



Au-delà du plan Juncker,

**et si l'on permettait vraiment aux entreprises
de retrouver le chemin de l'investissement à
long terme....**

Thomas Dallery

Tristan Auvray

Sandra Rigot

Décembre 2014.

www.atterres.org

Introduction¹

Ces derniers mois, on ne compte plus les déclarations des institutions internationales concernant le manque d'investissement en Europe. L'OCDE comme le FMI se sont par exemple inquiétés de l'atonie de l'investissement, notamment du fait du manque de demande. Leurs préconisations s'orientent dans deux directions : limiter les politiques d'austérité qui tuent la demande et aller plus loin dans les réformes structurelles censées permettre le redémarrage de l'offre. La Commission européenne elle-même s'est saisie du dossier en la personne de son Président, Jean-Claude Juncker, qui a présenté un plan d'investissement de 315 milliards d'euros pour relancer l'économie européenne. Mais ce projet se heurte à la question du financement : les États membres, d'une part, ne peuvent apporter les fonds nécessaires du fait de la surveillance budgétaire, et le budget européen d'autre part, qui est déjà faible, doit être à l'équilibre. Ce qui se dessine désormais, c'est une mise de départ conjointe de seulement 21 milliards d'euros par le budget européen et la Banque européenne d'investissement (BEI) pour alimenter un nouveau fonds, avec dans l'espoir que cet apport (ou plutôt cette garantie) permettra d'enclencher des projets à hauteur des 315 milliards grâce à un effet de levier anticipé de 15.

1. Les limites du plan Juncker

Certes, le plan Juncker représente une certaine inflexion au regard des politiques d'austérité car la Commission reconnaît qu'il manque environ 400 milliards d'investissement par an. Piètre résultat de sa politique d'austérité. Mais au final, le montant prévu du plan ne représente que 0,6 % du PIB de l'UE (315 milliards sur 3 ans, soit 105 milliards par an) et surtout la Commission persiste à réclamer des plans d'austérité de l'ordre de 0,5 à 0,8% du PIB à la plupart des pays de l'UE, en particulier à la Belgique, à la France et à l'Italie. Les peuples européens peuvent difficilement accepter ce deal : baisse des dépenses publiques et réformes structurelles libérales contre promesses de relance de l'investissement au niveau européen.

Le plan crée un Fonds européen pour les investissements stratégiques au sein de la BEI, qui ne disposera en fait que de 21 milliards de capital (5 provenant de la BEI, 8 d'argent non dépensé de la Commission et 8

¹ Les auteurs tiennent à remercier vivement Henri Sterdyniak, Benjamin Coriat et Thomas Coutrot pour leurs remarques sur une version antérieure de cette note. Ce texte a grandement bénéficié des modifications suggérées.

d'économie sur les futurs budgets européens). Ces 21 milliards devraient permettre de financer 63 milliards de prêts qui serviront de garanties et permettront d'obtenir 252 milliards de fonds privilégiés provenant d'investisseurs privés. Soit, au total, 315 milliards de financement, un multiplicateur de 15. Comme le dit la Commission, le projet repose sur des « montages financiers innovants », où des fonds publics sont censés assumer les risques et assurer une forte rentabilité à des investisseurs privés. L'idée générale est qu'il convient d'aider des investisseurs qui n'osent plus investir, parce que l'incertitude macroéconomique et réglementaire est trop grande et/ou le rendement privé des projets trop faible à cause d'une demande atone. Cet assistantat des investisseurs est aussi destiné à leur permettre de dépasser une logique du court terme pour envisager des investissements dont les rendements privés ne se feront connaître qu'à long terme.

Certes, il est indiqué que le nouveau fonds soutiendra « les investissements stratégiques dans les infrastructures, notamment les réseaux à haut débit et les réseaux d'énergie, le transport dans les centres industriels, ainsi que l'éducation, la recherche et l'innovation, les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique ». En même temps, il doit s'agir de « projets à valeur ajoutée européenne venant soutenir les objectifs de l'UE », projets présentant des bénéfices socio-économiques élevés.

En fait, la plupart de ces projets s'inscriront dans le cadre de partenariats public-privé (PPP) où les États et collectivités locales sous la contrainte financière imposée par l'Europe devront attirer des investisseurs privés en leur assurant des conditions financières avantageuses. Les projets seront sélectionnés par un comité BEI-Commission qui lancera « un vaste programme d'assistance technique pour recenser les projets et contribuer à les rendre plus attractifs pour les investisseurs privés ».

