

Les Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence

Saisir l'avenir, ensemble



ACTE IV

FINANCE ET RELANCE : REFONDER UN MODÈLE DURABLE

LES ACTES 2021

Sommaire

AVANT-PROPOS5

RÉINDUSTRIALISER LA FRANCE7

Contributions : L. Berger ; J.-B. Levy ; C. MacGregor ; R. McInnes ; St. Richard
Coordination : H. Rey / Modération : H. Chevrillon

DES FONDS PROPRES POUR LES ENTREPRISES..... 14

Contributions : St. Boujnah ; Th. Buberl ; É. Lombard ; P. Morot
Coordination : A. Bénassy-Quéré / Modération : B. Mathieu

AFFRONTER LES DÉFIS DES SECTEURS ES PLUS IMPACTÉS.... 20

Contributions : D. Carlac'h ; Ph. Guillemot ; A. Hansson ; D. Kling ; M. Yang
Coordination : A. Roulet / Modération : Ph. Mabile

INVESTIR DANS LES INFRASTRUCTURES PRIORITAIRES.....27

Contributions : A. Costa Silva ; Th. Déau ; M.-A. Debon ; H. Montjotin ; D. Parlongue
Coordination : A. Suwa-Eisenmann / Modération : A. de Guigné

FINANCER L'ÉCONOMIE RÉELLE 36

Contributions : M. Atig ; B. Dumazy ; V. Morgon ; N. Namias ; O. Peronnet
Coordination : B. Jacquillat / Modération : D. Seux

RISQUE ET AUDACE.....40

Contributions : A. Bompard ; J.-P. Clamadieu ; St. Dedeyan ; Cl. Kopff ; S. Lemery
Coordination : E. Auriol / Modération : R. Elkrief

LE DANGER DE LA DETTE..... 44

Contributions : L. Andor ; S. Carlson ; Sh. Donnery ; Fr. Mallet
Coordination : J.-P. Pollin / Modération : P. Riché

JUSQU'OUÙ L'INTERVENTION DES BANQUES CENTRALES ?..... 51

Contributions : J. Beunardeau ; A. Carstens ; M. Centeno ; P. Crifo ; K. Rogoff ;
B. Weder di Mauro
Coordination : C. Lubochinsky / Modération : St. Pignal

RÉALISER ENFIN LE MARCHÉ UNIQUE DES CAPITAUX..... 61

Contributions : M. Agache-Durand ; L. Bini Smaghi ; J.-Fr. de Leusse ; M. McGuinness ; Gr. Sentilhes ; J. von Weizsäcker

Coordination : J. Couppey-Soubeyran / Modération : E. Lechypre

ARBITRER ENTRE PERFORMANCE ET ÉTHIQUE 66

Contributions : P. Blethon ; N. Dubourg ; Ph. Heim ; X. Musca ; Br. Rocher

Coordination : C. García-Peñalosa / Modération : B. Madeline

LA FINANCE À IMPACT POUR UNE RELANCE DURABLE 71

Contributions : J.-J. Barbéris ; M. Ekeland ; N. Gomart ; O. Lenel ; A. Mars

Coordination : M.-Fr. Renard / Modération : C. Connan

DÉFINIR UNE VRAIE STRATÉGIE ÉNERGÉTIQUE77

Contributions : Ch. Bories ; J. Hylleberg ; M. Laigneau ; N. Mansouri ; S. Ouziel

Coordination : É. Labaye / Modération : M. You

DIX EXIGENCES POUR LA PRÉSIDENTIELLE 85

INDEX GÉNÉRAL DES AUTEURS87

REMERCIEMENTS DU CERCLE DES ÉCONOMISTES93

AVANT-PROPOS

Cette 21^e édition des Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence s'ouvre autour d'un thème plus actuel que jamais : « Saisir l'avenir, ensemble ». Elles sont exceptionnelles et prennent place dans un contexte qui l'est tout autant : la pandémie, les débats suscités par le scrutin régional ont provoqué de nombreuses tensions dans notre pays.

L'ensemble des débats et sessions de ces Rencontres se caractérisent par le fait qu'ils sont organisés autour de deux grandes questions dans la perspective d'une reprise économique prévisible. Au-delà de l'absolue nécessité de réfléchir à la décarbonation du monde, le problème du climat est une contrainte absolue, notre première interrogation sera de savoir ce que sera le capitalisme de demain. Aura-t-il vraiment changé ?

La deuxième interrogation concerne la situation de la France : sommes-nous capables de véritablement rebondir ? C'est-à-dire de retrouver une vitalité perdue depuis peut-être une ou deux décennies – cela n'a aucun rapport avec les différentes majorités politiques, cela correspond à la réalité de ces 20 dernières années, avec notamment la désindustrialisation.

Notre ambition n'est donc pas de contraindre mais de stimuler tous les candidats et candidates à l'élection présidentielle à traiter une dizaine de sujet primordiaux, et à s'engager sur ces thèmes, pour enrichir le débat public, ce que les Rencontres Économiques font depuis maintenant plus de 20 ans.

J'espère que vous apprécierez la richesse des échanges qui suivent, et qui sont le témoignage le plus précieux de cette 21^e édition des Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence.

Jean-Hervé Lorenzi
Président des Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence

RÉINDUSTRIALISER LA FRANCE

COORDINATION **Hélène Rey**, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS **Laurent Berger**, CFDT
Jean-Bernard Levy, Groupe EDF
Catherine MacGregor, Engie
Ross McInnes, Safran
Stéphane Richard, Orange

MODÉRATION **Hedwige Chevillon**, BFM Business

Propos introductifs d'Hélène Rey, membre du Cercle des économistes

La nécessité de réindustrialiser la France a été évoquée de nombreuses fois ces derniers temps, observe Hélène Rey, en particulier parce que la crise de la Covid-19 a révélé de manière très crue la faiblesse de l'industrie française. Au début des années 2000, les exportations françaises et allemandes du secteur pharmaceutique et d'appareils médicaux étaient par exemple à peu près similaires, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui. Les cœurs de spécialisation de la France reposent désormais sur un nombre très limité de secteurs comme l'aéronautique, le luxe ou encore le nucléaire. De plus, le solde du commerce extérieur français se détériore régulièrement. La question posée sur ce panel est ainsi de savoir comment constituer de nouvelles filières industrielles performantes.

Une première réflexion, qui pourrait ou non être consensuelle au sein du panel, est qu'il ne sert à rien de courir après les industries qui se sont délocalisées pour profiter des coûts bas à l'international. Par exemple, il n'est pas pertinent de produire du paracétamol en France. On peut diversifier nos fournisseurs pour augmenter notre résilience et assurer la continuité de nos approvisionnements en cas de crise mais il serait contre-productif de tout produire en France (à supposer que cela soit même possible).

Une deuxième réflexion découle de la première : l'avenir de l'industrie semble davantage résider dans l'innovation et le développement de nouvelles technologies que dans le fait de ressusciter des activités en déclin, ou même dans le rattrapage de technologies existantes que nous avons ratées. La

nécessité d'innover devrait être accélérée par les grandes mutations que nous traversons : la hausse salubre du prix du carbone qui doit continuer, la digitalisation, l'intelligence artificielle, les nouvelles sources d'énergie. Certaines de ces mutations ont un cap bien défini par le bien commun comme la décarbonation. D'autres, comme la numérisation et la robotisation peuvent être déclinées de manières très différentes par les acteurs du secteur privé, avec des effets redistributifs importants entre capital et travail, entre travailleurs qualifiés et travailleurs non qualifiés.

Ces nouvelles technologies doivent être orientées vers le bien commun et il est important de penser aux effets redistributifs. Dans ce monde changeant, il faudrait que le filet social s'applique aux travailleurs plutôt qu'aux emplois et s'assurer que les anxiétés liées aux transitions soient gérables par les gens. Les travaux d'Alexandra Roulet (INSEAD) par exemple suggèrent que les pertes d'emploi au Danemark où le système d'assurance sociale et de réinsertion est très développé n'ont pas les effets néfastes sur la santé physique ou mentale qu'elles ont aux États Unis où la protection sociale est minimale. Nous devons aussi avoir à l'esprit qu'il est faux de penser que la robotisation conduise forcément à des pertes d'emplois. Aghion, Antonin, Bunel et Jaravel (2020)¹ montrent que dans le secteur manufacturier une automatisation des tâches a conduit à une baisse des prix, une augmentation des ventes et de l'emploi, y compris pour les moins qualifiés. Ils attribuent cet effet à un gain de part de marché par rapport à des producteurs étrangers. Donc, dans certains cas, taxer les robots pourraient induire des pertes d'emploi.

À ce stade, nous devons nous demander quelles sont les politiques publiques qui pourraient faciliter l'innovation et la structuration de filières industrielles. Première piste : l'éducation et la recherche. Dans le monde, les personnes doivent désormais changer d'emploi plus souvent et le capital humain est de plus en plus important. Or, les données de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) montrent que la France est très mal placée en termes de compétences de base, y compris sur la lecture et le calcul pour les adultes. Que peuvent faire l'État, les universités, les écoles et le secteur privé pour changer cela ? Par ailleurs, pour améliorer le lien entre recherche fondamentale et industrie, le modèle de la DARPA (*Defense Advanced Research Projects Agency*) américaine est-il le bon ? Est-il transposable ?

Deuxième piste : la fiscalité. A-t-on besoin de remodeler notre structure fiscale, les impôts de production étant par exemple toujours élevés, ou d'améliorer notre production sociale pour mieux protéger les individus et moins les emplois du passé ?

¹ [What are the Labor and Product Market Effects of Automation? New Evidence from France](#)

Troisième piste : faut-il transformer profondément le dialogue et les rapports entre les syndicats de travailleurs et les chefs d'entreprise pour améliorer la confiance entre les concitoyens ? Les Français sont toujours une anomalie du point de vue de la confiance dans le domaine international, et il faut comprendre que l'adoption de nouvelles technologies va rendre ce problème de confiance encore plus important. Dernière piste, c'est peut être le manque d'intégration du marché européen dans des domaines clés comme les services et le digital qui plombe notre compétitivité.

