

Les conditions du succès du plan d'investissement

Synthèse

Philippe Zaouati
*Dirigeant d'entreprise
dans le financement du
développement durable*

**Baptiste Perrissin
Fabert**
*Economiste de la
transition énergétique*

15 juin 2017

L'ambition du président Emmanuel Macron est de forger un nouveau modèle de prospérité qui soit plus durable et plus inclusif. Le plan d'investissement public est le bras armé de la transformation du système productif. Il doit faciliter la mise en mouvement des acteurs économiques vers cet objectif et maximiser les impacts sociaux, économiques et environnementaux de chaque euro déboursé. C'est un des moyens pour renouer avec l'esprit de conquête !

Pour que ce plan soit un succès il faut (i) qu'il soit additionnel, (ii) qu'il entraîne des financements privés, (iii) qu'il assume un fléchage vert, notamment via l'émission d'obligations vertes souveraines massives pour son financement et (iv) qu'il s'inscrive dans un agenda de verdissement de l'intermédiation financière. L'enjeu est de donner un « sens » à l'épargne de long terme.

Pour superviser la mise en œuvre du plan, il serait souhaitable d'installer un secrétariat d'État aux nouveaux modèles économiques capable d'incarner et de mettre en avant les solutions innovantes de la transition.

En pratique, le plan d'investissement vise deux échelles clés. Les territoires car ce seront les courroies de transmission du plan d'investissement. C'est pourquoi ces objectifs doivent être déclinés au sein de contrat de transition avec les territoires. L'Europe, car, le plan d'investissement a aussi vocation, par-delà les frontières hexagonales, à créer un effet d'entraînement sur le projet européen.

INVESTIR 50 MILLIARDS D'EUROS PUBLICS POUR FAIRE QUOI ?

Le plan d'investissement public de 50 milliards d'euros sur 5 ans est un des éléments centraux du programme présidentiel d'Emmanuel Macron. Il a pour objectif à la fois de relancer la croissance à court terme et surtout de préparer l'avenir en jetant les bases d'un nouveau modèle de prospérité plus inclusif et plus écologique. Ce modèle sera fondé sur la connaissance, sur l'innovation et sur l'utilisation soutenable des ressources naturelles.

La situation de sous-investissement chronique dans de nombreux domaines (le taux d'investissement public a reculé en France entre 2010 et 2015, selon le rapport Maystadt¹, atteignant en 2016 le niveau le plus faible enregistré au cours des dernières décennies, à 3,5 % du PIB) condamne notre économie à rester au milieu du gué entre le modèle économique d'hier et celui de demain. Ce déficit d'investissement est d'autant plus dommageable et plus injustifiable économiquement que les conditions de financement n'ont jamais été aussi bonnes et qu'il existe donc une formidable fenêtre d'opportunité pour investir dans la transformation de notre système productif. Les enjeux environnementaux et sociaux auxquels nous faisons déjà face seront au cœur du modèle à inventer. La transition vers ce nouveau modèle ne se fera pas spontanément. Elle appelle en effet un programme d'investissement public, massif, progressif et constant dans la durée, cohérent et porteur d'une vision stratégique. Sans ce bras armé financier public, les financements privés ne prendront pas le relais pour massifier la transition.

La répartition des 50 milliards d'euros du plan d'investissements publics donne des indications claires sur les objectifs prioritaires du quinquennat : 15 milliards d'euros pour la formation pour accompagner la transformation des compétences, 15 milliards d'euros pour la transition écologique, 5 milliards pour la modernisation, notamment écologique, de l'agriculture, 5 milliards pour les transports et les équipements collectifs locaux, 5 milliards pour la santé et enfin 5 milliards pour la modernisation de l'action publique. Ainsi, plus de la moitié du plan est consacrée à la transition vers un nouveau modèle économique.