On le voit, rien ne garantit que les projets décidés au niveau européen correspondront bien aux besoins de la population, s'inscriront dans la transition écologique, tiendront compte des conditions locales et des souhaits des collectivités locales. On sait déjà que la France compte ainsi faire financer le projet de liaison directe Paris-Roissy et une nouvelle gare Nîmes-TGV permettant le contournement de cette ville. Aussi peut-on craindre que beaucoup de ces projets aient été réalisés indépendamment du plan Juncker et que les projets nouveaux représentent beaucoup moins que 315 milliards.

2. La financiarisation, frein à l'investissement

A la place de ce plan Juncker visant un redémarrage conjoncturel de l'investissement dont on vient de souligner les limites, il existe pourtant une autre solution, dont l'efficacité serait démultipliée, tout en préservant les finances publiques, et en libérant les entreprises d'une pression actionnariale court-termiste.

Revenons d'abord sur les origines de cette pression court-termiste sur les entreprises. Une vaste littérature en économie a montré ces dernières années que la financiarisation de l'économie, en réinstallant le pouvoir actionnarial comme pierre angulaire de la gouvernance d'entreprise, a profondément modifié les politiques stratégiques des entreprises. Pour le dire en quatre mots empruntés à Williamazonick, nous sommes passés d'une logique de "*retain and reinvest*" durant les Trente Glorieuses à une logique de "*downsize and distribute*" qui a émergé à partir des années 1980 : jadis les profits étaient conservés pour financer la croissance de l'entreprise par l'investissement productif, désormais les projets d'investissement sont drastiquement sélectionnés sur la base d'une norme de rentabilité élevée, et les profits économisés par le non-investissement sont rendus, sous la forme de dividendes ou de rachat d'actions, à des actionnaires se concevant comme propriétaires des entreprises. Depuis la libéralisation des marchés financiers dans les années 1980, le rythme de l'accumulation du capital, c'est-à-dire de l'investissement, a ralenti dans la plupart des pays développés, ce qui a contribué à la montée concomitante du chômage. En sacrifiant des projets d'investissement rentables, mais insuffisamment pour stimuler le cours de Bourse à court terme, ce capitalisme induit un régime de croissance dont le caractère intrinsèquement dépressionnaire n'a pu être que temporairement masqué par le soutien de circonstances favorables (endettement des ménages et des États, excédents commerciaux dans certains pays, constructions immobilières, consommation de richesse financière...) – circonstances elles-mêmes porteuses de déséquilibres importants (bulles des prêts étudiants, immobiliers et/ou à la consommation, crises de dettes souveraines, crises des déséquilibres courants en Europe...). Certains acteurs du monde de la finance ont fini par se rendre compte des dangers de la dérive actionnariale. Ainsi, Larry Fink, le PDG de BlackRock, l'un des plus gros gestionnaires d'actifs de la planète, enjoignait en mars dernier aux PDG des plus grandes entreprises américaines de ne pas céder à la tentation de verser trop de *cash* aux actionnaires, au détriment de l'investissement, ce qui risquerait de mettre en danger la soutenabilité même des profits futurs.

Le manque d'investissement n'est pas qu'un phénomène conjoncturel lié au ralentissement économique depuis 2007 : il a des origines beaucoup plus profondes, au cœur de l'organisation du système financiarisé. La liquidité qui gouverne les marchés financiers, c'est-à-dire la possibilité de se désengager à tout moment d'une entreprise, distille un virus mortel pour l'investissement : les investisseurs institutionnels (banques, assurances, fonds d'investissement), censés drainer l'épargne vers les entreprises présentant les meilleures opportunités d'investissement productif, n'évaluent pas tant les espoirs de profit économique d'une entreprise que la valeur future de celle-ci sur les marchés financiers, ces deux activités n'étant en rien équivalentes. Sur des marchés financiers où prévaut la liquidité, le cours d'une entreprise est constamment réévalué. Le meilleur moyen d'éviter que le cours d'une entreprise ne diminue, c'est de distribuer aux actionnaires des dividendes et/ou d'organiser des rachats d'actions pour soutenir quasi-mécaniquement les cours.