Surtout, nous pouvons peut-être nous accorder sur le fait qu'une réponse populiste à ces sujets importants ne fait qu'empirer les choses, d'un point de vue économique et sociétal comme le montrent avec des données historiques Funke, Schularick and Trebesch (2021)² et qu'il est par conséquent important d'agir. Si nous voulons être concret quelle proposition prioritaire faites-vous ?

Synthèse

L'énergie est à la fois une industrie en soi et un catalyseur pour de nombreuses industries, affirme Jean-Bernard Lévy. En effet, le contenu en emploi industriel, comme pour les éoliennes en mer, est très important, de même que la facture énergétique est un élément significatif du coût de revient des industries. Cela ne fait aucun doute, la priorité qui est mise aujourd'hui sur le réchauffement climatique apportera des perspectives considérables, et il revient à l'Europe de définir les écosystèmes qui permettront aux acteurs français et européens de se développer. Le projet de mise en œuvre du *Green New Deal* européen est alors fortement attendu. Il sera fondamental de considérer la formation et la pédagogie autour de l'industrie pour la définition d'un écosystème futur, des progrès devant être fournis afin que les populations perçoivent de manière plus positive les usines, mais également afin d'être davantage attractifs, notamment pour les femmes.

Une condition nécessaire pour que la France se réindustrialise serait par ailleurs de réexaminer l'ensemble du dispositif sur la fiscalité, qui représente aujourd'hui un frein à l'investissement. De plus, la lenteur de prise de décision du gouvernement, sur le nucléaire par exemple, favorise une perte de compétence des filières.

² [The cost of populism: evidence from history](#)

Pour sa part, Ross McInnes appelle de ses vœux un état jardinier et non pompier pour redevenir stratège : il convient de veiller à ne pas faire une longue liste de mesures « guichet », génératrices de complexité, d'effet d'aubaine et d'injustice. Concernant l'éducation et les difficultés des entreprises à recruter des salariés compétents, l'État a failli en tant que garant de notre système éducatif, et l'Institut Montaigne évalue à 10 milliards d'euros par an le montant à mobiliser pour le système éducatif, en plus de réformes structurelles. Sur l'équilibre financier, les entreprises manquent de fonds propres. Plutôt que des mécanismes complexes pour en créer, il préconise de les reconstituer et de baisser les impôts de production de 40 milliards. De manière à financer de tels montants, il conviendrait d'augmenter soit la durée de cotisations, soit l'âge de départ à la retraite de trois ans. Ces mesures représenteraient une solution économiquement intelligente et socialement juste. Ross McInnes ajoute que « l'on ne guérit pas les plaies en les léchant avec une langue de bois. », comme avait pu le préciser Valéry Giscard d'Estaing.

À ce sujet, Laurent Berger remarque toutefois que le droit du travail ainsi que le dispositif fiscal ont évolué en faveur des entreprises. Si ces mesures peuvent être considérées comme insuffisantes, c'est qu'il ne s'agit pas seulement de réfléchir à ce que peut faire l'État pour la réindustrialisation de la France, mais également à ce que peuvent faire les entreprises.

Les entreprises devraient en effet changer leur regard sur les salariés qui ont 59 ans, si l'âge de la retraite venait à être repoussé, conçoit Ross McInnes. Une carrière doit être planifiée par des mécanismes biseaux.

Laurent Berger rappelle qu'un salarié sur deux qui prend sa retraite n'est déjà plus en emploi au moment de son départ. D'une part, car les entreprises font des plans de départ avant l'âge légal de retraite, ce qui révèle d'un certain cynisme ; et d'autre part car la retraite est considérée comme une forme d'invalidité. Ce sujet doit être traité de manière globale.

Il convient également de réfléchir sur le long terme, souligne Catherine MacGregor. L'énergie étant un catalyseur de la réindustrialisation de la France, il existe un enjeu national à fournir de l'énergie abordable et bas-carbone aux industries pour stimuler leur compétitivité. Il est incontournable d'admettre que les énergies renouvelables joueront un rôle majeur dans un mix décarboné à l'horizon 2050. Cependant, notre pays est en retard sur ce point. Alors, comment accélérer le rythme ? D'une part, la réglementation sur les nouveaux développements doit être

définie. D'autre part, l'acceptabilité citoyenne autour des projets d'énergie renouvelable doit être assurée. Les industriels doivent être exemplaires dans la réalisation de ces projets, instaurer le dialogue avec les citoyens et faire de la pédagogie afin de répondre à tous les arguments, y compris ceux qui leur semblent irrationnels.

Il n'y aura pas de réindustrialisation possible sans transformation digitale de l'industrie, déclare Stéphane Richard. Les opérateurs sont responsables de développer les infrastructures nécessaires et investissent massivement pour le déploiement de la fibre optique qui représente le « chantier du siècle ». En outre, la France peut se réjouir d'être leader en Europe en termes de très haut débit fixe. L'autre sujet fondamental est celui de l'adoption de la 5G par l'industrie. Pour précision, la 5G aurait un potentiel de création de 430 000 emplois nets en France dans les années à venir. Ross McInnes remarque également que la robotisation permet de remplacer les tâches les plus pénibles qui engendrent des TMS (troubles musculo-squelettiques).

Selon Stéphane Richard, trois réflexions doivent alors être menées en priorité. Premièrement, le contrôle des données comme enjeu clé de l'Europe, à l'instar de l'initiative du projet de *cloud* Bleu. Deuxièmement, le développement de la cybersécurité européenne dans un monde numérique. Troisièmement, la révision de l'attitude des États quant à l'allocation des fréquences mobiles, qui est à ce jour une erreur stratégique qui affaiblit le secteur. Concernant le Plan fibre du Gouvernement, qui présente une opportunité pour les opérateurs, il est toutefois important de souligner qu'il n'est possible que grâce à l'implication des territoires et opérateurs privés.

Les relations existantes au sein des entreprises doivent être repensées afin de retrouver une industrie qui fonctionne, observe Laurent Berger. Les pays voisins de la France abordent notamment la question de la stratégie industrielle dans le cadre du dialogue social, et il est possible de constater des évolutions à l'échelle européenne (*Green New Deal*, Socle des droits sociaux, etc.). Le dialogue social doit être renforcé afin de rassurer les salariés quant à la stratégie de l'entreprise, la robotisation et les emplois. De son côté, l'État doit être stratège tout en considérant que la puissance publique ne se résume pas à lui : le rôle des régions en termes de compétences est important. La transition écologique constitue également un levier formidable pour repenser leurs relations. Elle les oblige à réinterroger les modèles productifs dans un premier temps avant de réfléchir à la place du dialogue social dans un deuxième temps.

Concernant la croissance, il est important de se réjouir de la voir repartir. Cependant, il est tout aussi essentiel de se demander comment elle est vécue dans des secteurs dont la reprise est plus difficile, ou des secteurs qui se sont mobilisés pendant la crise et ont besoin de reconnaissance. La reprise, qui doit être planifiée par l'État, doit également être équilibrée par l'implication très active des parties prenantes locales, ajoute Catherine MacGregor.

Hélène Rey constate un consensus des panélistes sur le potentiel de création nette des emplois par les grands chantiers de la robotisation et de la 5G. Elle s'interroge toutefois sur les efforts à fournir pour améliorer la représentation des femmes dans les métiers du numérique, ainsi qu'à la création d'un écosystème favorable au développement des nouvelles technologies en Europe.

Concernant le développement des technologies, Stéphane Richard rappelle que l'Europe n'est pas en reste et peut d'ores et déjà compter sur deux grands équipementiers particulièrement compétitifs. L'enjeu se trouve davantage dans le foisonnement d'innovations possibles et son accessibilité pour les jeunes innovateurs européens. Il croit beaucoup en l'identité européenne pour l'innovation technologique. Au sujet de la formation, il s'agit de renforcer le mouvement de décentralisation des actions de formation déjà existant, ajoute Jean-Bernard Lévy. Les régions devraient être les nouveaux prescripteurs afin de rapprocher les besoins des entreprises et de formation des personnes. En outre, l'État se trouve malgré tout sous la contrainte de l'Europe, ce qui impacte la légitimité de la centralisation, y compris en termes de transition énergétique : une différenciation des politiques énergétiques par région semblerait davantage pertinente.

La souveraineté industrielle est incontestablement nécessaire dans certains domaines, affirme Ross McInnes. Il n'est cependant pas incompatible de concevoir un bon État jardinier et régulateur ainsi qu'un bon État stratège. Si la souveraineté énergétique est essentielle, la souveraineté industrielle doit être absolument équilibrée avec la compétitivité, considère également Catherine MacGregor. D'où l'importance de se concentrer sur les avantages compétitifs et de ne pas essayer de tout faire.

Stéphane Richard remarque pour sa part que la question de la souveraineté fait particulièrement écho à l'enjeu de contrôle des données. Il s'agit d'un enjeu politique dont l'Europe doit prendre conscience, en particulier au regard du Cloud Act qui permet au gouvernement américain de

réquisitionner les hébergeurs de données des États-Unis. Hélène Rey réaffirme en conclusion que l'Europe doit définir sa place dans le contexte géopolitique du numérique.

DES FONDS PROPRES POUR LES ENTREPRISES

COORDINATION Agnès Bénassy-Quéré, Direction Générale du Trésor /
Le Cercle des Économistes

CONTRIBUTIONS Stéphane Boujnah, Euronext
Thomas Buberl, Groupe Axa
Éric Lombard, Groupe Caisse des Dépôts
Patrice Morot, PwC

MODÉRATION Béatrice Mathieu, L'Express

Propos introductifs d'Agnès Bénassy-Quéré, membre en disponibilité du Cercle des économistes

Le constat macro-économique sur l'année 2020, dressé par la Banque de France, indique que la dette brute des entreprises non financières a augmenté en 2020 plus qu'en 2019, mais la dette nette a augmenté moins qu'en 2019. Sur les premiers mois de 2021, la dette nette a baissé.

Plusieurs institutions fournissent un constat micro-économique à date. La Banque de France, qui a pris connaissance de plus de 200 000 bilans, pense que de l'ordre de 6 à 7 % des entreprises pourraient se trouver en difficulté. Une enquête Bpi-Rexecode indique que 5 % des PME-TPE (petites et moyennes entreprises – très petites entreprises) redoutent de ne pas pouvoir rembourser leur PGE (Prêt garanti par l'État). Enfin, les experts-comptables ont observé une hausse moyenne du bénéfice de 2 %, alors que le chiffre d'affaires sur la période avait baissé de 6,5 %. L'année 2020 a connu de nombreux paradoxes.

