

# INVESTIR DANS L'AVENIR

Mettre le long  
terme au cœur de  
nos décisions

Rapport de la commission  
Présidée par Bernard Attali  
Mai 2024

# Introduction

Alors que nous en avons aujourd’hui plus que jamais besoin, **la vision de long terme cède face à la dictature de l’urgence** – urgence d’une réponse politique face à l’urgence des tensions économiques, sociales, climatiques et géopolitiques.

Cette vision doit prendre en compte la place de l’Europe dans le monde et son choix de l’ouverture. Ce choix exige un regard vers l’extérieur et impose d’être compétitif dans un monde concurrentiel. Ce choix nécessite donc de définir et de mettre en œuvre une stratégie assumée de compétitivité extérieure conforme à cette ouverture, adaptée au monde d’aujourd’hui et respectant un développement harmonieux de l’Europe de demain.

L’incertitude et l’aversion au risque entravent notre capacité à assumer le risque d’un changement de modèle. Il est impératif de sortir des sentiers battus et de nous inspirer des bonnes pratiques internationales, et notamment de l’exemple des Etats-Unis où les investissements sont bien plus importants qu’en Europe. **Les Etats européens, parfois surendettés, doivent de surcroît faire face à des investissements massifs – que ce soit pour assurer la souveraineté de l’Europe par un effort de réarmement militaire ou pour adapter le modèle économique aux enjeux écologiques**, tout en maintenant l’effort de développement de l’innovation privée européenne. Aujourd’hui, nous atteignons les limites du modèle, installé depuis quarante ans, du financement par la dette et la création monétaire qui lui est liée.

Pour reconstruire un nouveau modèle plus sûr, plus équitable et plus soutenable, une véritable urgence – plus encore qu’en 2022 – est de formuler quelques propositions pour replacer le long terme au cœur de nos décisions et, de manière encore plus profonde, véritablement « investir le long terme » au service d’une société aujourd’hui déstabilisée. Ce retour du long terme passe par **la mise en place d’un système financier européen compétitif et souverain, capable de mieux allouer l’épargne européenne au financement des besoins de l’économie européenne**.

Revenons aux besoins : **7 000 milliards sur 7 ans en Europe**. La question n’est pas seulement d’allonger la durée des investissements ou d’augmenter leur profil de risque. Doubler les capacités de financement paraît par ailleurs peu probable. La question qui se pose plus profondément est celle d’une réallocation de l’épargne vers les emplois prioritaires pour l’avenir de l’Europe. Cette réallocation passe par **une inscription du long terme dans le comportement des différents acteurs : épargnants, intermédiaires financiers, pouvoirs publics**.

# SOMMAIRE

<b>1. Quels changements au cours des derniers mois ?</b>	
<b>    Une accélération du temps sous la pression des crises</b>	<b>4</b>
1.1 : Sur le plan géopolitique, un monde fragmenté par les conflits	5
1.2 : Sur le plan climatique, l'état d'urgence	5
1.3 : Sur le plan technologique, une grappe d'innovations liées à l'intelligence artificielle et à l'exploitation des données	6
<b>2. Pourquoi le long terme ? Redonner des perspectives</b>	<b>7</b>
2.1 : Un mur d'investissement	8
2.2 : Le prix du temps	8
2.3 : Le règne de l'incertitude	9
2.4 : L'impossible réforme	10
<b>3. Comment faire ? Inciter tous les acteurs à adopter une approche à long terme</b>	<b>11</b>
3.1 : Citoyens et consommateurs	12
3.2 : Les intermédiaires financiers	12
3.3 : Les pouvoirs publics : réaffirmer et redéfinir leur rôle	14

# 01

**Quels  
changements  
au cours des  
derniers mois<sup>1</sup> ?  
Une accélération  
du temps sous la  
pression des  
crises**

---

<sup>1</sup> Nous dressons ici un tableau des changements intervenus depuis la parution du rapport « Investir à long terme, urgence à court terme », janvier 2022.

# 1.1 : Sur le plan géopolitique, un monde fragmenté par les conflits

La guerre a ressurgi aux portes de l'Europe, entraînant un réarmement général et un regain des tensions économiques et commerciales, avec une forte hausse de la volatilité sur les marchés de l'énergie et des matières premières. En effet, dans un contexte où se multiplient les risques géopolitiques majeurs (guerre en Ukraine, conflit dans la bande de Gaza, tensions entre la Chine et Taiwan), l'incertitude est maximale et les marchés, notamment celui de l'énergie, connaissent une forte volatilité. Ce contexte géopolitique a accru brutalement les besoins d'investissements dans le secteur de la défense et encore plus significativement dans celui de l'énergie, qu'il s'agisse d'adapter les infrastructures pour organiser de nouvelles sources d'approvisionnement transitoires ou d'accélérer la transition vers une production non dépendante des hydrocarbures (ENR, hydrogène, nucléaire).