Le succès du programme d'investissement repose sur plusieurs éléments : une conception claire, pensée comme une allocation de capital de la Nation, un pilotage efficace, une utilisation optimale des moyens publics, une capacité d'exécution irréprochable, la mobilisation massive

¹ Programme d'investissements d'avenir. Rapport du comité d'examen de mi-parcours. <http://www.strategie.gouv.fr/publications/programme-dinvestissements-davenir-rapport-comite-dexamen-mi-parcours>

des moyens de financement privé, une déclinaison territoriale, des indicateurs de suivi et une coordination européenne.

L'enjeu ultime est bien que cette stratégie nationale de transformation du modèle de croissance ait un effet d'entraînement sur une politique d'investissement européenne alignée sur les objectifs de développement durable de l'Union et capable d'éloigner le spectre de la « stagnation séculaire »².

1. LES MODALITES DE MISE EN ŒUVRE

1.1. CONCEPTION

Le plan d'investissement doit être conçu comme une **allocation de capital supplémentaire de la Nation**. Cela implique de mesurer le retour sur le capital investi, non pas un retour financier stricto sensu, mais un « retour sur investissement » socio-économique qui intègre des dimensions économique (impact sur la croissance potentielle), environnementale (réduction des émissions, qualité de l'air, biodiversité) et sociale (santé, réduction de la pauvreté). C'est bien la mesure des impacts économiques, environnementaux et sociaux, et donc l'analyse de la rentabilité économique complète qui doit guider le choix des projets à financer³.

Il faut ensuite investir efficacement.

D'abord clarifier la question de « l'additionalité » : le plan d'investissement de 50 milliards d'euros ne peut pas être une simple réallocation progressive des réductions des dépenses publiques. Les deux sujets sont en effet de nature différente : la baisse de certaines dépenses de fonctionnement, comme la baisse du nombre de fonctionnaires, permet de financer d'autres dépenses, notamment fiscales comme la suppression de la taxe d'habitation pour 80% des ménages, et/ou de réduire la dette sur le long terme. Le plan de 50 milliards doit être additionnel, au sens où il doit constituer un véritable surcroît d'investissements publics, financé par de la dette additionnelle dans un contexte où cette dette ne coûte pas cher et avec la conviction que nous bénéficierons d'un retour sur investissement en termes de croissance potentielle et d'impacts environnementaux et sociaux. Ce ne sont pas les économies sur les

² Voir par exemple, Aglietta, M. (2016). Perspectives monétaires et financières: stagnation séculaire ou mutation du capitalisme? Revue d'économie financière, (1), 159-172 ; et Jaubertie A. et Shimi L. (2016), Où en est le débat sur la stagnation séculaire ? Trésor-Eco n°182

³Quinet, E. (2013). L'évaluation socio-économique des investissements publics, rapport du Commissariat Général à la Stratégie et à la Prospective. *La Documentation Française*, Paris.

dépenses de fonctionnement qui permettent de financer ce plan d'investissement. Mais ces mesures d'économies renforcent la crédibilité de la signature de la France et permettent ainsi d'emprunter avec des taux d'intérêts bas.

Seul ce choix permettra d'éviter les écueils des plans précédents : un effet de « substitution budgétaire » qui a consisté à faire passer dans l'enveloppe des PIA (Plan d'Investissement d'Avenir) des crédits qui auraient de toute façon été alloués (A350, financement de réacteurs nucléaires : ceci représentant jusqu'à 20% des crédits totaux selon la Cour des Comptes) ; une utilisation inefficace : faute de projets suffisants, les subsides ont souvent été utilisés pour tenter, en vain, de sauver des entreprises moribondes; et enfin, un saupoudrage des projets. Ainsi, le cabinet Coe-Rexecode estimait en 2010 que les 35 milliards d'euros du grand emprunt lancé après la crise financière de 2008 auraient un impact limité, compris entre +0,1% et +0,25% de surplus de croissance annuelle sur la période 2010-2020.

Proposition 1 : Concevoir le plan d'investissement public comme un plan additionnel, profitant des conditions exceptionnelles de financement et visant à maximiser ses impacts socio-économiques.