Plutôt que de détenir des actions d'entreprise sur le long terme en nouant des partenariats stratégiques, les investisseurs institutionnels se tournent de plus en plus vers la recherche de cette liquidité, en multipliant les allers-retours sur des valeurs pour réaliser des plus-values grâce au versement de *cash* aux actionnaires. Selon l'OCDE, la durée de détention *moyenne* d'une action était de 6 mois à peine en 2009. Or, ces investisseurs institutionnels pèsent des milliards : toujours selon l'OCDE, les seules compagnies d'assurance françaises géraient pour 2 500 milliards de dollars d'actifs en 2010, alors que les fonds de pension américains pesaient plus de 10 000 milliards de dollars. Cette formidable masse de capitaux pourrait d'autant plus être utilisée pour financer des investissements productifs à long terme dans les entreprises que les investisseurs institutionnels disposent pour la plupart d'un passif de long terme : ils ont des obligations contractuelles prévisibles s'étalant dans le temps (verser des retraites, payer des assurances-vie...), et cette absence théorique de contraintes de liquidité devrait leur permettre de placer l'épargne collectée à long terme. Mais, en pratique, les investisseurs institutionnels, y compris ceux dont la structure du passif pourrait permettre le placement à long terme, sont soumis aux contraintes de la liquidité. Soit parce que ces acteurs sont eux-mêmes en concurrence pour attirer l'épargne par la promesse du meilleur rendement, soit parce qu'ils délèguent leur gestion d'actifs à des gérants de fonds externes en concurrence eux aussi sur des rendements de court-terme ; dans les deux cas, ces investisseurs institutionnels se comportent de manière

impatiente dans les entreprises, en réclamant versements de dividendes et rachats d'actions pour booster le cours de l'action à court terme, quitte à ce que cela se fasse au détriment de l'investissement productif dont la rentabilité est seulement future, et qui plus est incertaine.

3. Instituer les conditions (du financement) de l'investissement à long terme

La solution que nous proposons ici² est de sortir les entreprises du piège de la liquidité en utilisant à plein les potentiels du passif de long terme des investisseurs institutionnels et en neutralisant les effets néfastes que peuvent engendrer ces acteurs : s'ils ne se placent pas à long terme car ils sont pris dans une logique concurrentielle de recherche de liquidité, il convient de les inciter ou de les contraindre à le faire par de nouveaux mécanismes. Cela devrait passer par une réforme des normes comptables internationales IFRS qui tendent à imposer la juste valeur (entendue comme la valeur de marché³) comme un mode de valorisation d'actifs par défaut, réforme qui devrait s'accompagner d'une réforme de la réglementation prudentielle. Plus précisément, cela consisterait respectivement à privilégier le coût amorti ou encore à créer une nouvelle catégorie comptable dédiée au long terme ; et à alléger les exigences en fonds propres en fonction de la durée de détention ou du taux de rotation du portefeuille des investisseurs. Cela pourrait aussi passer par une pondération plus importante des droits de vote en Assemblée générale selon la durée de détention des actions. Mais cette dernière mesure ne devrait se penser que dans une réforme plus générale de la gouvernance des entreprises dans lesquelles le conseil d'administration ne serait plus seulement l'instance de représentation des actionnaires mais aussi celle de l'ensemble des parties prenantes.

Mais le point le plus prometteur serait de créer une nouvelle institution financière, que l'on pourrait qualifier de Banque partenariale de financement de l'investissement (BPFi), qui serait chargée d'organiser une meilleure délégation de la gestion d'actifs : si les investisseurs institutionnels ne se

² Cette proposition est issue d'une réflexion plus large sur l'entreprise menée au sein du Collège des Bernardins sous la direction d'Olivier Favereau et de Baudoin Roger. Le colloque « L'entreprise et les nouveaux horizons du politique », qui s'est tenu du 6 au 8 novembre dernier, a permis de synthétiser les recherches d'un groupe de travail réunissant économistes, sociologues, juristes, gestionnaires, ou chefs d'entreprise.

³ La comptabilité au coût historique amorti a été remplacée ces dernières années par la comptabilité à la juste valeur. Ces deux méthodes se distinguent en ce que la dernière intègre dans les documents comptables les fluctuations de court-terme des marchés financiers – ce qui n'est pas apprécié par les banques et les assurances dans la mesure où cette volatilité est répercutée sur leurs besoins en fonds en propres qu'exige la régulation financière.

placent pas d'eux-mêmes à long terme malgré le potentiel de leur passif, il convient de diriger les capitaux qu'ils ont collectés vers un intermédiaire qui se placera effectivement à long terme. Cette banque serait dotée d'un statut public. Concrètement, une telle institution aurait en charge d'émettre des obligations pour se financer, et ces obligations seraient souscrites par les investisseurs institutionnels parce que la réglementation soit les y contraindrait (un seuil de x% de leurs actifs devrait être composé de titres de la BPFII), soit les y inciterait (les titres de la BPFII ne consommeraient pas de fonds propres et bénéficieraient de la garantie publique). Avec cet emprunt "forcé ou incité" auprès des investisseurs institutionnels, la nouvelle institution disposerait d'une capacité de financement extrêmement importante, pouvant alimenter les projets d'investissement à long terme des entreprises. On peut aussi concevoir que la BPFII bénéficierait d'apports directs des ménages, soit par des livrets d'épargne qui pourraient être distribués par les Caisses d'épargne, prévoyant une rémunération garantie contre une immobilisation des fonds, soit par des émissions d'obligations auprès du public où la BPFII mettrait en avant son rôle socialement utile.