**La « démondialisation » qui accompagne ce regain de tension accroît la fragmentation du commerce international et nous pousse à nous réinterroger sur les thèmes de l'autonomie stratégique, de la souveraineté économique et financière et de la sécurité des approvisionnements.**

Dans cette situation très incertaine, l'attentisme au niveau des investissements est de mise, ce qui conduit les pouvoirs publics à mettre en place des dispositifs incitatifs (loi sur la réduction de l'inflation - IRA - aux États-Unis, réflexions européennes sur un fonds d'investissement stratégique), dans une logique très éloignée des accords de libre-échange tels que ceux de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC).

Ces évolutions ont pour toile de fond une situation économique mondiale dans laquelle les dynamiques de croissance se sont profondément modifiées au cours des dernières années (montée en puissance de la Chine, décrochage de l'Europe) et où la répartition de la valeur ajoutée a connu une déformation inquiétante.

**La question que nous posons en 2022 - comment investir à long terme dans un environnement d'incertitude et d'aversion au risque ? – est donc plus que jamais d'actualité.**

# 1.2 : Sur le plan climatique, l'état d'urgence

Alors que nos sociétés doivent faire face à l'impact de phénomènes climatiques extrêmes, les efforts d'investissement en matière de transition apparaissent aujourd'hui insuffisants pour atteindre les objectifs fixés en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre et pour limiter la hausse des températures à 1.5°. Se pose ainsi aujourd'hui également la question du coût de l'adaptation à un changement climatique devenu en partie inévitable.

**Pour atteindre la neutralité carbone, la France devra investir 66 milliards d'euros supplémentaires par an d'ici à 2030**, soit plus de 300 milliards d'euros et 2,3 points de PIB (Pisani-Ferry/Mahfouz 2023). Pour l'Union Européenne, I4CE évalue le déficit d'investissements dans la transition à plus de 400 milliards d'euros par an. Comblé cet « *investment gap* » requiert un effort de tous les acteurs économiques, publics comme privés.

Ces investissements doivent permettre une mutation du système énergétique, un changement du mode de production, une adaptation des infrastructures de réseaux et une sobriété accrue dans les usages, tous ces changements constituant une nouvelle révolution industrielle.

Au vu du coût global des politiques d'atténuation et d'adaptation, la question de leur soutenabilité est double : soutenabilité financière alors que la dette, publique et privée, atteint déjà des niveaux élevés ; soutenabilité sociale d'une transition qui a des impacts redistributifs forts. Or, **le coût de la transition ne sera politiquement accepté que s'il est équitablement réparti.**

Ces enjeux de transition environnementale se compliquent dans un contexte de raréfaction rapide et d'une sécurisation insuffisante des approvisionnements dans certaines matières premières, notamment les métaux et les terres rares alors que celles-ci deviennent indispensables suite à nos choix de mix énergétiques.

**Les questions de la transformation environnementale de notre modèle de croissance et de la prise en compte des externalités dans les investissements de long terme (ILT) se posent avec une acuité et une urgence renouvelées.**

## **1.3 : Sur le plan technologique, une grappe d'innovations liées à l'intelligence artificielle et à l'exploitation des données**

Le développement d'une industrie de la data et les progrès rapides de l'intelligence artificielle (IA) ont récemment permis d'importantes avancées dans la résolution de problèmes concrets. Au fur et à mesure que les "grands modèles de langage" - le type d'IA qui alimente *ChatGPT* - ont été mis à l'échelle, ils ont surpris jusqu'à leurs créateurs par leurs potentialités.

Mais le débat sur l'IA porte souvent sur ses dangers : le biais algorithmique et la destruction massive d'emplois. Les régulateurs sont sous pression pour suivre le mouvement. Toutefois, cette technologie a aussi un fort potentiel de croissance : l'IA générative (intelligence artificielle à même de générer de nouveaux contenus à partir de données d'apprentissage) suscite à cet égard des espoirs massifs pour la croissance économique en matière de gains de productivité, d'accélération radicale du rythme des découvertes scientifiques, ou encore d'apports pour la transition énergétique au service de la sobriété...

**Face à l'émergence de cette « grappe » d'innovations, nous sommes confrontés à une question que nos précédents travaux n'avaient pas abordée : quels investissements à long terme pour contribuer à ce nouveau cycle dans le respect d'un développement sûr, durable et respectueux de l'intérêt général, de la cohésion sociale et des libertés individuelles ?**

# 02

**Pourquoi le  
long terme ?  
Redonner des  
perspectives**

## 2.1 : Un mur d'investissement

Les défis qui se multiplient nous confrontent à un mur d'investissement. Si les montants parfois cités peuvent sembler démesurés, ils ne le sont pas face à l'ampleur des défis qui nous attendent : réaliser la transition vers une économie verte, mettre en place un système européen de production d'énergie décarbonée qui soit abondant et indépendant, relever les défis démographiques et de santé publique, préserver la cohésion sociale et territoriale, et affirmer la souveraineté de l'Europe. Ces efforts d'ampleur sont d'ailleurs déjà déployés outre-Atlantique.

