

## QUELLE POLITIQUE D'INVESTISSEMENT APRES LA CRISE SANITAIRE ?

Il est sans doute prématuré de faire des plans pour la période qui suivra une crise sanitaire planétaire dont on ne peut encore mesurer ni l'étendue ni l'impact. Il semble pourtant possible de relever certains éléments pouvant nourrir la réflexion qui devra inspirer les plans d'action à venir. Tel est l'objet de cette note qui s'inscrit dans le prolongement des travaux menés depuis 10 ans par la Place de Paris sur le thème de l'investissement de long terme.

### 1.- Un effort massif d'investissement sera nécessaire

Déjà les besoins d'investissement apparaissaient considérables dans l'environnement pré-crise, déterminés par les exigences du développement durable, les évolutions démographiques et l'aiguillon de la compétition internationale : voir le rapport « Les Assises Nationales du Financement de Long Terme » ( novembre 2011 )

Lightement impactée par la crise financière de 2008 et les régulations subséquentes, l'Europe d'avant la pandémie restait à la traîne dans le domaine de l'investissement, et notamment de l'investissement de long terme : voir le rapport « Osez le Long Terme » ( novembre 2018 )

La crise sanitaire que nous subissons, bien loin d'infirmier ce diagnostic, va considérablement amplifier le besoin d'investissement au regard des impératifs de changement qui se dessinent à la lumière de l'expérience actuelle :

- Renforcement des infrastructures sociales dans tout ce qui touche à la santé : hôpitaux, cliniques, maisons de retraite, transports sanitaires, matériels et équipements
- Recherche médicale dans le domaine de l'épidémiologie : vaccins – tests – médicaments – matériels de protection et de soins
- Généralisation des dispositifs de traçage et mise en place de bases données sanitaires
- Refonte et numérisation du système éducatif
- Automatisation des chaînes de production et développement du télétravail
- Relocalisation de certaines activités jugées critiques

Il faut également s'attendre à une révision drastique des choix d'urbanisation, des dispositifs de commercialisation, des schémas d'organisation des loisirs pour réduire les risques de contagion qui vont désormais être positionnés au premier rang de l'échelle des risques économiques et sociaux. La politique du logement devra également intégrer les nouveaux besoins de protection par le cloisonnement tout autant que les économies d'énergie.

Dans certains domaines, comme celui du transport, le besoin d'investissement pourra peut-être se réduire par rapport aux tendances antérieures mais cela sera loin de compenser l'émergence des nouveaux besoins.

### 2.- Un investissement de long terme et en fonds propres

La nature des investissements à prévoir les classe de manière évidente dans la catégorie des investissements longs. Dès lors qu'il s'agira de repenser les structures de production et de consommation, de revisiter les systèmes de prise en charge de la santé publique, d'imaginer de nouvelles approches de la vie en société, seuls des plans d'action déployés sur plusieurs années, voire même plusieurs décennies, pourront produire les mutations nécessaires.

Le besoin d'investissement se situera clairement du côté des fonds propres. D'abord parce que la panne économique mondiale résultant de la crise sanitaire impliquera un effort très substantiel de reconstitution des fonds propres des entreprises dans toute l'échelle des tailles ; seul ce relais de financement en fonds propres permettra de pérenniser les activités qui auront été dépannées dans l'urgence par des dispositifs exceptionnels de crédit.

Ensuite parce que les transformations profondes du tissu économique et de la vie en société ne pourront être réalisées qu'au moyen d'un investissement à risque, avec un retour attendu qui pourra se trouver différé pendant de longues périodes jusqu'à la complétion du nouvel ordre visé, et une approche de tâtonnement qui multipliera les pistes de recherche avant de trouver les bonnes solutions.

### 3.- Pour une planification publique de l'investissement

Du fait de l'ampleur de l'effort à conduire, il faut souhaiter que de véritables politiques d'investissement soient mises en œuvre, basées sur une coopération active des Etats, particulièrement au sein de l'Union Européenne. En remettant en vigueur des techniques éprouvées de planification stratégique on pourra viser à la fois l'optimisation de l'emploi des ressources, la cohérence des choix et la continuité de l'action au-delà des échéances politiques courtes.

Cette planification doit être indicative pour ne pas stériliser l'initiative des acteurs économiques et reconstituer « l'ardente obligation » qui accompagnait nos anciens plans quinquennaux. A la lumière des deux dernières décennies, la référence au thème du développement durable montre que le tribunal de l'opinion peut désormais jouer un rôle de gardien de la ligne de priorité beaucoup plus efficace que le contrôle de l'autorité publique pour garantir la continuité et l'efficacité des démarches qui s'inscrivent dans de tels plans.

### 4.- La mobilisation du secteur privé

S'il appartient à la puissance publique, gardienne de l'intérêt général, de fixer les objectifs et d'orchestrer les mouvements, elle devra se garder de se positionner comme acteur direct de l'investissement. De toutes façons elle n'en aura pas les moyens dans la mesure où les finances publiques se trouveront chargées par les effets de la crise d'une montagne de dettes.

Les politiques d'investissement seront donc dessinées à l'usage des acteurs du secteur privé seuls capables de mobiliser les ressources nécessaires, de choisir les champs d'application les plus pertinents et de procéder à l'évaluation correcte du couple risque/rendement.