Le financement des entreprises pourrait se faire par prêts mais aussi par des contrats de capital-risque et par des prises de participation lors d'émissions d'actions sur le marché primaire⁴. L'arrivée d'un actionnaire comme la BPFII aurait alors le mérite de stabiliser l'actionnariat en diminuant le poids dans le capital des actionnaires recherchant la liquidité. D'une part, l'arrivée de la BPFII financerait des projets d'investissement par son apport financier, mais d'autre part elle contribuerait aussi au redémarrage de l'investissement par diminution de la pression actionnariale. Enfin, dernier avantage d'une telle structure, sa gestion partenariale serait susceptible d'en faire un nouveau véhicule au service de la politique industrielle pour l'État. Sans que les investissements financés ne grèvent le déficit public, la BPFII serait capable d'entreprendre une stratégie ambitieuse de soutien à différents secteurs jugés prioritaires (infrastructures, industries, transition énergétique, nouvelles technologies,...).

Avec une telle institution, le plan initial d'investissement de 315 milliards d'euros de Jean-Claude Juncker pourrait être financé sans faire appel aux deniers publics et sans compter sur un quelconque effet de levier

⁴ Seul le marché primaire apporte un financement aux entreprises. Le marché secondaire où s'échangent des titres déjà émis n'est là que pour assurer la liquidité aux actionnaires, mais les achats d'action sur le marché secondaire n'apportant pas de fonds nouveaux aux entreprises, il ne contribue donc pas au financement de nouveaux projets.

de 15. Il suffirait de mobiliser, grâce à l'intermédiation de la BPF, l'épargne collective longue que les investisseurs institutionnels utilisent majoritairement aujourd'hui pour des placements courts dans lesquels la norme de rentabilité exigée déprime l'investissement. Au niveau européen, cette neutralisation des investisseurs institutionnels ne supposerait pas pour eux une délégation d'actifs colossale⁵. Cela ne supposerait même pas de transformer les traités existants en créant un nouveau "machin". Il suffirait simplement de modifier le fonctionnement de l'actuelle Banque européenne d'investissement pour lui permettre de se financer par émissions d'obligations souscrites par les investisseurs institutionnels. Si la chose est jugée trop aventureuse pour être faite au niveau européen, il resterait tout de même pertinent de transposer le dispositif au niveau français, en modifiant cette fois le fonctionnement de la Banque publique d'investissement, comme fonctionne par exemple à un niveau national la KfW allemande – s'il fallait une fois de plus se référer à l'Allemagne pour montrer patte blanche. A l'échelle de la France, virtuellement, un simple 15% de délégation d'actifs par les seules compagnies d'assurance françaises suffirait pour abonder un fonds équivalent aux 315 milliards d'euros rêvés par le Président de la Commission européenne, charge ensuite à la nouvelle institution d'utiliser ces fonds pour financer des projets d'investissement (en faisant du crédit ou en achetant des actifs financiers sur le marché primaire).

Restent deux points importants d'ailleurs liés : la mission de la nouvelle banque (ou de la BPI rénovée) devrait être fléchée sur le financement de la transition écologique et sociale, et non pas d'infrastructures coûteuses et périmées (aéroports, autoroutes, etc.). Ceci suppose que sa gouvernance soit pluripartite, incluant des représentants de la société civile, des syndicats, des associations locales. Les délégations régionales de la BPF pourraient assurer cette représentation pluripartite. Cette nouvelle institution permettrait ainsi d'expérimenter une réelle démocratie dans la définition de ce qui constitue le bien commun, et dans la manière dont la société se construit un avenir par l'investissement productif.

⁵ La délégation d'actifs ne devrait par ailleurs pas les effrayer trop, puisqu'ils la pratiquent abondamment auprès de gestionnaires d'actifs qui se comportent souvent comme des actionnaires court-termistes. Il s'agirait donc simplement de mieux orienter la délégation d'actifs qu'opèrent les investisseurs institutionnels, en la dirigeant vers un gestionnaire d'actifs public (la BPF) dont le comportement serait moins impatient, moins agressif envers les entreprises dans lesquelles il aurait des parts.