Diverses estimations convergent sur la nécessité d'un effort annuel supplémentaire d'environ 2,5 % du PIB européen d'ici à 2030 (400 milliards d'euros au total) pour maintenir la trajectoire vers la neutralité climatique. En ajoutant les montants pour la transition numérique, l'ancien président de la Banque Centrale Européenne (BCE) Mario Draghi chiffre le mur d'investissement à 500 milliards d'euros supplémentaires par an. La Commission européenne estime, elle, que « globalement, des investissements supplémentaires de plus de 620 milliards d'euros par an seront nécessaires pour atteindre les objectifs du *Green Deal* et de *RepowerEU* et des investissements de 92 milliards d'euros jusqu'en 2030 pour atteindre les objectifs du *Net Zero Industrial Act* ». Elle ajoute que la transition numérique va nécessiter 125 milliards d'euros d'ici 2030.

**Cet « *investment gap* » estimé pour la double transition d'environ 800 milliards d'euros par an ne tient pas compte des besoins d'investissements additionnels très importants tenant au renforcement de nos systèmes de défense et à la pression constante à la hausse sur les dépenses de protection sociale au sens large.**

Or les ressources dont nous disposons sont limitées. **Les contraintes des finances publiques restent indépassables même si les règles ont été assouplies.** En effet, les nouvelles règles budgétaires de l'UE donnent plus d'autonomie aux États membres, s'adaptent mieux au contexte d'endettement élevé et permettent une plus grande flexibilité pour les investissements stratégiques. Mais la marge de manœuvre budgétaire reste insuffisante pour augmenter les financements des investissements à l'échelle nécessaire. **Nous entrons dans une ère durable de finances publiques sous forte pression.**

Comme l'affirment Pisani-Ferry et Mahfouz, à long terme, la réorientation du progrès technique peut conduire à une croissance verte plus forte que ne l'était ou que ne l'aurait été la croissance brune. Mais d'ici 2030, la transition se paiera par une réduction des gains de productivité et de la croissance potentielle même si le supplément d'investissement aura, via la demande, un effet positif sur la croissance, sous réserve de sa fourniture par l'économie européenne. Il existe un besoin urgent d'une approche multisectorielle afin d'estimer l'effet macroéconomique globale. La prospective quantifiée des impacts du numérique et de sa composante IA sur l'emploi et la productivité nécessite également un nouveau modèle macroéconomique.

En matière santé, enfin nous avons également de grands défis à relever : démographie des populations, des médecins, des professionnels de l'accompagnement, dynamique des dépenses. Relativement peu de travaux de prospective méthodique sont cependant disponibles.

## 2.2 : Le prix du temps

Après une longue période de stabilité des prix, l'inflation fait son retour avec en réponse la fin des politiques monétaires à taux zéro (le taux de refinancement de la BCE a augmenté de 450 points de base depuis janvier 2022). **Ce retour des taux dans une zone positive n'est finalement qu'un retour à la normale : l'argent n'est pas gratuit car le temps a un prix.** Mais, même si la liquidité reste élevée, cette augmentation des taux met sous pression la politique budgétaire, dans un contexte de fort endettement public dans la plupart des États membres européens, comme au niveau de l'Union européenne (forte augmentation du coût de financement de la politique



de relance communautaire). En France, les déficits des paiements extérieurs érodent les capacités financières globales du pays.

Le retour de taux d'intérêt nominaux positifs met également en péril les modèles d'activité ayant fait appel à des effets de levier massifs. Ainsi sont sanctionnés les excès d'une économie mondiale de plus en plus largement financée par la dette à la suite des crises successives.

Certains agents économiques disposent d'une épargne importante, investie à court terme dans un contexte économique très incertain.

**Ce changement de contexte monétaire conduit à s'interroger sur les implications de la fin de l'argent facile pour les investissements à long terme en Europe**, déjà insuffisants par le passé alors que l'argent était gratuit.

## 2.3 : Le règne de l'incertitude

Dans un environnement incertain – nouveaux équilibres géopolitiques, nouvelles énergies, nouvelles technologies – la France a de nouveaux défis à relever et fait face à des menaces et risques avérés. Ces changements redessinent la carte du monde et deviennent plus rapides. Selon le philosophe Hartmut Rosa, l'accélération est la caractéristique de la société moderne et elle n'épargne personne, ni aucune sphère de nos vies. Les décideurs politiques et les acteurs économiques doivent naviguer dans ces eaux troubles, où les risques sont aussi grands que les opportunités.

Les évolutions dans le domaine de l'intelligence artificielle évoquent l'émergence d'une nouvelle révolution industrielle. Dans ce contexte, le fameux processus schumpétérien de destruction créatrice prend une résonance particulière avec l'installation d'un nouveau cycle technologique d'innovation et d'obsolescence où les anciennes industries et technologies sont remplacées par de nouvelles, plus performantes. Une démarche qui est à la fois un moteur de progrès et une source d'instabilité.

**Nous nous retrouvons face à une incertitude perçue comme radicale, ce qui rend le fait de se projeter à long terme à la fois impossible et indispensable.** Les investissements à long terme sont donc particulièrement difficiles à identifier et à planifier car ils doivent prendre en compte des variables en constante évolution.