1.2. PILOTAGE

La mise en œuvre des projets et le suivi des investissements s'étaleront sur toute la durée du quinquennat. Le pilotage et la gouvernance sont des enjeux essentiels : de la définition des objectifs précis au choix des modes d'intervention pour optimiser les impacts. Par ailleurs, le plan d'investissement ne sera pas isolé du reste des choix du gouvernement. Les projets financés feront partie de stratégies globales incluant d'autres aspects des politiques publiques (organisation territoriale, réglementation, fiscalité). Ceci est évidemment le cas pour la politique environnementale ou la politique agricole. Une coordination est par conséquent nécessaire. Si le plan est laissé à la discrétion des agences, le risque d'une allocation non optimale et d'un saupoudrage existe.

La gouvernance doit ainsi répondre à plusieurs critères : assurer une cohérence des décisions dans le temps ; ne pas déconnecter le plan d'investissement du reste de la politique économique, environnementale et sociale du gouvernement ; favoriser la conception du plan de relance comme un « fonds d'investissement à impact » ; coordonner les décisions avec les

échelons locaux et européens (voire plus loin) ; proposer un suivi transparent des résultats du plan à l'aide d'un tableau de bord d'indicateurs définis avec la société civile.

Nous disposons de l'exemple du PIA, avec de nombreux points positifs et un certain nombre d'écueils à éviter. Le démarrage du PIA, à travers la Commission Juppé/Rocard, a été, de l'avis général de ceux qui y ont participé, un exemple remarquable de réflexion efficace et non partisane. Le Commissariat Général à l'investissement, placé auprès du Premier Ministre et chargé de veiller à la cohérence de la politique d'investissement de l'État, dispose en revanche aujourd'hui de peu de moyens. Il conviendra sans doute de le rénover et de le renforcer.

Enfin, même si les objectifs du plan d'investissement sont larges et couvrent des domaines variés, le cœur de la stratégie consiste bien à réorienter le modèle productif dans le cadre d'une transition écologique et solidaire. Il serait ainsi naturel que le Ministère en question joue un rôle central dans le dispositif. Inventer de nouveaux modèles économiques, notamment dans le domaine de l'économie circulaire et de l'économie sociale et solidaire, mettre en avant les solutions innovantes de la transition, expérimenter de nouvelles formes de participation du public aux prises de décisions, inciter à la mobilisation du secteur financier pour financer ces solutions, sont des attributions cohérentes qui gagneraient à être incarnées.

Proposition 2 : Créer un secrétariat d'Etat aux nouveaux modèles économiques, secrétariat d'Etat de projet, qui aurait pour vocation de mettre en œuvre la transition et de superviser le plan d'investissement qui en est le bras armé.

1.3. MOYENS PUBLICS

L'Etat dispose, notamment avec la CDC et BPI France, d'outils puissants pour aider à la mise en œuvre du plan d'investissement, et surtout effectuer le trait d'union entre le plan d'investissement public et la finance privée. BPI France joue un rôle positif et reconnu dans le soutien aux PME et aux ETI et de façon générale dans l'accompagnement de l'innovation.

L'accent a été porté aussi sur les nouveaux modèles économiques, notamment l'accompagnement de l'économie sociale et solidaire à travers des investissements directs et le soutien du capital-investissement. Ce rôle pourrait être encore renforcé dans le cadre du plan d'investissement. Les actions de la CDC sont évidemment centrales. Elles doivent être orientées de telle sorte qu'elles optimisent la mobilisation de la finance privée. Plusieurs initiatives positives sont à noter dans ce sens, en particulier la création de véhicules public-privé dédiés (fonds Novo pour les dettes d'entreprises, Novi pour les PME-ETI, et plus récemment Novess pour le financement en capital de l'ESS). On pourrait imaginer d'autres initiatives dans

le domaine des obligations vertes ou dans les investissements en capital-investissement ou en infrastructures focalisés sur des secteurs où la finance privée intervient peu (technologies non matures, efficacité énergétique, projets dont la perception du risque par le marché est trop élevée). La CDC pourrait être le bras armé de l'Etat pour la mise en œuvre du plan d'investissement, avec un lien renforcé entre l'Institution et le Trésor.

L'Etat peut aussi donner un signal fort aux acteurs privés à travers le choix de ses modalités de financement.