En ce qui concerne l'épargne des ménages, il existe plusieurs manières de la définir, mais il convient ici d'observer le chiffre de l'épargne brute supplémentaire en 2020 par rapport à 2019, qui est de 100 milliards d'euros. Une partie de cette épargne cumulée et forcée sera dépensée en consommation et va donc revenir dans le compte de résultats des entreprises de cette manière. Le reste restera en épargne, ce qui pose la question de l'allocation de cette épargne et notamment du financement des entreprises.

Le sujet de ces échanges est de voir de quelle manière ouvrir aux ménages les portes, les inciter ou les informer, de l'intérêt qui est le leur à investir une partie de cette épargne supplémentaire dans les fonds propres des entreprises.

Une autre manière d'augmenter les fonds propres est possible par les marges, les bénéfiques et les résultats des entreprises. En sortie de crise, les marges des entreprises seront augmentées par rapport à l'avant-crise, grâce notamment à la baisse des impôts de production.

Avec la loi PACTE (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises), il faut noter une rénovation des produits d'épargne dans le sens d'une meilleure adéquation entre les besoins des ménages et ceux des entreprises. En sortie de crise, la priorité est peut-être moins d'inventer de nouveaux instruments que de faire connaître ceux qui existent déjà, stabiliser le système et favoriser la distribution par les réseaux qui ne sont pas forcément habitués à ces instruments.

Par ailleurs, il n'importe pas forcément d'avoir plus de fonds propres, mais d'avoir un bilan rééquilibré avec un taux d'endettement plus faible. Il est possible de le faire de plusieurs manières. L'une d'elles est de restructurer les dettes. Un accord de place va faciliter une restructuration au cas par cas, notamment pour les PME et les TPE. L'enjeu est de favoriser le rebond des entreprises viables et d'améliorer le bilan pour des entreprises qui ne sont pas véritablement en difficulté, mais dont la capacité d'investissement pourrait être diminuée en sortie de crise.

Synthèse

Les entreprises ne se dirigent pas vers un mur de faillites, rassure Patrice Morot. Le chiffre des procédures collectives des entreprises a été réduit d'environ 40 % en 2020 et de 50 % au premier trimestre 2021. Les soutiens publics qui ont été massifs vont se réduire de manière progressive afin de gérer le nombre d'entreprises qui nécessitent une restructuration pour trouver la solution de rebond. De nouveaux dispositifs apparaissent déjà, comme les prêts participatifs, pour prendre le relais des premiers dispositifs.

Globalement, les entreprises n'ont pas accru massivement leur endettement durant la crise, d'après l'étude de la Banque de France. Il faut plutôt s'attendre à une correction qui va venir traiter les entreprises maintenues de manière artificielle durant la crise, qui vont devoir faire face à deux enjeux majeurs : digérer le surendettement lié aux pertes générées pendant la crise et financer la reprise, alors que les caisses sont plutôt vides. Les entreprises ont donc besoin de ces fonds propres via un vivier d'investisseurs dynamiques.

L'Europe est au rendez-vous d'un moment *equity* qui se dessine, observe

Stéphane Boujnah. Les besoins de fonds propres sont sans précédents ; la demande de fonds propres est abondante, car les investissements en fonds propres offrent des taux supérieurs aux investissements en taux fixes, et les perspectives de croissance soutiennent des valorisations plutôt bonnes. Trois indices sont marquants : le nombre d'introductions en bourse est sans précédent depuis 2015 ; les particuliers sont de retour ; les valorisations restent élevées. Le panorama de la gestion de ces actions est en train de changer. Dans un environnement post-Brexit, le continent européen a l'opportunité d'être un continent de fabricants de grands groupes de finance, d'assurance aux bases nationales en Europe, d'Asset Management et groupes bancaires, des infrastructures de marché.

Les entreprises vont bien et l'épargne est extrêmement abondante, constate Éric Lombard. Mais la difficulté est qu'en France, les entrepreneurs sont réticents à ouvrir leur capital. Reconstituer un capital peut mettre des années, or, il y a urgence. Il faut donc les convaincre. Ce point peut être un accélérateur de croissance.

Les chefs d'entreprise sont réticents à ouvrir davantage leur capital, confirme Patrice Morot. Mais ils ont une compréhension du fait que seuls, sans plus de fonds propres, ils stagnent. Il existe un vrai changement de fond sur ces sujets, et c'est la raison pour laquelle il faut mettre beaucoup plus de capital et de fonds propres sur ces PME (petites et moyennes entreprises) et ETI (entreprises de tailles intermédiaires).

Des facteurs sont rassurants et enthousiasmants, observe Éric Lombard. Les jeunes générations ont une vision plus moderne dans la façon de développer une entreprise.

Il s'agit de passer d'une phase dans laquelle l'État a sauvé de nombreuses entreprises, à une phase de reprise qui nécessite de l'investissement, précise Thomas Buberl. L'assureur est très actif dans l'investissement, plus actif même que quelques banques. Axa a lancé pendant la crise un fonds de 500 millions pour financer les investissements des entreprises. Beaucoup d'entrepreneurs se sont sentis prêts à ouvrir leur capital. Axa a participé également à hauteur de 2 milliards sur les 14 milliards des prêts participatifs pour créer du financement pour les entreprises et a lancé un autre fonds de 500 millions, « Pépites et territoires », pour se focaliser sur les investissements sur place. Ces financements se font par la collecte de l'assurance-vie, contribution des Français pour financer les entreprises et leur tissu local. Il est très important que cette épargne prenne du sens pour les Français. Axa a des produits dédiés qui génèrent des rendements attractifs pour que la proposition de l'assurance-vie reste importante.

Il faut que les règles prudentielles permettent de soutenir ces produits dans l'avenir, car les acteurs privés doivent prendre plus de place dans trois grands sujets à financer : la transition climatique, la santé et la question du numérique, la souveraineté. La France et l'Europe doivent soutenir davantage leurs entreprises qui doivent être compétitives sur le marché mondial.

Le sujet de la transition énergétique est le plus important : des investissements massifs sont nécessaires, informe Éric Lombard. Il y a donc deux impératifs : investir plus et transférer plus de pouvoir d'achat notamment aux salariés. Or, dans l'équilibre économique actuel, cela n'est pas possible, car l'investisseur demande 8 % de rendement, et il n'y a pas assez d'investissement à ce taux d'une part pour équilibrer le partage entre capital et travail, et, d'autre part, pour que la transition écologique se fasse très vite, compte tenu du dernier rapport du GIEC. Le nécessaire ajustement pour rétablir l'équilibre serait que les investisseurs très investis dans la transition écologique et qui ont compris qu'il fallait changer leur modèle en responsabilité sociétale et environnementale, acceptent aussi de changer leur modèle sur le rendement attendu. Certains économistes commencent à défendre cette prise de conscience.

Il est extrêmement important de flécher ces fonds vers les ETI et les PME, parce qu'ils sont le socle du tissu économique des régions, éléments de réponse aux inégalités territoriales et sociales qui ne sont plus acceptables, insiste Patrice Morot. L'exemple de la Suède montre quatre conditions pour y parvenir : des fonds capables d'investir dans de petites structures ; une culture d'investissement et un sujet d'éducation économique et financière pour plus d'investisseurs particuliers ; un écosystème fort, centré et dédié aux PME et ETI ; une incitation fiscale via un livret B, par exemple.

Le passage de 3 % à 6 % de retours des particuliers reflète l'intuition collective chez les ménages que les systèmes de retraite ne sont pas pérennes et qu'il faut les compléter pour ne pas avoir une retraite significativement détériorée, observe Stéphane Boujnah.

Les trois problèmes classiques du retour des particuliers sur les marchés action étaient la fiscalité, la réglementation européenne avec, à l'image de Solvency II, les PRIIPS (*Package retail investment and insurance-based products*) et le fait que l'investissement en action représente beaucoup de travail et est plus compliqué que d'acheter des produits de taux.

Les **brokers** en ligne font un travail extraordinaire, notamment grâce à des applications. Les nouveaux actionnaires individuels, très jeunes (entre 25 et 40 ans), se sont mis à acheter des actions sur les marchés européens, pas uniquement via le numérique, mais également car ils ont acheté des actions de

produits qu'ils utilisent (Google, Apple, Microsoft, etc.). Cette jeune génération ne va pas rentrer facilement sur les objets du financement territorial. Mais cette réalité de l'appétit pour les actions fait que le monde revient à ce qu'était l'épargne des Français avant la Première Guerre Mondiale.

Bpifrance a mis à disposition des réseaux d'épargne, le portefeuille d'investissements d'actions Bpifrance au travers de produits très diversifiés : le succès a été au rendez-vous et cette action va être reconduite, informe Éric Lombard. Les réglementations européennes sont compliquées pour vendre des actions dans les réseaux, mais il faut s'y mettre. En outre, il faut prendre acte du fait que les Français aiment acheter de l'assurance-vie et investir sur le Livret A. La Caisse des dépôts et les assureurs ne peuvent investir en action qu'à mesure que la réglementation le permet. Il s'agit du meilleur investissement à la fois pour les clients et l'économie. Il faudrait donc que la réglementation européenne aligne les intérêts des assurés et des épargnants. Les taux moyens de détention d'actions dans les portefeuilles sont inférieurs aujourd'hui à 10 %. Il y a urgence à aligner les intérêts, et cela porte sur des volumes très importants.

Le système Solvency II, qui définit les règles prudentielles pour le secteur de l'assurance, est en train d'être revu, ce qui est une bonne chose, et la France est un État assez puissant sur ce sujet, juge Thomas Buberl. La question porte sur le fait de changer chaque paramètre ou de se focaliser sur ce qui ne fonctionne pas. La seconde approche semble la plus pragmatique, mais, malheureusement, ce n'est pas celle retenue au niveau européen. Or, il faut que cette révision s'aligne avec les objectifs politiques, à savoir le financement de la transition énergétique. Il convient de rediriger les flux existants. Cela se fait uniquement en changeant les paramètres pour le financement des PME, des ETI et de la transition verte.