Cependant, en se projetant dans un avenir lointain, peut-être perçu comme dystopique, nous pouvons tenter de retrouver notre approche du développement et de l'investissement. En envisageant des scénarios extrêmes, nous pouvons mieux appréhender les tendances actuelles et potentielles, et ainsi élaborer des stratégies plus résilientes face à l'incertitude. C'est dans ce contexte que la littérature de prospective devrait chercher des principes d'action qui pourraient guider les investisseurs et les décideurs afin de préparer nos capacités futures : agir différemment et oser.

Dans un environnement en mutation rapide, il est crucial de rester agile, de bénéficier d'une certaine autonomie pour innover constamment et de diversifier les portefeuilles d'investissement pour minimiser les risques. Dans ce contexte, la France, avec son histoire de résilience et d'adaptation, a la capacité de transformer ces incertitudes vers un avenir ancré dans la créativité et l'innovation.

## 2.4 : L'impossible réforme

Alors que l'urgence climatique, les besoins environnementaux, les inégalités sociales et les défis numériques appellent à des actions résolues, il est impossible de réformer sans tenir compte de l'acceptabilité sociale. Cette notion qui émerge à partir des années 1970 occupe aujourd'hui une place importante dans la conception et la mise en œuvre des politiques publiques.

Les mesures qui ne sont pas directement associées à la croissance économique ou à la prospérité commune sont souvent accueillies avec scepticisme. Il peut être difficile pour le citoyen de reconnaître les bénéfices à long terme d'une politique qui n'engendre pas de gains immédiats.

**L'équité des réformes est fondamentale pour leur acceptation.** Des effets redistributifs trop marqués, que ce soit entre les individus, les territoires ou dans le temps, peuvent susciter des sentiments d'injustice et de résistance. Il est donc essentiel que les réformes soient conçues de manière à compenser les pertes potentielles et à équilibrer les contributions et les avantages de manière transparente et équitable.

Pour surmonter ce paradoxe et assurer l'adhésion des citoyens à des changements qui affectent profondément leur quotidien, il est important d'élaborer des politiques qui non seulement répondent aux impératifs, mais qui sont également construites avec une volonté d'inclusion et de dialogue. Le chemin vers l'acceptabilité sociale de la réforme exige une pédagogie patiente et un effort de concertation.

# 03

**Comment  
faire ?  
Inciter tous les  
acteurs à  
adopter une  
approche à  
long terme**

## 3.1 : Citoyens et consommateurs

Nous vivons une époque paradoxale : bien que la plupart des gens soient pleinement conscients de l'approche d'une catastrophe climatique comme la science l'a établie de manière indubitable, l'élan nécessaire pour investir de manière adéquate dans les infrastructures environnementales ne se manifeste pas à l'échelle correspondante. Les acteurs économiques semblent incapables de prendre en compte spontanément les implications à long terme de leurs actions, ce qui les conduit à des choix souvent opportunistes et à courte vue. Cette myopie temporelle, souvent accentuée par un individualisme poussé à sa limite, déjà soulignée par Alexis de Tocqueville qui déplorait un individualisme exacerbé, est aujourd'hui aggravée par une multiplication de données disponibles qui nuit à l'information et à la prise de décision.

Face à ce défi, **une des solutions envisageables pour encourager une vision à long terme parmi les citoyens et les consommateurs réside dans l'acceptation d'un renforcement du signal prix**, notamment au travers d'une taxe carbone. Celle-ci vise à internaliser les coûts environnementaux, encourageant ainsi les acteurs économiques à opérer des choix plus durables. Toutefois, pour que cette mesure soit efficace et socialement acceptable, elle doit être accompagnée de mesures concrètes : permettre la possibilité de substitution entre produits, expliquer clairement l'usage des fruits de cette taxe, veiller à ce que l'accès aux produits moins polluants soit assuré aux ménages à faible revenus afin de ne pas aggraver les inégalités. Cependant, un tel dispositif soulève des questions concernant son impact sur la compétitivité extérieure de l'UE.

**La transformation de l'économie vers un modèle plus soutenable doit s'opérer dans une logique d'équité.** Cela implique de corriger les impacts redistributifs négatifs, que ce soit sur le plan social ou territorial. Le coût économique de cette transition, qui peut s'avérer significatif, ne sera politiquement acceptable que s'il est perçu comme équitablement réparti entre les différents acteurs de la société. Il est essentiel de proposer des mécanismes de mutualisation des prises de risques, afin que les risques de la transition soient aussi partagés.

Par ailleurs, augmenter l'acceptabilité politique de ces changements passe inévitablement à travers l'éducation financière et l'explication des enjeux liés à la transition. Il est crucial que les citoyens comprennent comment les mesures s'inscrivent dans un projet de soutien à l'économie européenne. **Un public bien informé est plus à même de faire des choix qui s'avèrent bénéfiques pour le bien-être collectif à long terme.**

## 3.2 : Les intermédiaires financiers

L'évolution des technologies et le changement des comportements individuels constituent deux éléments cruciaux pour la transition de notre société. Le troisième aspect est la capacité à répondre aux besoins d'investissements considérables dans l'avenir.