Le lancement de la première obligation d'Etat « verte » en janvier 2017 d'un montant de 7 milliards d'euros a envoyé un message fort sur la mobilisation des finances publiques au profit du développement durable. Cette expérience doit être poursuivie. Un lien entre ce type d'émissions et le plan d'investissement serait particulièrement intéressant. En effet, les 15 milliards d'euros du plan explicitement dédiés à la transition écologique peuvent être financés avec des obligations vertes souveraines. C'est l'occasion de massifier un premier succès et de confirmer le leadership français sur le sujet. A ces 15 milliards pourraient s'ajouter une partie des enveloppes prévues pour l'agriculture et pour les infrastructures de transport collectif. Cela exige bien entendu une identification des investissements, un fléchage et un reporting régulier aux investisseurs.

D'autres modes de financement innovants pourraient être utilisés pour accélérer certaines innovations sociales et environnementales. Les obligations à impact environnemental⁴ Les expérimentations de « payment for success » ou « social impact bonds », lancées de façon limitée par le gouvernement en 2016, peuvent également constituer des outils au service du plan d'investissement, notamment s'ils sont adossés aux contrats de transitions avec les territoires (voir plus loin).

Proposition 3 : Emettre 20 milliards d'obligation d'Etat verte pour financer la partie « transition écologique » du plan d'investissement public.

⁴ Bouzidi, A. et Mainelli, M. (2017). *L'innovation financière au service du climat*. La revue Banque.

1.4. MOBILISATION DES FINANCEMENTS PRIVÉS

L'ampleur du plan, autrement dit le montant investi, est évidemment importante, mais l'impact d'un plan de cette ambition dépend aussi des modalités opérationnelles, et en particulier de l'effet d'entraînement – ou effet de levier - qu'il génère en termes d'initiatives et de financement privé.

La mobilisation du système financier est un paramètre clé de succès. Or le fonctionnement actuel du système financier comporte de nombreux blocages qui réduisent le potentiel de cet effet d'entraînement. Nous sommes dans une période de sous-investissement chronique. L'accumulation de liquidités ne se transforme pas en investissement de long terme, les épargnants ont une préférence forte pour la liquidité et le court terme, l'investissement en capital des entreprises est notoirement insuffisant.

Le plan d'investissement doit être couplé à une réforme du système financier

Il convient d'analyser les barrières qui empêchent le système financier de réagir aux stimuli des investissements publics et d'y répondre par des réformes structurelles.

- En garantissant la transparence : le système financier reste en grande partie opaque quant aux impacts de ses actions, notamment les impacts environnementaux et sociaux. La Loi sur la transition énergétique a imposé aux investisseurs un reporting de l'empreinte carbone (article 173), cela constitue une avancée majeure qui est saluée partout dans le monde et qui pourrait être reprise au niveau européen. Il faut certainement aller plus loin et étendre ces obligations de transparence et de reporting à l'ensemble du système financier, notamment aux bourses et aux fabricants d'indices de marché.
- En adaptant la régulation aux objectifs de long terme : la régulation prudentielle (Bâle III, Solvency II) issue de la crise financière incite les banques et les investisseurs de long terme, notamment les assureurs, à favoriser la liquidité. Les exigences en capital pour les banques et les assurances ne tiennent pas compte des enjeux environnementaux et sociaux. Pire, les investissements de la transition écologique étant des investissements pour la plupart de long terme, sont mécaniquement pénalisés par la réglementation actuelle, tandis que les investissements de la « vieille » économie sont relativement avantageux, leurs externalités environnementales négatives

n'étant pas pénalisées par une exigence en capital additionnelle⁵. Le choix des ratios prudentiels qui s'appliquent aux différents types d'investissement sont délégués à des organismes internationaux sans contrôle politique. C'est un engagement présidentiel de redonner la main aux politiques, notamment aux ministres des finances de la zone euro, sur ces enjeux de régulation pour que la régulation remplisse bien sûr son objectif de stabilité du système financier, mais aussi soit cohérente avec les politiques d'investissement de l'Union Européenne et des Etats membres.