Un autre aspect porte sur la nécessité que la confiance revienne. Les gens sont dans l'attente de savoir si la crise est passée. Les risques ont augmenté, mais l'aversion envers les risques également : il faut aider les assurés pour qu'ils puissent participer au financement de l'économie en trouvant de bons produits et opportunités et en alignant la fiscalité. Or, le cadre réglementaire fait que les banques, qui ont été la source principale de financement de ces PME et ETI, se retirent. Les assureurs et gestionnaires d'actifs doivent donc combler ce manque.

En ce qui concerne les affaires nouvelles, 50 % des produits sont des produits unités de compte et 50 % des produits ont une garantie, indique Thomas Buberl. Avec des taux très bas, la garantie n'est pas la meilleure proposition. Il n'est pas compliqué de modifier la fiscalité vers une enveloppe minimale.

La fiscalité simple et macro sur le revenu et la plus-value est une bonne chose, considère Stéphane Boujnah. Le prélèvement forfaitaire universel introduit en 2017 a eu plus d'effets systémiques que toute l'horlogerie fine produit par produit.

Les sujets réglementaires bougent plus de flux que les sujets d'incitation fiscale. Il faut donc prendre un peu de recul et se poser la question en termes d'incitation globale sur la fiscalité du revenu, du capital et de la production.

Il faut garder une fiscalité stable dès lors que cela donne un certain équilibre et est compétitif par rapport aux concurrents, pense Éric Lombard. Le levier fiscal est antinomique de la pédagogie nécessaire. Si, à long terme, l'intérêt des Français est d'investir plus en actions, ce qui est le cas, cet intérêt devrait suffire sans avantage fiscal particulier.

Tout cela fonctionne dans un écosystème d'une industrie de l'investissement dans les fonds propres, explique Stéphane Boujnah. Il est plus compliqué d'investir en action que dans des produits de taux. L'une des raisons pour lesquelles il est compliqué de faire migrer des gestions d'actifs vers les fonds propres, c'est que des tours de main ont disparu, des modèles économiques sur la recherche créent la désincitation à investir ou tuent la rentabilité de la production d'analyse et de recherche sans lesquelles les investisseurs sont aveugles. Des sujets managériaux qu'il ne faut pas sous-estimer se posent quant au fait de trouver les personnes qui vont se plonger sur un segment particulier du marché actions.

Plusieurs points sont à retenir, conclut Agnès Bénassy-Quéré : il n'y aura pas de mur des faillites, et il pourrait s'agir d'un moment *equity* du côté de la demande et des épargnants. Du côté de l'offre, il faut mentionner les résistances à ouvrir le capital, les distorsions liées à la liquidité.

Concernant les solutions, les intervenants ont souligné l'importance de la réglementation, de la protection du consommateur, de la recherche. La fiscalité n'a pas été placée au centre, ce qui est une bonne chose si l'on croit aux vertus de la stabilité fiscale.

Enfin, il faudrait évoquer le rôle des fonds propres dans la transition écologique et le développement de l'économie durable, en informant les épargnants sur les risques afférents, d'où l'importance du *reporting* extra-financier.

AFFRONTER LES DÉFIS DES SECTEURS LES PLUS IMPACTÉS

COORDINATION Alexandra Roulet, Le Cercle des économistes/INSEAD

CONTRIBUTIONS Dominique Carlac'h, MEDEF
Philippe Guillemot, Elior Group
Ardo Hansson, Conseiller économique du Premier
Ministre, République d'Estonie
Didier Kling, CCIP
Marjorie Yang, Esquel Group

MODÉRATION Philippe Mabille, La Tribune

Propos introductifs d'Alexandra Roulet, membre associée du Cercle des économistes

Au cours des 15 mois qui viennent de s'écouler, l'État a joué son rôle et a amorti le choc pour les entreprises des secteurs impactés. Contrairement à ce qu'on aurait pu penser ou anticiper, il y a eu 30 % de faillites en moins en 2020 qu'en 2019, grâce au Fonds de solidarité, au dispositif de chômage partiel, ou aux prêts garantis par l'État. Le secteur d'activité était très peu prédictif du risque de faillite ; les entreprises qui ont le plus subi les conséquences négatives des restrictions sanitaires et de la pandémie n'ont pas mis la clé sous la porte grâce au soutien de l'État.

Qu'est-ce qui nous attend dans les 15 mois à venir ? Se pose la question du désengagement de l'État ; on observe un consensus chez les économistes pour dire qu'il ne faut pas aller trop vite, comme on a pu le faire en 2008 et 2009 où l'on est revenu à l'austérité assez rapidement, avec des conséquences négatives sur la zone euro. Cependant, il est nécessaire d'affronter cette question de la dette et du désengagement. Se pose aussi la question évidente et importante des dettes privées, des dettes des entreprises ; en effet, si les entreprises ont peu fait faillite, c'est souvent au prix d'un endettement très massif, sans précédent, et la question des restructurations de dette va se poser avec beaucoup d'acuité dans les mois à venir. Voici donc un premier point de vue sur les politiques publiques.

Quelles sont les conséquences sociales et environnementales de cette pandémie

sur les secteurs impactés ? Sur le plan social, la pandémie a eu des effets très négatifs, elle a fait basculer beaucoup de gens dans la précarité, notamment les jeunes, mais elle a quand même eu une conséquence positive, inattendue, à savoir la pression à la hausse sur les bas salaires dans certains secteurs impactés, comme la restauration. C'est notamment le cas aux États-Unis, où les bas salaires stagnaient depuis des décennies, ce qui posait un vrai problème. Les hauts salaires s'envolaient, mais aucune force de marché ne poussait à la hausse les bas salaires. Que s'est-il passé aux États-Unis dans les secteurs impactés par la pandémie ? Ils n'ont pas utilisé le chômage partiel, mais ont licencié les salariés lorsque les restaurants devaient fermer. Maintenant qu'ils essaient de recruter à nouveau, ils ont du mal, ce qui va pousser à la hausse les salaires. Cette question des salaires est l'un des défis des secteurs impactés : comment récupérer la main d'œuvre mise en oisiveté pendant l'année écoulée ?

Concernant l'aspect environnemental, les secteurs impactés sont hétérogènes. Pour la plupart des secteurs « loisirs, restauration », il est vraisemblable qu'un retour à la normale s'annonce ; les gens n'auront pas changé si fondamentalement leur mode de consommation, ils vont encore avoir envie d'aller au cinéma, au spectacle, au restaurant. En ce qui concerne le transport aérien, les voyages d'affaires, un changement un peu plus pérenne semble s'être installé. Nous avons pris conscience que nous pouvions travailler efficacement sans nous déplacer autant. Et comme cela interagit avec cette problématique environnementale qui implique la réduction de nos déplacements, les défis sont vraiment majeurs. Ces défis, certes, peuvent être vus sous un aspect positif parce que nous avons vu que nous pouvions être plus efficaces qu'on ne le pensait, en nous déplaçant moins et en réduisant les émissions, mais évidemment, pour les secteurs concernés, ce sont des défis très importants.

Synthèse

Les défis sont de plusieurs natures, souligne Philippe Mabilie. Tout le monde n'est pas vacciné, la crise est toujours latente et plusieurs secteurs sont directement impactés par la sortie des aides publiques.

La stratégie du « quoi qu'il en coûte » était un impératif catégorique, note Dominique Carlac'h. Le choix a dû se faire entre une augmentation du déficit public et de l'endettement – avec des taux d'intérêt négatifs – et des faillites et des licenciements sans précédent. L'État a choisi le bon sens, et le MEDEF s'en félicite. Néanmoins, la stratégie du débranchement est elle aussi impérieuse. En effet, une économie d'entrepreneurs sous perfusion de subventions ou d'aides ne crée pas de valeur à long terme. Par ailleurs, le rythme d'accroissement de la

dette n'est pas soutenable sur le long terme. L'économie doit donc reprendre le plus normalement possible, avec une stratégie de débranchement progressive et variable, certains secteurs étant plus impactés que d'autres. Pour que cette reprise réussisse, le MEDEF estime que les mesures de plan de relance doivent concerner toute l'industrie de services et toute l'industrie événementielle, faute de quoi la France perdra son indépendance et sa capacité à pouvoir concevoir, et donc à produire et à consommer.

Les services seraient par conséquent l'une des clés de sortie de crise. Elix Group, qui emploie 110 000 personnes dans le monde, dont 45 000 dans des métiers de restauration collective et de propreté, a perdu 70 % de son chiffre d'affaires durant le premier confinement, informe Philippe Guillemot. Il a survécu grâce à des aides d'État extrêmement efficaces et grâce à l'engagement exemplaire de ses équipes qui ont su trouver des solutions face à tous les défis qui se sont posés.

Les services représentent 80 % de la valeur ajoutée en France aujourd'hui, 3 emplois sur 4 et 9 emplois féminins sur 10. Ils sont le chemin le plus court entre un acte de consommation et un emploi localisé, souvent non délocalisable. Ces emplois sont souvent ceux qui donnent accès au marché du travail.

Pour Philippe Guillemot, il existe trois conditions à la relance. D'abord, la relance doit passer par un soutien massif à l'essor de nouveaux services en France. Ensuite, il n'y aura pas de relance réussie sans un vrai choc de solidarité. Pour sortir de la pandémie, il est indispensable de donner accès au vaccin aux pays pauvres. Par ailleurs, à l'aube d'une quatrième vague, on peut valablement se poser la question de la vaccination obligatoire, au vu de la destruction d'emplois qu'entraînent les restrictions sanitaires. Enfin, il est impératif de se préoccuper de ceux qui ont été le plus impactés, en particulier la jeune génération qui est aujourd'hui aux portes du marché du travail. Enfin, il n'y aura pas de relance durable sans une profonde remise en cause, ni sans une accélération de la transformation de tous les secteurs, qu'ils aient bénéficié ou qu'ils aient été affectés par la crise. Tous les défis présents avant la pandémie le sont toujours : réchauffement climatique, pollution des océans par le plastique, augmentation de l'obésité dans le monde... Les entreprises devront être autant jugées sur leurs critères financiers que sur leurs critères extra-financiers et donc sur leur contribution à relever ces défis.

Peut-on espérer encore un redémarrage ?