Le changement de contexte monétaire européen, marqué par la fin de l'argent gratuit, a conduit à s'interroger sur les implications pour les investissements à long terme en Europe, qui étaient pourtant déjà insuffisants par le passé.

**En 2023, l'excédent d'épargne européen sur l'investissement devrait s'élever à environ 370 milliards d'euros, soit 2,6 % du PIB. Cet excédent représente une ressource considérable, mais aujourd'hui largement sous-utilisée pour financer le long terme et qui, lorsqu'elle est investie en actions ou obligations, l'est largement aux Etats-Unis.** Ceci souligne l'écart important entre la structure de l'épargne et les besoins de financement de l'économie. L'épargne européenne est souvent mal allouée, exportée ou immobile à l'intérieur de la zone euro. L'« union de l'épargne et des investissements », recommandée dans le rapport d'E. Letta, implique la mise en place d'actions transformatrices non seulement pour retenir en Europe les flux de capitaux de l'épargne qui s'investissent aujourd'hui dans d'autres zones géographiques, mais aussi pour

accroître la quantité d'épargne disponible (en favorisant la croissance par une meilleure allocation des capitaux disponibles et en luttant ainsi contre l' « insuffisance forcée d'épargne ») et attirer des ressources supplémentaires en provenance de l'étranger. Placer la compétitivité de l'industrie financière européenne au centre des priorités politiques et des nouvelles réglementations doit ainsi permettre de mobiliser efficacement les capitaux privés pour financer l'économie de l'UE.

Le paysage financier européen souffre aujourd'hui d'une surabondance d'infrastructures de marchés de capitaux et en particulier d'un excès de dépositaires centraux de titres (CSD). **Cette fragmentation rend les marchés européens des capitaux plus petits et moins liquides qu'ils ne devraient l'être, ce qui a un impact négatif sur le coût des capitaux, l'innovation économique et la croissance.** De surcroît, cette situation renforce les biais domestiques forts sur les décisions d'investissement, comme le souligne le rapport d'E. Letta sur l'avenir du marché unique de l'UE d'avril 2024.

Pour remédier à ces défis, il est crucial de créer les bons signaux, qui ne mettent pas en opposition la finance intermédiée et la finance de marché. Il s'agit d'aligner les incitations appropriées avec la stratégie de long terme définie, de mobiliser les financements et plus généralement de favoriser la transmission de ces signaux à l'ensemble des acteurs, notamment en achevant l'Union des marchés de capitaux (UMC).

**Les banques et institutions nationales de promotion économique (NPBI), comme la Caisse des Dépôts (CDC), jouent un rôle essentiel via leurs missions d'intérêt général et leur mandat d'appui aux politiques publiques,** dans l'identification des projets à fortes externalités mais au modèle économique encore instable en levant les obstacles qui entravent leur déploiement (coûts élevés, risques liés à la demande, filière en voie de structuration...).

**Il est également impératif de réorienter l'épargne des ménages vers les investissements de long terme, notamment en actions des entreprises européennes, particulièrement des PME cotées ou non cotées, en leur fournissant les bonnes incitations** (standardisation, simplification et amélioration de la qualité des informations financières et extra-financières disponibles, cadre réglementaire adapté, incitations financières et fiscales si nécessaire), mais également en leur assurant la protection indispensable en contrepartie de cette prise de risque accrue.

**La création d'un label européen pour des produits d'épargne investis en Europe, comme le préconise le rapport de C. Noyer, permettrait à l'UE d'avancer vers des principes communs en tirant parti des caractéristiques existantes des produits d'épargne.** Pour le déploiement d'un tel label, un cadre européen est nécessaire pour que la définition de la transition soit partagée, que des informations fiables, accessibles et abordables sur les entreprises, une méthodologie d'analyse ESG communs soient disponibles.

**Une meilleure allocation de l'épargne pourrait être encouragée par exemple via des plans du type PEA (plan d'épargne en actions mid & small) et des PEE/PER (répondant aux enjeux démographiques).** L'ELTIF (Fonds européen d'Investissement à long terme) est un cadre réglementaire qui vise à accorder aux épargnants privés et aux investisseurs non professionnels un accès direct à des fonds alternatifs, y compris des fonds de « private equity », les fonds de dette privée, et d'autres programmes d'investissement à long terme. **Le nouveau Règlement ELTIF (2.0) qui corrige de nombreux écueils ayant mené à l'échec du label ELTIF pourrait ouvrir ces fonds de long terme à une véritable clientèle de détail au moment où l'économie a justement besoin de nouvelles sources de financement.** Comme proposé par E. Letta, un nouveau programme européen pourrait intégrer une incitation fiscale nationale à l'ELTIF. Le montant exact de l'avantage fiscal pourrait être laissé à l'appréciation de chaque État membre.