- En favorisant le fléchage de l'épargne : l'épargne est abondante, mais elle est mal orientée, beaucoup trop liquide et investie à court-terme en conséquence d'une fiscalité inadaptée⁶ et de l'absence d'incitation ou de fléchage⁷. La mobilisation de l'épargne en cohérence avec le plan d'investissement pourrait être extrêmement puissante. Les épargnants sont en attente de donner un sens à leur épargne. Cela pourrait passer par exemple par la création de labels correspondants aux objectifs stratégiques de la Nation.

Au sein de cette intermédiation financière rénovée, l'argent public doit être utilisé à bon escient. A chaque fois que l'investissement privé peut prendre le relais, tout doit être fait pour l'y inciter. L'investissement public peut être utile pour modifier le risque perçu de certains investissements (en accordant des garanties, en prenant le risque de première perte...). Ce type d'intervention qui vise à « amorcer la pompe » est particulièrement adapté pour des projets « quasi » rentables qui souffrent essentiellement d'un problème de perception des risques. Pour d'autres projets dont le ratio rentabilité sociale/rentabilité privé est plus élevé, l'injection directe de fonds publics est nécessaire pour mobiliser des financements privés. C'est le cas des investissements dans le « capital naturel », notamment pour reconquérir des surfaces qui ont été artificialisées et pour renforcer la biodiversité d'espaces naturels à l'aide de travaux de génie écologique. Les 200 millions d'euros du plan prévus pour payer les services environnementaux rendus par les bonnes pratiques agricoles (maintien de haies bocagères, bonne pratique pour éviter les pollutions des nappes phréatiques, etc.) s'appuieront sur la définition de « valeurs tutélaires »

⁵ Voir note Terra Nova Bouzidi, Grandjean, Martini (2017). <http://tnova.fr/etudes/regulation-financiere-et-urgence-climatique-pour-des-normes-prudentielles-et-comptables-plus-vertes> ainsi que la proposition de « green supporting factor » de la FBF.

⁶ Voir la récente note d'analyse de France Stratégie (2017) sur le sujet : <http://www.strategie.gouv.fr/note-danalyse/mettre-fiscalite-de-lepargne-service-dune-croissance-durable>

⁷ Voir la note de Bouzidi et al. (2016), « le capital patient : un horizon politique pour la France et l'Europe », Terra Nova.

de ces services⁸. Pour éviter tout amalgame avec des tentatives de « marchandisation » de la nature il serait intéressant d'octroyer ces crédits additionnels en monnaies locales complémentaires pour que la richesse ainsi valorisée stimule les dynamiques de transition écologique et solidaire portées par ces initiatives monétaires.

Ainsi les perspectives de cette finance mixte publique/privée (« *blended finance* ») sont très prometteuses.

Proposition 4 : Inscrire le plan d'investissement public dans une dynamique de verdissement de l'intermédiation financière qui reposerait sur une meilleure transparence sur les risques environnementaux, sur une réglementation alignée avec l'objectif de transition vers un nouveau modèle de prospérité, sur l'intégration de valeurs tutélaires des externalités environnementales dans les dispositifs de soutien à l'investissement et enfin sur un fléchage de l'épargne pour lui donner un sens.

2. DECLINAISON TERRITORIALE ET EFFET DE LEVIER SUR LA COORDINATION EUROPEENNE

Les territoires comme courroies de transmission du plan d'investissement

Au sens de l'INSEE, l'Etat investit peu, moins de 20% du total des investissements des administrations publiques, contre 70% pour les collectivités locales. La plupart des dépenses d'investissement ont été confiées aux collectivités territoriales (routes, bâtiments scolaires) ou à des établissements publics, comme l'Agence de financement des infrastructures de transport de France (AFITF).