La Chambre de Commerce, en tant qu'observateur de ses 800 000 entreprises adhérentes, estime que le monde d'après va subir de très fortes évolutions, en raison de la crise ; Didier Kling indique que, par exemple, le développement

du tourisme d'affaires va certainement ralentir. A ce ralentissement s'ajoutera l'accélération très forte de la transition écologique. La réponse pour les compagnies d'aviation est dans l'innovation, dans la technologie. En tant qu'acteur du secteur de l'événementiel, la Chambre de Commerce doit s'adapter ; il est très probable que les réunions hybrides vont persister, la plupart des gens préférant se rendre sur place et se retrouver. Avec la crise, le télétravail s'est également développé ; selon certaines études économiques récentes, cela accroît la productivité, ce qui est un avantage, mais cela peut avoir des inconvénients (distance du salarié). Des études montrent qu'en Île-de-France, 40 à 45 % des travaux peuvent être télétravaillés. Néanmoins, cela reste compliqué dans les secteurs liés à l'innovation technologique et à la créativité.

Le fait de revenir à la normalité, d'avoir ce type d'interactions semi-physiques donne une note d'espoir, estime Ardo Hansson. Les activités reprennent en Estonie ; les banques ont soutenu l'économie avec succès, car elles étaient beaucoup plus solvables qu'il y a 12 ans. Le défi pour les gouvernements qui essaient de soutenir les entreprises a d'abord été la liquidité, puis la solvabilité. Les entreprises ont besoin de capital, leur accorder plus de dette n'est pas une solution. Si un secteur est considéré comme stratégique, le gouvernement va trouver des solutions. C'est cependant beaucoup plus délicat pour les petites et moyennes entreprises, qui ont bénéficié de subventions.

La crise de la Covid-19 a poussé Esquel Group à transformer en forces d'optimisation les forces destructives que représentent la numérisation, la technologie et l'intelligence artificielle, informe Marjorie Yang. Esquel Group est devenu beaucoup plus efficace grâce à la numérisation qui lui a permis de mieux comprendre les consommateurs et d'augmenter son activité OEM (*Original Equipment Manufacturer*). Par ailleurs, cette crise a aidé le groupe à faire le pas pour adopter le bien-être comme étant un avantage compétitif. Enfin, la transformation la plus importante est la façon de mesurer le succès des entreprises. La durabilité et le bien-être des personnes sont les métriques les plus importantes pour mesurer le succès des entreprises.

De ce fait, n'y a-t-il pas un sujet de revalorisation des métiers de la restauration et de l'hôtellerie ? interroge Philippe Mabile.

Dans le secteur de la restauration, 110 000 emplois environ ne sont pas pourvus, informe Didier Kling. Ce sont des métiers très exigeants, avec des horaires compliqués ; il est donc en effet nécessaire de renforcer leur attractivité.

Le risque d'entreprises « zombies » existe : les banques ne risquent-elles pas de se retrouver en première ligne face aux entreprises les plus en difficulté ?

Dominique Carlac'h rappelle que les aides sont de plusieurs natures. Le plan de soutien compense. Le plan de transformation accélère une révolution schumpétérienne ; il va falloir accepter les transformations, les accompagner, accompagner ceux qui transforment, et ce en prévoyant le risque d'une prochaine pandémie.

Entre ne pas soutenir assez les entreprises et donc risquer une faillite des entreprises productives, ou les soutenir trop et maintenir sous perfusion des entreprises non productives, le premier risque était plus grave et aurait eu des conséquences plus durables, explique Alexandra Roulet. Il ne faut donc pas avoir peur d'avoir mis sous perfusion des entreprises « zombies ».

Par ailleurs, il faut s'attendre à un effet de rattrapage qui ne sera pas forcément un échec de la politique économique, mais qui sera normal. Après avoir permis aux entreprises de survivre pendant la pandémie, le processus schumpétérien traditionnel reprendra son cours.

Cette crise a permis de prendre conscience du rôle de l'État ou des collectivités locales, souligne Didier Kling. Progressivement, l'État s'était retiré de son rôle économique pour se recentrer sur ses fonctions régaliennes ; il a reconnu qu'il n'avait pas été très efficace dans ce domaine. Mais à l'occasion de la crise, l'État retrouve un peu son rôle d'État « stratège » (mise en place de « l'Airbus des batteries », politique de relocalisation pour certaines activités stratégiques, etc.). Il ne doit pas pour autant devenir un État administratif qui ne serait plus dans son rôle, qui ferait perdre à la machine économique son dynamisme et son efficacité.

Allons-nous alors vers de nouveaux métiers ? Allons-nous assister à une transformation de nos lieux de travail, de nos façons de vivre et de nos métiers, demande Philippe Mabilie.

Les mentalités évoluent parmi les étudiants, note Didier Kling. Il y a une vingtaine d'années, leur ambition était de devenir à terme le patron d'une grande société du CAC40. Aujourd'hui, la moitié d'entre eux veut créer son entreprise, dans le domaine de la santé ou de la mobilité.

Elior Group est capable de produire des repas à des prix extrêmement modiques, sains, et sait comment les distribuer aux collectivités territoriales, fait remarquer Philippe Guillemot. C'est une solution pour gérer la précarité alimentaire, et cela permet en outre de créer des emplois. Flécher l'argent public vers cette entreprise permettrait de donner du travail à ses salariés et ainsi de résoudre de vrais problèmes de société. De même, avec le vieillissement de la population, Elior Group a la possibilité de créer de nombreux services, qui

donneront du travail à des gens qui n'en ont pas.

Les aides de l'État vont-elles devoir durer plus longtemps qu'on ne le pense ? Faut-il maintenir des aides dans ces secteurs ciblés ? questionne Philippe Mabile.

Dominique Carlac'h concède qu'une dose de keynésianisme est nécessaire pour les populations en situations les plus précaires et les jeunes, mais, pour le reste, l'accompagnement de l'offre est indispensable. Le plan de transformation s'appuie sur un triptyque : numérisation, verdissement, et formation. Certains métiers sont en déclin, sont moins attractifs. D'autres sont en développement. Ceux qui sont déjà sur le marché de l'emploi mais qui ne veulent plus faire ce qu'ils faisaient avant doivent se reconverter. Les jeunes, quant à eux, doivent pouvoir accéder à de nouveaux métiers.

La formation aux nouveaux métiers est la clé, mais le problème est la mise en pratique, note Alexandra Roulet. La reconversion des personnes d'âge plus mûr est difficile, notamment chez les moins qualifiés qui ont travaillé pendant 20 ans dans un autre secteur.

Les entreprises ont besoin de plus de subventions, non seulement pour être sauvées mais aussi pour aider la main d'œuvre à se transformer et aller vers de nouveaux emplois, souligne Philippe Mabile.

Ardo Hansson se dit préoccupé par la « zombification », en raison de la nature du choc, qui n'est pas arrivé à cause d'une faiblesse fondamentale dans le monde économique. Beaucoup de secteurs sont en difficulté. Le plus important est de pouvoir repartir dans l'autre sens très rapidement, grâce notamment à un soutien fiscal.

La numérisation entraîne-t-elle moins de bons emplois pour les jeunes ? demande Philippe Mabile.

Pour Marjorie Yang, il est important d'encourager les jeunes à innover. Les dirigeants des entreprises doivent avoir une croissance plus inclusive, et donner confiance aux ouvriers plus âgés dans l'utilisation des nouvelles technologies. Par ailleurs, il faut faire en sorte que les emplois correspondent aux personnes qui ont besoin de travailler.

La quatrième vague qui se profile ne risque-t-elle pas d'entraîner une tension très forte entre les vaccinés et les non-vaccinés ?

Dans le secteur événementiel, on ne peut participer à un salon ou à un congrès qu'à la condition de respecter un certain nombre de règles sanitaires, souligne

Didier Kling. La préoccupation première de la CCIP est de respecter la santé des collaborateurs, des visiteurs et des professionnels.

Pour Dominique Carlac'h, les tensions sont déjà là, dans les entreprises, entre ceux qui sont vaccinés et ceux qui ne souhaitent pas se vacciner. Et paradoxalement, ce sont ceux qui ne souhaitent pas être vaccinés qui sont les plus exigeants sur les protocoles sanitaires. Il faut, dans le cadre du dialogue social, arriver à leur faire comprendre que pour vivre le plus normalement possible il faut une vaccination massive. C'est ce que le MEDEF demandera au gouvernement.

Le choix se fera entre deux tensions : celle sur la vaccination ou celle sur les dégâts que cela fait sur l'emploi, ajoute Philippe Guillemot.

Jusque-là, la pandémie a été plutôt relativement bien gérée, se sont accordés à dire les intervenants. Mais des défis sont à venir, à la fois du fait de l'éventuelle quatrième vague, à la fois parce que ces défis existaient avant la Covid-19, qui n'a fait que les révéler et, dans une certaine mesure, accélérer de façon positive. Le dernier vrai défi est celui de la prochaine crise : serons-nous prêts pour affronter la prochaine crise, qu'elle soit de nature sanitaire ou autre ?

INVESTIR DANS LES INFRASTRUCTURES PRIORITAIRES

COORDINATION Akiko Suwa-Eisenmann, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS António Costa Silva, Partex Oil and Gas Group
Thierry Déau, Meridiam
Marie-Ange Debon, Keolis
Hervé Montjotin, Socotec
David Parlongue, Boston Consulting Group

MODÉRATION Anne de Guigné, Le Figaro

Propos introductifs d'Akiko Suwa-Eisenmann, membre du Cercle des économistes

Les investissements publics en France, c'est 100 milliards d'euros par an, soit 4,3% du PIB, plus qu'en Allemagne ou que la moyenne des pays de l'UE. Le Plan de relance français, de 100 milliards d'euros, fait le pari de l'investissement, alors que l'Allemagne, dans son propre plan, met l'accent sur la consommation. Aux États-Unis, le plan sur les infrastructures, accepté par les deux Chambres, est de l'ordre de 1 000 milliards d'euros et s'ajoute aux presque 1 600 milliards d'euros votés en mars et destinés aux ménages.

Des sommes énormes, une opportunité sans précédent, mais tout cela comporte aussi des risques. Comment utiliser ces fonds à bon escient, résister au mirage du « toujours plus » et ne pas créer des « éléphants blancs » : qui n'a pas en tête des autoroutes vides ou des ponts majestueux qui débouchent sur une route toute petite ? Préparer les infrastructures de demain, oui mais dans quel but et pour qui ? Nous pouvons avancer trois points.