Pour rendre cette mobilisation possible, il convient par ailleurs de changer la régulation des banques et des assureurs pour leur permettre d'intermédiaire l'épargne, sous la forme qui existe aujourd'hui, davantage en faveur des investissements de long terme mais également de renforcer les structures de portage d'investissements de long terme qui permettent de mutualiser les risques au sein d'enveloppes plus importantes, permettant d'offrir aux souscripteurs une liquidité importante, sur le modèle des fonds euros. Ceci rend nécessaire une vraie révision de Solvabilité II, un maintien de

l'attractivité fiscale des fonds euros et de toutes autres formules permettant de sécuriser l'épargne des citoyens tout en donnant les capacités d'investir.

Les fondations actionnaires, permettant de remplir à la fois une mission économique et une mission d'intérêt général, doivent être encouragées en tant qu'entités. En soutenant les fondations actionnaires, nous encourageons une approche où la recherche de la performance économique s'allie à la poursuite d'objectifs d'intérêt général.

Afin d'atténuer l'impact de l'augmentation des taux d'intérêt sur les financements dédiés à la transition écologique et de permettre ainsi son accélération, **la mise en place de taux d'intérêt différenciés au refinancement des prêts bancaires alloués à la transition écologique est une idée prometteuse**. Un taux d'intérêt vert<sup>2</sup>, plus bas, et un taux d'intérêt brun, plus élevé, seraient appliqués. Cela donnerait un signal « prix » aux financeurs. La politique monétaire pourrait agir sur cette différenciation, ainsi que sur d'autres facteurs discriminants (ex : pour le refinancement des banques : règles de « haircut » différenciées, prises en compte de notations extra-financières ; idem pour son portefeuille d'actifs).

En outre, une adaptation des règles comptables pourrait également favoriser les investissements verts. Par exemple, une règle d'amortissement accéléré pourrait être appliquée aux actifs qui contribuent positivement à l'environnement, renforçant ainsi leur attractivité pour les investisseurs.

## 3.3 : Les pouvoirs publics : réaffirmer et redéfinir leur rôle

A l'heure actuelle, nous constatons un regain d'intérêt pour l'intervention de l'Etat dans la sphère économique, signalant un retour à un rôle plus actif des pouvoirs publics. La littérature économique a abondamment exploré l'importance cruciale de l'investissement public comme moteur essentiel de la croissance économique.

Il est communément reconnu que **l'investissement public induit un effet multiplicateur bénéfique sur l'économie et qu'il sert de levier pour la croissance durable** : en rénovant les infrastructures, en encourageant les dépenses du secteur privé, en accroissant la productivité ou encore en favorisant l'innovation.

Face à l'augmentation des besoins d'investissement, il est clair que les ressources financières des seules autorités publiques nationales sont insuffisantes.

**Il est ainsi impératif d'utiliser la dépense publique comme levier pour les financements privés**. Cela implique de renforcer les dispositifs de mutualisation et de garanties, ainsi que d'orienter l'épargne disponible, abondante, vers des investissements stratégiques. Parallèlement, il est essentiel de protéger les ménages contre les fluctuations cycliques et contre les inégalités.

Dans cette perspective, **un fédéralisme budgétaire européen accru permettrait de traiter des enjeux communs à l'échelle européenne** et de mettre fin à la concurrence dommageable que se livrent aujourd'hui les différents Etats membres pour attirer sur leurs territoires des implantations industrielles nouvelles. L'accroissement du budget de l'UE, soutenu par une capacité accrue d'endettement sous sa signature, pourrait reposer sur l'émission d'obligations européennes, financées par des transferts accrus des budgets nationaux permise par la substitution progressive d'une dépense communautaire aux dépenses nationales dans des domaines d'intérêt commun (transition environnementale, innovation, capital humain, souverainetés, défense).

Ce budget communautaire viendrait en appui d'une stratégie communautaire pluriannuelle (conforme à la démarche déjà en place avec des cadres financiers pluriannuels de 7 ans), dont la mise en œuvre devrait être décentralisée, pour ce qui concerne les projets d'envergure nationale ou

<sup>2</sup> Structurellement verts, de verdissement ou d'adaptation.

coopératifs, auprès des partenaires nationaux de mise en œuvre de la Commission (banques et institutions nationales de développement), qui amplifieraient ainsi leurs importants rôles de catalyseurs du financement privé à long terme, en utilisant de manière complémentaire les budgets nationaux, la garantie communautaire directe ou la garantie et les fonds propres de la BEI.

Aujourd'hui, **nous constatons une multiplication des approches parcellaires, parfois contradictoires, sur la base d'objectifs certes ambitieux mais qui n'engagent pas les acteurs.** Plusieurs types de politiques publiques et instruments - planification et fiscalité écologiques, programmes d'investissements publics, normes et règlements, communication, formation... - doivent être mobilisés au niveau de l'Union européenne, des Etats membres, des collectivités publiques et des régulateurs. La coordination entre la politique monétaire de la zone euro et les politiques budgétaires différentes des gouvernements reste également un sujet complexe.

