectif de « disposer d'un capital en vue de la retraite, pour avoir suffisamment d'argent tout au long de leur retraite ». Il faut pour cela l'assurance de retrouver au moins ses économies. C'est pourquoi nous suggérons la **création de fonds d'investissement à capital garanti destinés à l'épargne moyenne**. De tels fonds auraient pour vocation de drainer et mutualiser l'épargne moyenne **vers les fonds propres, c'est-à-dire des participations au capital**

⁸ *Etude annuelle sur les attitudes et opinions des épargnants à l'égard des produits financiers*. Etude 2020. Autorité des Marchés Financiers et audirep.

⁵ Carsten Fink, Ernest Miguelez, Julio Raffo *The global race for inventors* 17 July 2013.

⁶ Pascal Canfin et Philippe Zouati, *Pour la création de France Transition : des mécanismes de partage des risques pour mobiliser 10 milliards d'euros d'investissements privés dans la transition écologique*, remis aux Ministres de l'économie et des finances et de la transition écologique et solidaire, Bruno Le Maire et François de Rugy, Décembre 2018.

⁷ *De la dette en commun à un nouveau modèle de prospérité pour le continent européen*, par Baptiste Perrissin Fabert, Natacha Valla, le 18 mars 2021.

d'entreprises non cotées à fort potentiel, afin d'en permettre et d'en stimuler le développement. Certains secteurs sont plus directement concernés : la santé, le numérique, la transition climatique, mais des projets à fort potentiel industriel peuvent se trouver dans d'autres secteurs.

Des fonds de capital développement existent certes actuellement. Il existe même une réserve significative de capitaux libres dans ces fonds. Mais le niveau d'exigence des fonds est tel que leurs investissements effectifs restent limités. En outre, compte tenu du risque, seuls les gros épargnants peuvent y souscrire et par conséquent bénéficier des rendements élevés qu'ils procurent. **Notre proposition vise donc aussi à donner accès à ces fonds aux épargnants moyens qui privilégient actuellement des placements « sans risques ».**

Des fonds garantis, de quoi s'agit-il ?

L'épargne financière des Français est estimée à près de 6 000 milliards d'euros⁹. Pour attirer une partie, somme toute petite, de cette épargne vers l'investissement productif, il est crucial qu'elle soit protégée contre le risque. C'est le principe des **fonds d'investissement à capital garanti**. **Tout épargnant plaçant dans ces fonds verrait son capital assuré.** De façon plus précise, les fonds à capital garanti seraient des **fonds d'investissement classiques, prenant des participations généralement pour une durée de 5 à 9 ans, principalement dans des PME ou des ETI**, afin d'accompagner durablement leur développement. Les parts de ces fonds, fonds qui devraient probablement être labellisés, feraient, comme les fonds classiques, l'objet d'une valorisation périodique. La différence fondamentale avec les fonds classiques est que **l'épargnant qui a placé une partie de son épargne dans ces fonds serait assuré, quoi qu'il arrive, de retrouver son capital intact au moment où il le souhaiterait.** Plusieurs formules sont possibles, fonds à échéances ou fonds de capitalisation permanents. **La clé est la double garantie de capital et de liquidité.** Mais comment assurer cette double garantie ? Une **formule simple** pourrait être de **permettre à chaque épargnant l'ouverture d'une enveloppe de placements en fonds d'investissement avec garantie du capital**, similaire à l'enveloppe du PEA. Cette enveloppe, dont l'ordre de grandeur pourrait être au moins

⁹ Source : Banque de France, Direction des Statistiques monétaires et financières, 31 mai 2020.

égale à celle du PEA, permettrait de cibler la mesure sur les épargnants moyens. On observera que plus de 6 millions de PEA ont été ouverts et qu'ils ont recueilli plus de 100 milliards d'euros. Cela donne une idée du potentiel supplémentaire qu'offrirait la garantie de capital.

Le parallèle avec l'assurance-vie en euros montre les similitudes mais aussi les différences. Dans les contrats en euros, **l'épargnant peut récupérer son capital quand il le souhaite et sans perte.** En l'occurrence, le capital placé dans un contrat d'assurance-vie est garanti par l'assureur. Mais tout assureur est soumis à de fortes contraintes de solvabilité. Il doit impérativement minimiser le risque qu'il prend sur les placements de son fonds général. Il est donc contraint de limiter ses investissements à des actifs peu risqués.

Pour des investissements productifs, qui sont et resteront par nature plus risqués, seule une « caisse publique » peut apporter une garantie **en mutualisant au plus haut niveau les risques des différents fonds. Cette caisse s'apparenterait à un fonds souverain d'assurance sous la forme d'un fonds de fonds. Elle achèterait à la valeur de souscription les parts des épargnants qui souhaiterait récupérer leur capital avant la liquidation des fonds.** L'épargnant abandonnerait en conséquence de son choix la plus-value finale espérée. La caisse publique porterait ou gèrerait ensuite ces parts jusqu'à la liquidation du fonds. Elle bénéficierait donc du rendement final. L'expérience montre que le **rendement moyen**, calculé dans le temps et dans l'espace, **de l'investissement en capital développement** est largement positif, ce qui permet à la fois de rémunérer l'épargnant, la garantie et le travail du fonds.

L'Etat deviendrait en quelque sorte l'assureur en dernier ressort des investissements innovants des entreprises françaises de croissance. La logique économique du dispositif est claire. **En mutualisant le risque, c'est-à-dire en réduisant le risque individuel pour chaque épargnant, les fonds à capital garanti augmenteraient considérablement le volume d'épargne allant spontanément vers l'investissement de croissance**, pour un coût pour l'Etat faible, voire nul. Par leur effet de levier, les bonnes incitations peuvent s'avérer plus efficaces que des dépenses et être plus créatrices de valeur pour l'ensemble de la collectivité.