Les élections présidentielles ont permis de révéler les fractures qui existent entre les territoires. Ce ne sont pas deux mais plusieurs France qui se juxtaposent, celle des métropoles, compétitives et dynamiques, celle des banlieues, où des populations sont « assignées à résidence », et puis celle de la ruralité et des villes petites et moyennes, avec leurs centre-ville

⁸ Les « valeurs tutélaires » sont des prix sociaux qui révèlent les coûts environnementaux non payés ou la valeur des services environnementaux rendus par certains investissements, Ces « valeurs manquantes de la prospérité » (Perrissin Fabert, B., 2017) ont déjà des références pour le carbone (Quinet, 2009, rapport Stern-Stiglitz 2017), mais aussi pour les services écosystémiques (programme EFES, évaluation française des écosystèmes et des services écosystémiques)

désertés. De nombreux territoires ruraux, péri-urbains, d'outre-mer et ce qu'on appelle les quartiers⁹, souffrent d'un sous-investissement massif. Le plan d'investissement devra donc se fixer comme une priorité le rééquilibrage territorial.

La transition écologique et numérique représente un levier unique pour construire un avenir partagé entre les territoires et réconcilier ces France. Parce qu'il faut « en même temps » conserver la compétitivité des métropoles, essentielles pour notre économie, pour l'innovation et pour nos emplois, et implanter sur les territoires les nouvelles activités de la transition écologique, plus locales, plus protégées, plus durables.

La mise en place de contrats renouvelés entre l'Etat et les collectivités locales sera un outil clé pour réussir ce plan d'investissement. Il est en effet essentiel que les priorités nationales trouvent leur déclinaison au niveau local, c'est particulièrement vrai dans le domaine de l'environnement, de l'économie circulaire et de l'agriculture. Le mille-feuille des dispositifs existants pour piloter la transition énergétique et écologique des territoires est illisible. Les dispositifs en exercice aux acronymes abscons sont nombreux et n'indiquent pas une ambition claire : contrat de plan Etat Région / Pacte Etat-Métropoles / Schéma développement durable, Schéma régional du climat, de l'air et de l'énergie (SRCAE) issus du Grenelle de l'environnement. La Loi de transition énergétique pour la croissance verte qui fait des territoires un maillon essentiel de la transition énergétique a introduit de nouveaux dispositifs : Schéma régional d'aménagement, de développement durable et d'égalité des territoires, SRADDET (successeur des SRADDT et qui inclut les SRCAE), Plan climat air énergie territorial, Territoires à énergie positive pour la croissance verte...

Les « contrats de transition écologique » répondent donc à un besoin de simplification mais aussi d'articulation entre les dispositifs existants pour qu'ils concourent tous à la transition écologique et solidaire des territoires. Ils doivent également permettre de décliner à l'échelle régionale les objectifs nationaux en matière de transition énergétique, de rénovation des bâtiments, de développement des circuits courts et de l'agriculture bio, de mobilité durable, d'économie circulaire. Dans certaines régions il existe déjà une gouvernance de la transition. C'est le cas notamment dans les Hauts-de-France où la démarche de la « troisième révolution industrielle » a permis d'associer le secteur privé à la gouvernance de cette vision territoriale de transition inspirée par Jérémy Rifkin. Dans d'autres elle reste à construire. Les territoires

⁹ Terra Nova et BPIFrance (2016). L'entrepreneuriat dans les quartiers, à rebours des clichés. <http://tnova.fr/revues/l-entrepreneuriat-dans-les-quartiers-a-rebours-des-cliches>

avancent à des vitesses différentes à la fois dans l'appropriation des dispositifs et dans la mise en œuvre de la transition écologique.

L'esprit de la contractualisation consiste à faire confiance aux Régions et aux Métropoles pour gouverner et massifier la transition sociale, économique et écologique en mobilisant leurs atouts (label, ressources agricoles, ressources EnR, savoir-faire industriel...).

L'objectif des contrats est de concentrer à la fois des objectifs cohérents de transition et des moyens financiers publics, issus du plan d'investissement et de fonds européens, attribués en fonction de l'atteinte de résultats sur la base d'une gouvernance adaptée aux spécificités de chaque territoire et faisant cohabiter les Régions, l'Etat, et les acteurs sociaux économiques. Ils vont permettre de favoriser l'expérimentation de dispositifs transversaux pour renforcer la montée en compétences et en responsabilités des territoires, d'accompagner les citoyens et les entreprises face aux défis du déclasserement de certaines activités économiques, de la structuration de nouvelles filières locales de la formation et de la reconversion. Le rôle de l'Etat et de ses opérateurs est alors d'assurer une cohérence d'ensemble avec les objectifs nationaux, d'animer des échanges entre territoires, d'évaluer l'atteinte des résultats (ce qui est pour le moment assez peu fait).