**Pour remédier à cette situation parcellaire, une instance de planification dotée d'une vision holistique est nécessaire au niveau européen.** Un tel organe, articulé avec ceux existant au niveau national, aurait pour mission de décliner la planification sur une base territoriale, afin de créer un récit cohérent qui puisse véritablement porter la transformation à laquelle aspirent tant l'Europe que ses Etats membres.

Cette instance pourrait définir une stratégie à long terme, prenant en compte les interactions entre divers facteurs structurels, et cherchant à construire un consensus large. Celui-ci serait fondé sur des échanges réguliers entre les différents acteurs concernés et des temps de communication adaptés, permettant d'assurer un pilotage adaptatif de la planification.

Il convient également de repenser la programmation pluriannuelle des finances publiques, qui semble devenue un exercice trop ritualisé mais insuffisamment centré sur les enjeux publics majeurs.

Il est possible de s'inspirer de la démarche adoptée au niveau européen, qui comprend un programme de travail quinquennal de la Commission européenne, le budget pluriannuel sur sept ans, ou encore les stratégies pluriannuelles avec programmes législatifs. À titre d'exemple, les hypothèses économiques et financières pourraient être fournies par un haut conseil aux finances publiques plutôt que par les autorités nationales, afin de garantir leur impartialité et leur fiabilité.

Enfin, **il est essentiel d'organiser efficacement le passage de la planification à l'action.** Cela implique de mettre en place un continuum et des boucles de rétroaction, ainsi qu'une approche à la fois transversale et sectorielle. Pour illustrer ce processus, on peut envisager des projets pilotes où différentes politiques publiques qui seraient intégrées de manière cohérente, en vue de tester et d'ajuster les stratégies avant leur déploiement à plus grande échelle.

# Conclusion

Depuis la publication de notre rapport « Investir à long terme, urgence à court terme » en 2022, **nous avons vécu une accélération du temps - sous la pression des crises géopolitiques, de l'état d'urgence climatique et de l'émergence d'un nouveau cycle technologique.** Les tensions géopolitiques ont mis en lumière une fragmentation internationale, rendant les investissements incertains et nécessitant une réflexion sur l'autonomie stratégique et la souveraineté économique de l'Europe. Sur le plan climatique, l'urgence des phénomènes extrêmes requiert des investissements massifs pour la transition vers la neutralité carbone, posant des questions sur la soutenabilité financière et sociale de ces politiques. Par ailleurs, un nouveau cycle technologique, porté notamment par la data et l'intelligence artificielle, ouvre de nouvelles opportunités mais pose également des défis en matière de régulation, d'emploi et de respect de l'intérêt général. Ainsi, dans cet environnement d'incertitude radicale, **la question de comment investir à long terme est plus que jamais d'actualité.**

Dans un contexte monétaire marqué par la fin de l'argent facile, **les défis qui se multiplient nous confrontent à un mur d'investissement colossal.** Les États Européens, déjà lourdement endettés, ne pourront pas le couvrir par leurs budgets nationaux. Par conséquent, **le recours à l'épargne privée européenne devient indispensable,** ce qui est possible étant donné qu'elle existe déjà. Cependant, cette épargne est souvent mal orientée, préférant les rendements hors d'Europe et ne se focalisant pas suffisamment sur le long terme. Pour y remédier, **la création d'un véritable marché unique des capitaux européens devient une urgence.** L'implication des investisseurs publics de long terme, capable d'être le chaînon manquant entre les objectifs de politique public et le financement par l'épargne privée en ancrant les anticipations des agents et les pratiques de marché, s'avère également indispensable. Tout cela nécessite, bien sûr, une planification au niveau européen capable de faire émerger une vision holistique sur les besoins et un consensus sur les priorités à long terme.

La liste des rapports à la lumière des élections européennes de cette année est longue et variée. **L'originalité de notre approche est d'être centrée sur les acteurs. Une véritable transformation de notre société nécessite l'intégration du long terme dans le comportement de tous : épargnants, intermédiaires financiers, pouvoirs publics.** L'éducation, l'innovation, la coopération ainsi que le rétablissement de notre compétitivité extérieure sont des éléments clés pour engager et inciter tous les acteurs à adopter cette vision à long terme et réaliser cette transformation. **Bien qu'il soit certain que le chemin sera semé d'incertitudes, il est indispensable d'agir et d'oser maintenant pour assurer un avenir durable pour l'Europe.**



## Les auteurs

Cette note est issue des travaux d'une Commission présidée par :  
**Bernard Attali**, Conseiller- Maître Honoraire à la Cour des Comptes.

### Les membres de la Commission étaient :

Philippe Aghion, Patrick Artus, Mireille Aubry, Joachim Bitterlich, Pierre Bollon, Arnaud De Bresson, Edouard-François De Lencquesaing, Carine Delfrayssi, Michel Derdevet, Philippe Dutertre, Christophe Guardo, Fatima Hadji, Pascal Lagarde, Olivier Mareuse, Éric Monnet, Christophe Nijdam, Gen Oba, Joël Prohin, Benjamin Quatre, Hubert Rodarie, Yann Tampereau, Cédric Thellier, Laurent Trevisiani, Nathalie Tubiana et Thomas Valli.