D'abord, investir dans les infrastructures pour la relance de l'économie. Cependant, l'effet à court terme de l'investissement dans les infrastructures sur l'emploi et la production est sans doute moindre qu'une relance par la consommation.

Ensuite, à long terme mais avec une urgence qui devient pressante, il s'agit de lancer la transition écologique. En France (qui représente 1% des émissions mondiales de gaz à effet de serre), le transport est à l'origine de 30% des

émissions de gaz à effet de serre, soit plus que l'industrie (26%), l'agriculture (19% dont la moitié est due à l'élevage bovin) ou l'énergie (11%)¹. Les voitures des particuliers polluent plus que les autres modes de transport sur le territoire national, poids lourds compris. Pour respecter l'Accord de Paris sur le climat, il faudrait un effort équivalent au premier confinement poursuivi pendant 30 ans. Le Plan de relance répond à ce défi, en développant des moyens de transports plus verts : le vélo, les voitures électriques avec le déploiement des bornes de recharge, les transports en commun, le ferroviaire (notamment le fret), les voies fluviales.

Enfin, pour préparer les infrastructures de demain, il ne s'agit pas uniquement d'augmenter l'offre, il faut aussi s'intéresser à la demande. Or, l'année qui s'est déroulée sous le signe de la pandémie a rebattu les cartes. Le confinement a pointé le rôle essentiel des travailleurs de première ligne, obligés de venir occuper leur poste, mais éloignés des centres-villes par manque de logement abordable et devant prendre leur voiture, faute de transports en commun. Parallèlement, les achats sur internet ont explosé : Amazon France a doublé de volume en deux ans et compte livrer 400 millions de paquets en 2021. En outre, le télétravail va sans doute inciter plus de gens qui le peuvent à s'éloigner des centres-villes, ce qui implique des allers-retours fréquents au bureau.

Il s'agit donc de réfléchir à l'aménagement du territoire en s'adaptant à l'évolution de la demande. Il serait important d'avoir aussi un critère de justice sociale : comment adapter les infrastructures aux besoins des ménages modestes ?

Synthèse

Il existe trois critères pour apprécier les forces et faiblesses des infrastructures françaises, explique David Parlongue : d'abord, la qualité du service apporté aux usagers. Ensuite, le fait d'être un activateur de transition ; les infrastructures ne sont pas seulement là pour répondre à un besoin, elles sont là aussi pour accompagner la transition de leurs usagers (développement des mobilités vertes, digitalisation des entreprises). Enfin, sa résilience ; une infrastructure, par définition, bénéficie à une pluralité d'acteurs, ce qui peut être une zone de faiblesse d'une économie importante ou au contraire une zone de force. Les infrastructures ont un rôle très important à jouer en matière d'amélioration de la résilience des économies.

¹ Données issues du CITEPA (Centre interprofessionnel technique d'études de la pollution atmosphérique), 2019

Sous ces trois angles, trois types d'infrastructures peuvent être définis :

- Des zones de forces ; par exemple, un réseau électrique de qualité, qui répond aux besoins des usagers et qui, en cela, participe à l'aménagement du territoire, et donne accès à une énergie de qualité peu chère, qui accompagne les trajectoires de décarbonation.
- Des zones de faiblesses ; par exemple l'intermodal. Le réseau ferroviaire français sert très bien les usagers mais moins les entreprises, en raison d'un choix historique de privilégier le transport de passagers par rapport au fret. Pousser le ferroviaire est un élément important pour réduire l'empreinte carbone des entreprises françaises. Par ailleurs, les infrastructures de connexion entre les ports et le train sont bien inférieures à ce qui existe dans d'autres pays.
- Les challenges des infrastructures de demain ; par exemple les infrastructures de recharge électrique. La France vise 10 millions de véhicules électriques en 2030, soit 1 million de bornes de recharge ; or, il n'en existe que 30 000 aujourd'hui. L'enjeu, selon le BCG, est la réduction de 30 millions de tonnes de CO₂ par an.

Les investissements dans les plans de relance, et les fonds privés à investir dans ces grandes transitions, sont importants. Cependant, dans le plan français, 10 milliards seulement sont prévus pour les infrastructures. La réussite dépendra d'une très bonne collaboration public-privé.

Pour le fret, il n'y a pas de solution miracle, note Thierry Déau, mais il existe néanmoins plusieurs solutions de mobilité. En France, on ne s'est jamais posé la question en amont de la trace carbone du fret et de la logistique. La logistique dans son ensemble est un élément fondamental de l'efficacité de nos économies et fait partie des objectifs de développement durable. Il faut arrêter d'opposer fret et passagers. Il faut être souple et ne pas exclure des solutions, y compris l'innovation numérique, avec un objectif clair qui est l'efficacité de la logistique mais aussi la baisse des émissions de carbone.

L'explosion de la consommation internet appelle une flexibilité de la logistique totalement inouïe, rappelle Hervé Montjotin ; la valeur première du transport routier est sa flexibilité. C'est un secteur infiniment flexible de par la manière dont son capital est structuré et de par les caractéristiques de ce qu'est un véhicule. Il est donc nécessaire de travailler beaucoup sur l'empreinte carbone du véhicule. Le rapport fret ferroviaire - fret routier ne sera pas différent dans 20 ans en France, craint Hervé Montjotin qui souligne une part de responsabilité de l'opérateur SNCF. Les citoyens doivent assumer leurs contradictions ; ils

souhaitent à la fois recevoir leurs colis en bas de chez eux et quelque chose de plus vert. Cela peut être conciliable, mais seulement en investissant beaucoup plus sur les alternatives au thermique.

L'explosion des volumes du e-commerce montre la limite du raisonnement prospectif. Personne n'avait prévu cela ; il faut rester humble et pragmatique. Les raisonnements spéculatifs sur l'après-crise de la Covid-19 doivent être pris avec prudence ; il faut plutôt travailler sur ce qui existe déjà, en augmentant les tuyaux et en les rendant plus vertueux par rapport aux objectifs 2030.

Comment concilier l'aménagement du territoire avec la transition énergétique, interroge Akiko Suwa-Eisenmann ?

Les transports collectifs ne ressemblent absolument pas à un « éléphant blanc », souligne Marie-Ange Debon. Au contraire, en matière environnementale, ils sont les seuls à cocher la case de la transition énergétique. Certes, 30 % des émissions de gaz à effet de serre proviennent du transport, mais il s'agit à 95 % du transport routier. Pour réussir cette mutation en termes de transition énergétique, il faut investir davantage dans les transports collectifs. L'aménagement du territoire est le seul moyen qui permet d'éviter deux écueils : la congestion et l'enclavement.

Il n'existe que deux moyens de financer les infrastructures : le tarif ou l'impôt. Il s'agit de définir le bon équilibre entre le tarif, qui touche l'utilisateur, et la solidarité, que touche l'impôt. En France, les pouvoirs publics ne sont pas toujours clairs sur cette question du financement des infrastructures.

L'infrastructure de la ligne 14 développée à Saint-Ouen a augmenté le prix de l'immobilier, mais la RATP n'en a pas bénéficié. La troisième voie n'est-elle pas d'utiliser l'immobilier pour essayer de rentabiliser l'infrastructure avec l'augmentation de la valeur vénale ? Quelles sont les voies alternatives ? interroge un participant.

Cette troisième voie est l'impôt sur une catégorie particulière de bénéficiaires, fait observer Marie-Ange Debon. De fait, le transport public et les collectivités locales sont financés par un mixte d'impôts. Le versement mobilité, qui pèse sur les entreprises, et que certains – dont le MEDEF – voudraient réduire, est un impôt qui finance le transport public. Certes, on peut imaginer de créer une ressource additionnelle d'impôts à partir de l'immobilier qui a gagné de la valeur grâce aux infrastructures, mais on en revient toujours à cette alternative : quel est le degré de solidarité, quel est le degré de tarif ? Sachant que, bien évidemment, l'utilisateur doit avoir la compréhension du service qui lui est apporté. Les décideurs publics doivent avoir cette alternative à travailler en permanence.

La crise sanitaire nous a mis devant un énorme défi pour l'avenir, souligne António Costa Silva : réfléchir aux infrastructures, qu'elles soient physiques ou numériques. On observe un mouvement vers l'économie intangible, ce qui doit être pris en compte dans la réflexion lorsque l'on analyse les investissements dans les infrastructures. Il faut être certain que les investissements soient productifs en ce qui concerne le fonctionnement économique du pays. Ils doivent également être alignés avec les efforts d'aménagement du territoire, avec la situation économique et la compétitivité du pays. Par exemple, au Portugal, le réseau ferroviaire électrique permettra de renforcer les capitaux régionaux. Les ports, quant à eux, sont en cours de réorganisation. Sines, l'un des plus grands ports en eaux profondes en Europe, investit dans l'hydrogène, élément important pour la transition énergétique. Par ailleurs, un câble sous-marin électrique de 11 000 km fait le lien entre le Portugal et le Cap, un autre avec le Brésil. Ainsi, l'économie portugaise est au centre de l'internet au niveau international ; les flux de données qui passent dans le pays ont doublé dans les 12 dernières années. C'est important non seulement pour le commerce mais aussi pour l'innovation. Le Portugal compte énormément sur la numérisation. L'impact du cycle de développement des technologies numériques sur l'économie sera dix fois plus important que la révolution industrielle. Un effort majeur doit être entrepris pour mettre en place cette numérisation ; en effet, réussir à placer la numérisation au centre de l'évolution de l'économie portugaise permettra une très bonne configuration des chaînes de production, la mise en place des plateformes électroniques pour le commerce et ainsi la création des entreprises multinationales compétitives au niveau mondial. Le cyberspace va permettre de trouver de nouveaux moyens de développer l'économie.

Les partenariats public-privé ont été au cœur du développement des infrastructures ces dernières années, souligne Akiko Suwa-Eisenmann. Ce fonctionnement va-t-il perdurer ?

Il faut tout d'abord replacer les partenariats public-privé dans leur contribution pour identifier, construire et fabriquer les infrastructures prioritaires de demain, explique Thierry Déau. Les infrastructures capables à la fois de nous amener vers cette économie « net zéro » ou bas-carbone et de remplir les engagements sociaux et sociétaux qui accompagnent l'Accord de Paris pour 2030 sont des infrastructures prioritaires. Cela concerne la mobilité, la transition énergétique, les ressources (eau et énergie), les infrastructures essentielles à caractère social, à la fois la santé, l'éducation, mais aussi le numérique.