Proposition 5 : A l'échelle territoriale, s'appuyer sur les contrats de transition avec les territoires pour décliner le plan d'investissement.

L'effet d'entraînement sur le projet européen

Le contexte européen est profondément renouvelé. Il est envisageable que l'Europe aborde l'année 2018 dans une situation très positive. Le Brexit sera effectivement lancé et de nouveaux gouvernements seront aux affaires en Allemagne, en France et en Italie. Ce nouvel environnement politique peut ouvrir une fenêtre d'opportunité unique pour une relance du projet européen qui s'appuierait sur un plan d'investissement massif tournés vers des objectifs de cohésion sociale de l'Union, durabilité de son modèle économique et de mobilisation de la finance privée et publique vers la transition écologique et énergétique. Il sera alors indispensable que le plan d'investissement français et le plan européen soit coordonnés et cohérents.

Le pari du gouvernement français est que le sérieux budgétaire couplé au plan d'investissement national pour la croissance peut sceller un nouveau pacte de confiance avec l'Allemagne et faire bouger les lignes de la gouvernance économique de la zone euro. Les récentes déclarations d'Angela Merkel suite au dernier G7 – qui a confirmé le désengagement des US des instances multilatérales – sur la nécessité d'une « reprise en main du destin européen » par les pays européens montrent que les Allemands y sont désormais prêts. Il devient alors possible de concevoir un programme d'investissement qui ne serait pas de même nature que les propositions d'eurobonds vues outre-Rhin comme des chèques en blanc signés par le contribuable allemand à des gouvernements impécunieux. Un tel programme serait fléché vers des investissements productifs via des « project bonds » au service de la reconquête du projet européen. Il pourrait ainsi être beaucoup plus ambitieux et lisible que le plan Juncker. Le plan Juncker est un relatif échec pour plusieurs raisons : un manque de vision et de fléchage des investissements, une absence de mesure systématique des impacts économiques, environnementaux et sociaux, un pilotage faible (des mandats ont été donnés à la BEI et au FSI, mais le plan souffre d'une insuffisance du pilotage politique) et un impact limité sur la réorientation du capital privé. Le plan Juncker a en effet financé des projets que le privé aurait quasiment pu financer lui-même. Un plan d'investissement public qui aurait clairement ciblé les infrastructures de la croissance verte en Europe aurait eu un effet de levier stricto sensu plus faible, mais il aurait été beaucoup plus « impactant » sur la croissance potentielle de l'Union Européenne.

Une fois que la confiance est retrouvée et que les intentions des partenaires européens sont alignées il est possible de lever d'autres « tabous » sur le mode de financement du programme d'investissement.

Ainsi, après plus de deux ans de fonctionnement, il est légitime de s'interroger sur l'évaluation des effets macroéconomiques sur la zone euro du programme de quantitative easing (QE) conduit par la BCE et sur les conditions de la poursuite ou du désengagement de ce programme qui a été conçu pour être temporaire. De nombreux économistes ont déjà essayé d'en évaluer les premiers effets. Son bilan est pour le moins mitigé. Les résultats en termes d'inflation et de croissance sont décevants. Contre les attentes, les facilités de financement offertes par la BCE n'ont guère stimulé les investissements productifs et les liquidités injectées dans l'économie ne se sont pas traduites mécaniquement par de l'inflation¹⁰. En soutenant la valeur des actifs financiers, elles ont contribué à attirer les capitaux vers les espérances de

¹⁰ Landau J.-P., 2014. Why is euro inflation so low ?. VOX-EU. <http://voxeu.org/article/why-euro-inflation-so-low>

gains sur ces hausses d'actifs, au détriment d'investissements de plus long terme dans l'économie réelle et ainsi entretenu un phénomène d'accroissement des inégalités¹¹ observé par ailleurs indépendamment de l'action de la BCE.