### Les travaux étaient animés par :

**Philippe Blanchot**, directeur des relations institutionnelles, internationales et Européennes à la Caisse des Dépôts, et **Sophie Barbier**, directrice du département Europe à la Caisse des Dépôts. **Yannick Kirchhof**, conseiller Europe à la Caisse des Dépôts, en était le rapporteur.

Remerciements particuliers à Patrick Aufort, Enrico Letta et Gilles De Margerie pour leurs interventions précieuses dans le cadre des travaux de cette Commission.

L'ensemble des contributeurs ont participé à cette note à titre individuel.

## Retour sur les propositions du rapport 2022

Propositions	Ce qui a changé dans le bon sens...	Ce qui n'a pas changé...	Ce qui a changé dans le mauvais sens...
<b>Préserver et développer la capacité de la puissance publique à favoriser l'investissement à long terme</b>			
<b>Adapter les règles d'équilibre budgétaire à l'investissement de long terme</b>	Une révision en cours des règles Maastrichtiennes ouvrant plus de flexibilité en cas de programme « pertinent » d'investissement...	Des lois de programmation pluriannuelles qui restent sans valeur contraignante	... des règles de mise en œuvre de plus en plus complexes pour un assouplissement modeste
<b>Accroître l'effet d'entraînement économique de la dépense publique</b>	La mise en place du nouveau plan d'investissement européen, <i>InvestEU</i>		Un plan de relance national qui repose essentiellement sur des dépenses budgétaires « classiques » sans effet de levier
<b>Permettre aux intermédiaires financiers de transformer l'épargne en investissement long</b>			
<b>Permettre aux intermédiaires financiers d'assumer le risque qu'ils sont capables de supporter</b>	Une prise en compte accrue des risques ESG dans le cadre prudentiel bancaire (paquet « bâlois ») Une volonté de relancer l'Union des marchés de capitaux ( <i>listing act</i> par exemple, rapport Draghi à venir)	Pas de prise en compte des rendements liés aux externalités positives dans le cadre prudentiel bancaire Contraintes réglementaires sur l'investissement, toujours besoin de simplification cf. révision 2020 Solvabilité 2	
<b>Permettre aux intermédiaires financiers d'offrir des supports adaptés</b>	Concept de Fonds souverain européen... Modification du règlement sur les fonds long terme (ELTIF)	Le financement communautaire de la relance (NGEU) a montré qu'un endettement européen était possible, mais qu'il avait un coût que nombre d'Etats membres ne sont pas prêts à assumer	... Fonds souverain européen limité à une expérimentation (STEP) en l'absence d'accord sur une augmentation du budget européen
<b>Pour une évaluation partagée des risques et des rendements de long terme</b>			
<b>Pas d'évaluations justes sans informations fiables</b>	Mise en place d'un cadre européen de reporting extra-financier quasiment achevé (taxonomie, NFRD, CSRD)		Grande complexité du cadre de reporting extra-financier, sujet de la disponibilité de la data pour les petites entreprises et les petits projets, hétérogénéité des approches au niveau mondial
<b>Une bonne information pour tous : de l'épargnant jusqu'aux acteurs les plus sophistiqués</b>		Pas de programme massif d'éducation financière	
<b>Hierarchiser les externalités</b>		Pas d'instance européenne unique permettant d'explicitier et de hiérarchiser les externalités	

## Bibliographie

Déficit d'investissement climat européen : Une trajectoire d'investissement pour l'avenir de l'Europe  
I4CE (février 2024)

Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir : propositions pour une Union de l'Épargne et de l'investissement  
Christian Noyer et al. (avril 2024).

Futurs énergétiques 2050  
RTE (octobre 2021)

Garantir l'accès à des solutions bas-carbone pour tous les ménages  
I4CE (octobre 2023)

Les incidences économiques de l'action pour le climat  
Rapport de Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz / Publications France Stratégie (mai 2023)

Les métiers en 2030  
France Stratégie (mars 2022)

Les métiers en 2030 : quelles perspectives de recrutement en régions ?  
France Stratégie (septembre 2023)

Mieux agir / La planification écologique  
SGPE (septembre 2023)

Much more than a single market  
Enrico Letta (avril 2024)

Politique budgétaire et fiscale : comment répondre à plus de besoins collectifs avec moins d'argent public  
De l'Etat dépensier à l'Etat garant, Rexecode (juin 2023)

Rapport Perrier – Faire de la place financière de Paris une référence pour la transition climatique : un cadre d'actions  
Yves Perrier et al. (mars 2022)

Scénarios prospective transition 2050  
ADEME (avril 2021)

The longer-term fiscal challenges facing the European Union  
Bruegel (avril 2023)

Union de l'énergie 2.0. Pour mettre en place le pacte vert européen  
Institut Jacques Delors, Camille Defard (novembre 2023).

Utilisation des stratégies de long terme pour des investissements alignés avec l'accord de Paris  
I4CE (juin 2022)