Les investisseurs institutionnels sont les vecteurs-clé d'une politique ordonnée d'investissement de long terme ; toute l'attention sera donc portée sur leur participation à l'effort d'ensemble. Mais la plupart des acteurs économiques, entreprises et banques notamment, peuvent avoir une certaine capacité d'investissement long au sein de leurs activités ordinaires ; il conviendra donc de ne pas les oublier dans la mobilisation générale.

### 5.- Employer l'épargne des ménages

L'épargne des ménages constitue, notamment en Europe continentale, un gisement puissant de financement pour l'investissement, même en laissant de côté l'épargne immobilière. Le contexte

actuel, bien loin de remettre en cause la propension à l'épargne, a toute chance de l'accroître aux dépens de la consommation immédiate ; ce sera d'ailleurs un des obstacles à une reprise rapide de l'activité.

L'épargne financière des ménages est structurellement une épargne longue, même si elle ne l'est pas toujours en termes contractuels. Elle est en effet mise au regard des besoins fondamentaux d'une vie familiale qui a elle-même tendance à s'allonger : logement – éducation – retraite – dépendance – transmission. Elle devrait donc avoir vocation à s'investir sur le moyen et le long terme, mais l'aversion au risque et la préférence pour la liquidité ont pour résultat de stériliser une partie importante de cette épargne dans des placements de court terme. L'un des enjeux majeurs du financement de l'investissement post-crise sera donc de réorienter cette capacité de financement vers les emplois longs.

Il s'agira de revisiter l'ensemble des produits d'épargne et des canaux de collecte pour stabiliser l'épargne financière des ménages en la faisant mieux servir à la fois aux besoins des familles et aux exigences de l'intérêt général. Une meilleure évaluation de la réalité des besoins de liquidité, une tarification sérieuse des options de sortie anticipée, une présentation plus soignée des couples rendement/risques de la part des conseillers financiers, devraient y contribuer. Les obligations artificielles de valorisation quotidienne et les options de liquidité non tarifées devraient être éliminées pour les produits qui ont vocation à collecter une épargne longue ; la protection du consommateur ne peut pas consister à favoriser des produits qui ne répondent pas à la réalité des besoins. Des formules de rémunération calées sur la durée de l'investissement seront à promouvoir ; la fiscalité devrait également se recalculer sur la durée de l'épargne investie pour être au moins neutre plutôt que désincitative comme c'est le cas actuellement.

## 6.- Libérer l'investissement professionnel

Dans un univers économique diversifié et complexe soumis à de très fortes tensions et dominé par des marchés hypervolatiles, la décision d'investissement est devenue difficile et n'est plus à la portée de la plupart des épargnants individuels. D'où le besoin d'intermédiation pour employer efficacement l'épargne des ménages.

Or les bilans financiers ont été soumis dans la foulée de la crise de 2008 à un faisceau de réglementations et de contraintes qui les empêchent de jouer pleinement ce rôle indispensable d'intermédiation. Une focalisation excessive sur le très court terme, les valeurs de marché et l'exigence de liquidité privent les banques et les assurances des flexibilités nécessaires pour inscrire leur activité et le service de leurs clients dans des perspectives longues.

Les réglementations prudentielles et les standards comptables doivent impérativement faire l'objet d'une révision en profondeur pour les aligner sur la nouvelle réalité des risques et des enjeux, sans remettre en cause les principes de prudence et de transparence qui les sous-tendent. Cette révision est particulièrement critique pour tout ce qui concerne l'investissement en actions eu égard à la nature et à l'ampleur des besoins de l'économie ; il faut absolument cesser de diaboliser le placement en actions qui constituera sans aucun doute le meilleur vecteur de l'investissement structurant de demain.

## 7.- Pour un statut de l'investisseur de long terme

Une solution pratique pour permettre au secteur financier de se préparer aux engagements qu'on lui demandera, serait de créer, en marge de la complexité des régulations européennes ou internationales, qui constituent un écheveau difficile à démêler, une case vierge pour y loger les institutions ayant vocation à déployer dans tout ou partie de leur activité une stratégie d'investissement long. Ce statut ad hoc s'appliquerait au compartiment de long terme de leur activité, sans modifier le traitement prudentiel et comptable du reste de ces activités.

Le critère d'admission dans cette catégorie reposerait sur la structure des passifs : dès lors qu'un bilan financier est alimenté par des ressources longues ou stables son obligation fiduciaire est de les employer sur des horizons adaptés à la durée de ses ressources. Dans ce cas le critère-clé de qualité de la gestion cesse de facto d'être celui de la liquidité ou de la valeur instantanée des actifs, pour devenir celui de la cohérence continue entre les actifs et les passifs ( ALM ).

Il doit en résulter une modification radicale de l'analyse prudentielle du risque et donc des bornes et précautions qui doivent encadrer cette activité de gestion pour compte de tiers. Même effet dans le domaine du reporting : ce qui compte pour l'apporteur de capitaux c'est la valeur projetée à terme des actifs acquis en représentation des engagements souscrits et non leur fluctuation quotidienne plus ou moins erratique sur les marchés financiers.

Les ressources et les outils dont nous aurons besoin pour nous relever de la crise que nous subissons existent. Faisons confiance à la sagesse humaine pour trouver des solutions qui marcheront et au courage collectif pour les porter à terme, mais n'hésitons pas à nous débarrasser des vieux démons dogmatiques qui pourraient nous paralyser...