On peut décliner les partenariats public-privé à trois niveaux. Le premier

niveau est celui des politiques d'investissement : dans quelles infrastructures concentrer les fonds publics ? En France et en Europe, on a une bonne pratique de la consultation publique ; c'est très important, car cela permet d'éviter les « éléphants blancs ». Il faut un trilogue entre les parties prenantes utilisatrices et voisines de ces infrastructures, le secteur privé, dans sa capacité industrielle et financière, et les pouvoirs publics.

Le deuxième niveau est la fabrication des infrastructures dans lesquelles le privé peut se développer. Le dialogue public-privé et des formes contractuelles de partenariat sont essentielles. Ce n'est pas parce que des centaines de milliards sont annoncés qu'ils vont absolument être utilisés ; ainsi, la fabrication est importante, et nécessite des compétences. Le capital humain est plutôt rare, non seulement au sein du secteur privé, mais surtout au sein du secteur public ; l'union des deux permet de fabriquer ces infrastructures et de les préparer.

Le troisième niveau est le sujet de la qualité des infrastructures, là où une implication de long terme du privé, à la fois dans le financement mais aussi dans les exploitations et l'opération, peut permettre d'assurer cette qualité de service mais aussi l'adaptation, notamment au changement climatique.

En France, il y a une forme de déclin des infrastructures en matière de résilience, note Hervé Montjotin. Cela s'explique probablement parce qu'elle n'a pas très bien choisi entre deux modèles : le modèle britannique conçu dans les années 1990, c'est-à-dire un modèle de délégation forte avec une autorité de régulation extrêmement puissante

, et le modèle allemand qui est plutôt intégré, avec les *Stadtwerke*, les entreprises municipales qui gardent une compétence opérationnelle très forte.

Par différence avec le monde du bâtiment, personne ne sait ce que valent techniquement nos infrastructures. Elles valent d'abord par leur valeur fonctionnelle, elles ne valent rien en dehors de l'utilisation que l'on en fait. Personne ne traque la maintenance qui est réalisée sur les infrastructures. La conséquence de cela, ce sont des espèces de sursauts. Un rapport parlementaire publié il y a deux ans, à la suite de la catastrophe du pont Morandi de Gênes, a indiqué que 10 % des ponts français, en dehors des ponts ferroviaires, sont dits « à risque ». On peut investir plus sobrement dans les infrastructures en étant beaucoup plus rigoureux sur l'état du parc et avec une puissance publique qui, si elle n'a plus les compétences opérationnelles, doit avoir une maîtrise d'ouvrage et un savoir-faire de gestionnaire d'infrastructures beaucoup plus forts qu'aujourd'hui. Quel que soit le modèle choisi, concession ou modèle intégré, il est vital d'avoir un regard indépendant – c'est le rôle du tiers de

confiance – sur l'état des ouvrages d'art. Ce que montre la catastrophe du pont Morandi, c'est que l'exploitant faisait les inspections, il était donc juge et partie. Il en résultait que certaines inspections étaient falsifiées. Avoir entre les mains d'un même acteur le regard de l'exploitant et le regard de l'inspection technique n'est pas un système vertueux, tant pour la sécurité des usagers que pour la sobriété, par rapport à la politique de maintenance.

Ce qui fait le succès d'une infrastructure, précise Marie-Ange Debon, est de définir le besoin intelligent, de structurer son financement, de faire venir des partenaires, de l'exploiter correctement. Il faut aussi, évidemment, un œil extérieur pour la faire vivre dans la durée.

Comment évolue ce chiffre de l'état des ponts ? demande un participant. Comment peut-on financer la maintenance d'une infrastructure qui n'a rien de nouveau ?

Le problème de l'évolution de l'état des infrastructures tient d'une part dans un inventaire qui n'existe pas encore mais qui va se faire et, d'autre part, dans une conséquence de la décentralisation où les moyens n'ont pas suivi, explique Hervé Montjotin. Les ponts ont pour la plupart un certain âge, ils ont été conçus pour des utilisations qui sont assez différentes du trafic actuel ; par ailleurs, il y a un peu de stress thermique qui n'était pas modélisé au départ. Cet inventaire permettra de mettre en place un plan de maintenance, sachant qu'une année de maintenance repoussée amène l'année suivante un surcoût de l'ordre de 25 %. L'adage « Ne pas repousser à demain ce qui doit être fait aujourd'hui » est particulièrement vrai dans le monde des infrastructures et du bâtiment. Les infrastructures, y compris les plus basiques d'entre elles, doivent être résilientes, c'est la moindre des choses que l'on doit aux usagers. Il semble qu'il y a une prise de conscience, et que les moyens commencent à être là. Pour Hervé Montjotin, la réponse systémique est dans une décentralisation plus forte, moyens compris, de ces sujets.

Il n'y a pas de problème de ponts non réparés dans les autoroutes concédées, fait remarquer Thierry Déau. Le maître d'ouvrage propriétaire du pont doit s'occuper de la sécurité parce qu'il s'agit de vie ou de mort. En France, la responsabilité du maître d'ouvrage privé et concédé est totale. Le maître d'ouvrage public doit faire de même.

Quand on parle d'infrastructures, on parle d'objets dont les externalités ne sont pas qu'économiques, ou en tout cas ne bénéficient pas seulement à l'opérateur ou au propriétaire de l'infrastructure, précise David Parlongue. Prioriser une infrastructure, cela n'est jamais regarder uniquement l'approche économique. On peut en effet trouver des priorités, même si le champ d'investissement

est large ; sur les bornes de recharge ou sur l'hydrogène, par exemple, ou en regardant les zones de faiblesse de nos économies en termes de résilience et y investir.

La question est-elle économique ou financière ? s'interroge Thierry Déau. Certaines externalités économiques, en effet, sont positives pour la collectivité et ne sont pas que financières. Il est important de positionner le financier au même niveau que les externalités non financières. Les impacts en matière de bien commun, pour l'économie en général, pour l'accès aux emplois bien payés, pour la biodiversité, etc., sont des critères fondamentaux dans le choix de l'infrastructure. En effet, le temps nous est compté : 2030 et 2050, c'est demain.

La crise a remis en avant la question des inégalités, fait observer Anne de Guigné ; dans quelle mesure les infrastructures peuvent-elles y répondre ?

Keolis est l'opérateur de la Métropole de Lille, où environ 50 % des usagers ont un tarif aménagé, informe Marie-Ange Debon. Grâce au transport collectif, Keolis a la capacité d'offrir un service de mobilité extrêmement réducteur des inégalités. Les infrastructures de transport collectif sont au cœur d'une reprise, si l'on veut qu'elle soit inclusive.

On aura à l'avenir un énorme développement des villes, souligne António Costa Silva. Dans les villes, 75 % des énergies sont responsables de 80 % des émissions de CO₂. Cela devra changer si l'on veut respecter les Accords de Paris. D'autres problèmes devront être réglés dans les villes : le traitement de l'information, la capacité à réguler le flux de personnes, les ressources d'énergie et d'eau. L'Ethernet des objets (équipements qui communiqueront entre eux, *Big Data*, développement du cloud) va changer de façon drastique l'économie. Nous allons gagner en efficacité, réduire notre empreinte ; la technologie, la science et la connaissance vont façonner l'avenir de notre civilisation.

Les infrastructures sont par essence un sujet régalien, mais c'est un sujet qui nécessite beaucoup de coopération, souligne Hervé Montjotin. Dans un monde idéal, la puissance régaliennne se réapproprierait le sujet sous l'angle du capital humain. Beaucoup de solutions vont venir de l'IOT (*Internet Of Things*) pour permettre un monitoring beaucoup plus sûr et des travaux plus sobres autour des infrastructures. La mobilité est un désir incompressible, au cœur de l'économie et de la vie humaine. Il faudra être capable de faire face à cela, tout en s'inscrivant dans les objectifs 2030 en matière de développement durable.

Marie-Ange Debon souhaiterait enchanter les transports publics ; être heureux quand on monte dans un moyen de transport public, parce qu'il est à l'heure,

parce que c'est confortable et qu'il y a une très bonne coordination avec tous les autres modes de transport et la mobilité douce.

L'investissement dans les infrastructures dans le long terme peut et doit nous amener à un monde où l'augmentation des températures serait limitée à 1,5°C, rêve Thierry Déau. Cela doit nous amener à un monde inclusif, à la fois dans nos propres sociétés, mais aussi avec le Sud.

Pour David Parlongue, le monde idéal en matière d'infrastructures est un monde dans lequel le champ des infrastructures s'est élargi : réseau d'électrolyseurs, capacités de vaccins partagées, points de *pick-up* mutualisé dans les villes pour le e-commerce. Cela signifiera que les acteurs économiques ont trouvé d'autres lieux communs dans nos fonctionnements économiques, lieux qu'ils ont envie de partager et qui servent une multiplicité d'acteurs.

FINANCER L'ÉCONOMIE RÉELLE

COORDINATION Bertrand Jacquillat, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS Maya Atig, Fédération bancaire française
Bertrand Dumazi, Groupe Edenred
Virginie Morgon, Eurazeo
Nicolas Namias, Natixis
Olivier Peronnet, Finexsi

MODÉRATION Dominique Seux, Les Echos

Propos introductifs de Bertrand Jacquillat, membre du Cercle des économistes

La finance constitue l'une des branches de la science économique qui a produit le plus d'avancées pendant la seconde moitié du XXI^e siècle, validées par de très nombreux prix Nobel. Pour autant, considérée comme déconnectée de l'économie réelle, comme le sous-entend l'accolement des deux termes dans le titre, la finance a mauvaise presse. Elle a néanmoins un rôle éminent à jouer pour réparer le tissu économique endommagé et faire face aux mutations de la destruction créatrice que la crise sanitaire a provoquée. Car l'État, sorti exsangue de celle-ci, ne peut en aucun cas répondre aux immenses besoins de financement de l'économie française au travers de la dépense publique.