Pour que la prochaine (et sûrement dernière phase) du QE européen produise des résultats tangibles, il faut envisager qu'il soit mis au service du projet européen. C'est une condition nécessaire pour que la BCE trouve une solution satisfaisante de sortie de ce dispositif. Des signaux positifs sur l'inflation et sur la croissance européenne semblent émerger en ce moment. Il est encore trop tôt pour y déceler l'effet propre du QE. Ce qui est certain en revanche, c'est que le caractère exceptionnel et non permanent par définition de ce type d'intervention de la BCE doit permettre de renforcer la croissance (soutenable) potentielle de l'Europe. C'est à cette aune que les performances du QE seront évaluées.

Le programme plus récent d'achat de dettes privées soulève nécessairement une question de cohérence et d'alignement entre les objectifs européens en matière de climat – et plus largement de croissance soutenable – et la nature des actifs rachetés par la BCE. Il est essentiel de protéger la neutralité des politiques monétaires qui ne doivent pas artificiellement favoriser un secteur. Or, en l'état, le QE n'est manifestement pas neutre car il favorise indirectement les activités de l'économie carbonées. Ce faisant, l'exposition aux risques climatiques du bilan de la BCE augmente. Si la BCE devait s'appliquer l'article 173 de la loi de transition énergétique pour la croissance verte, ses récents rachats d'actifs montreraient une exposition accrue aux risques climat. Si le QE européen reste aveugle aux risques environnementaux du bilan de la BCE alors il envoie un mauvais signal au secteur financier et augmente le risque macroéconomique de la zone euro. Le programme d'achat d'actifs privés, doit donc permettre de faciliter le financement des investissements de la transition écologique, numérique et solidaire de l'Europe¹².

Sans une clarification sur le cap et les objectifs à viser, toute nouvelle injection de liquidités par la banque centrale, toutes nouvelles incitations à l'investissement n'auront pas un effet durable sur la prospérité européenne.

¹¹ S&P, 2016. QE and Economic Inequality : the UK experience. https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1575960&SctArtId=369528&from=CM&nsi_code=LIME&sourceObjectId=9457867&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20260209-16:20:09

¹² Aglietta, M., Espagne, É., & Perrissin Fabert, B. (2015). Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe. La note d'analyse de France-Stratégie.

Proposition 6 : Aligner un plan d'investissement européen massif et la prochaine phase du QE de la BCE sur les objectifs d'un projet européen refondé autour d'un modèle de prospérité durable et inclusif

CONCLUSION

Le plan d'investissement s'inscrit au cœur d'une stratégie de transformation de l'économie vers un nouveau modèle de prospérité. Une conception soignée, un pilotage efficace qui tire les enseignements des expériences passées, l'utilisation à bon escient des moyens publics pour stimuler au maximum la mobilisation de la finance privée, une déclinaison dans les territoires et une coordination avec l'action de l'Union Européenne : voici les ingrédients de la crédibilité et du succès.

De ce succès dépend le possible effet d'entraînement sur l'investissement européen. La transition écologique et son financement peuvent représenter une nouvelle étape fondatrice et symbolique de l'intégration politique de l'Union Européenne. Les défis de cette nouvelle frontière impliquent une certaine repolitisation des stratégies industrielles et de la régulation financière et monétaire. Plus que jamais fer de lance de la cause climatique après le retrait des Etats-Unis de l'accord de Paris, pionnière dans de nombreuses technologies vertes, l'Europe a les moyens d'exercer un véritable « soft power » vert. Le lancement de la plateforme « *Make our planet great again* » par le président Emmanuel Macron à la suite du retrait américain de l'accord de Paris en est une illustration éclatante. Le pouvoir d'influence et d'attraction de son modèle sera déterminant pour convaincre les peuples européens de l'intérêt de la poursuite du projet européen et le reste du monde de l'intérêt de changer de modèles économiques.