Cette crise sanitaire a eu pour autre conséquence la constitution d'un important excès d'épargne de précaution. Comment faire en sorte que celle-ci, très répandue auprès des Français, dont la préoccupation essentielle est de pouvoir la récupérer intacte et à tout moment, s'oriente vers des investissements à risque dans des entreprises porteuses de croissance ? Michel Didier et l'Institut Rexecode ont imaginé une solution à la fois ingénieuse et très parcimonieuse pour les finances publiques. Selon le schéma envisagé, les épargnants investiraient, jusqu'à un certain plafond, dans des fonds de type private equity créés à cet effet. Ces fonds à vocation générale ou spécialisés (biotechnologies, transition climatique, transition numérique, etc.), auraient une durée de vie moyenne d'environ huit ans, comme il est d'usage dans cette profession, et investiraient en actions de sociétés cotées et non cotées. Mais, et c'est l'originalité de cette innovation financière, l'épargnant pourrait à tout

moment vendre ses parts ou en demander le remboursement à l'exacte valeur à laquelle il les aurait achetées, grâce à une garantie apportée par l'État via une caisse publique créée à cet effet. Techniquement, l'État aurait ainsi donner une option d'achat gratuite à l'épargnant à un prix d'exercice correspondant à la valeur d'origine de la part du fonds, au moment où celui-ci y a investi. Si la valeur de la part du fonds au moment où est exigé son remboursement est inférieure à sa valeur d'origine, l'épargnant récupère le montant de celle-ci. Si la valeur de la part est supérieure à son investissement, l'épargnant bénéficie intégralement de la plus-value. Cerise sur le gâteau, ce schéma serait très probablement bénéficiaire pour l'État, et donc pour le contribuable, grâce aux plus-values dégagées sur les parts rachetées et portées par la caisse publique jusqu'au terme de la durée de vie du fonds. En effet, historiquement les fonds gérés par l'industrie du *private equity* ont eu sur la durée de bonnes performances, en moyenne supérieures à celles des marchés boursiers.

Dans un tel schéma, l'État joue pleinement sa fonction macroéconomique en endossant le rôle d'assureur en dernier ressort de l'épargnant, dans le cadre d'une innovation financière qui, en rapprochant des points de vue divergents, joue un rôle éminent au secours de l'économie réelle.

Synthèse

L'ensemble des crédits et financements affectés à l'économie permettent aujourd'hui de répondre globalement à la totalité des besoins des ménages, des entreprises et de l'État comme le relève Maya Atig. Néanmoins, une part significative des capitaux des épargnants sont orientés vers des investissements qui ne sont pas ceux que l'économie de marché pure et parfaite recommanderait. Ce sont donc les intermédiaires financiers qui orientent ces choix. Une partie plus sophistiquée de l'épargne, patrimoniale, pourrait prendre des risques supérieurs, ce qui ne se produit pas actuellement. Le système bancaire semble de ce point de vue globalement jouer son rôle de manière satisfaisante et tend à s'améliorer.

L'épargne des Français a augmenté dans la période récente de 165 milliards d'euros, comme le rappelle Bertrand Dumazi, tandis que l'endettement des entreprises a augmenté d'environ 200 milliards d'euros et les besoins en fonds propres d'environ 50 milliards d'euros. Les fonds propres internes demeurent le meilleur moyen de financer l'économie, en dégageant du profit pour le réinvestir et développer son entreprise. Une meilleure profitabilité repose en effet sur une amélioration de la compétitivité des coûts tout autant

que sur la croissance des revenus grâce à une plus grande consommation des Français (plutôt que de réaliser une épargne excessive). La mobilisation des 165 milliards d'épargne supplémentaire vers des secteurs de l'économie non délocalisables semblerait de ce point de vue le plus pertinent, et possible grâce à des outils technologiques performants sans recourir à l'impôt.

L'épargne des Français s'est historiquement majoritairement investie dans des fonds en euros comme le rappelle Virginie Morgon, ce qui a permis de financer la dette de l'État sur les 20 dernières années plutôt que l'économie réelle. Mais la période actuelle semble charnière. En effet les fonds euros ne présentent plus de rentabilité (à part si une évolution réglementaire intervient) ce qui peut conduire à accepter une plus grande prise de risque. Par ailleurs, les gouvernements ont fléchi de nombreux capitaux vers l'économie réelle dans le contexte de crise, avec l'aide des compagnies d'assurance notamment et les investisseurs institutionnels. L'enjeu majeur semble dans ce contexte de mieux financer l'économie réelle, de manière engagée, responsable, pérenne, au service de l'emploi et de l'enjeu climatique.

Le contexte de reprise après la crise et d'abondance de liquidités que fait remarquer Nicolas Namias peut conduire soit à financer les actifs existants et induire une forme de survalorisation, soit financer de nouveaux actifs. Ce qui confirme toute l'importance du rôle des intermédiaires qui apportent les financements, comme de celui des porteurs de projets.

Le système bancaire paraît ainsi solide, comme le confirme Olivier Peronnet qui pointe lui aussi un risque de survalorisation de certains actifs. Il pointe également un risque de surchauffe, qui nécessite une grande vigilance pour maintenir la confiance des épargnants et réussir à les convaincre de réaliser certains fléchages (par l'incitation de l'État notamment), pour utiliser plus judicieusement les ressources disponibles. En mobilisant des outils comme le chèque restaurant, comme l'explique Bertrand Dumazi, au service de l'économie réelle, locale.

Le risque de règles de gestion prudentielle de l'épargne qui rendrait beaucoup plus coûteux les investissements vers l'économie réelle (en renchérissant le coût du crédit pour les banques) doit dans ce contexte être pris en compte comme l'explique Maya Atig. Pour sa part, Virginie Morgon remarque au contraire les opportunités d'investissements plus risqués pour les épargnants français (et plus longs) que permet déjà la loi PACTE (Loi relative à la croissance et la transformation des entreprises) notamment par le biais des acteurs de *private equity* français.

Tout cela peut permettre de financer les grandes transitions, écologique, technologique et sociétale, comme l'ajoute Nicolas Namia, en mobilisant des outils comme les KPI, *key performance indicator*, *green bonds* ou *green waiting factor*. Il faut aussi accompagner cette plus grande appétence au risque, sur le plan industriel, réglementaire (en assurance vie par exemple) ou avec une épargne liquide sans risque, pour contribuer à répondre au besoin criant de fonds propres selon Olivier Peronnet. Ce qui place au premier plan le développement de l'éducation au risque.

L'accord semble par ailleurs général pour considérer, tel que le précise Maya Atig, que le financement de la transition énergétique ne manque pas de moyens financiers. Il faut considérer que la priorité est l'intégration de cette dimension par chacun des acteurs et par l'innovation pour ce qui concerne le secteur bancaire, pour faciliter cette affectation des moyens, en corrélant le taux de financement de certains outils aux engagements pris pour la réduction des gaz à effet de serre, comme l'exemple cité par Bertrand Dumazi l'illustre. L'éco-chèque utilisé en Belgique constitue un autre exemple pour contribuer à éduquer et à fléchir des ressources vers des produits ou services écologiques et responsables.

L'orientation des financements vers le champ écologique paraît une évolution positive à Olivier Peronnet, qui incite à se concentrer sur les efforts à produire pour accélérer ce processus en nourrissant la confiance, notamment en disposant des ressources en termes de compétitivité et de recherche nécessaires pour le rendre possible. Ce que confirme Virginie Morgon qui, après avoir rappelé que l'évolution politique aux États-Unis a été décisive pour accélérer cette orientation, souligne l'importance des ressources en termes d'expertise technique, d'anticipation pour réaliser un changement de mix énergétique. Même si elle remarque que l'Europe avait déjà produit des efforts très significatifs en la matière y compris en termes de mesure des impacts et de prise en compte des dimensions extra-financières concernant la gouvernance, la diversité, le rôle des femmes et l'impact sur le climat, tout en étant réaliste sur les délais nécessaires pour concrétiser les transitions.

L'idée d'une option d'achat donnée par l'État pour garantir à chacun de récupérer son argent quand il le souhaite et sans rien perdre pour permettre d'affecter ces sommes à des fonds fléchés dans les domaines déterminés, est alors logiquement évoquée par Bertrand Jacquillat. Dans le même esprit, les financements privés comme les plans de relance publics peuvent contribuer aussi efficacement, dans une forme de partenariat public-privé, à concrétiser ces grandes transitions, comme l'observe Maya Atig, Virginie Morgon et Nicolas Namias, de concert, tout en insistant sur la nécessité de disposer de suffisamment de projets à financer dans ce domaine.

RISQUE ET AUDACE

COORDINATION **Emmanuelle Auriol**, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS **Alexandre Bompard**, Carrefour
Jean-Pierre Clamadieu, Engie
Stéphane Dedeyan, CNP Assurances
Clarisse Kopff, Euler Hermes
Sandrine Lemery, Fonds de réserve pour les retraites

MODÉRATION **Ruth Elkrief**, LCI

Propos introductifs d'Emmanuelle Auriol, membre du Cercle des économistes

Les risques que nous devons prendre pour innover sont des risques pris par des individus. Or, il s'avère que l'Homme est un mélange de prudence et d'audace et que, comme tout ce qui touche à l'humain, le curseur entre risque et audace varie beaucoup. Certaines personnes ont une aversion pour le risque particulièrement forte, tandis que d'autres sont au contraire beaucoup plus audacieuses et entreprenantes.

Comme cela a déjà été évoqué, les vaccins contre la Covid-19 n'ont pas été développés en France mais notamment aux États-Unis par des immigrés, dont beaucoup venaient en réalité d'Europe. Ce n'est pas un hasard, il s'agit de personnes qui partent volontairement de chez elles et qui aiment le risque. Les immigrés sont en effet surreprésentés parmi les entrepreneurs, dans les pays pauvres comme dans les pays riches, mais également parmi ceux qui innovent. À titre d'exemple, un quart des brevets déposés aux États-Unis l'ont été par des immigrés alors qu'ils ne représentent que 12 % ou 13 % de la population du pays.

Depuis de nombreuses années, la France s'est justement fermée à l'immigration, y compris qualifiée, et ce, quoi qu'il puisse être entendu. Notre immigration est très faible en volume, en flux et en stock. Dans la mesure où nous nous sommes fermés, nous ne comptons plus que sur l'immigration issue du regroupement familial que le droit nous impose. La question financière est notamment très importante, des personnes innovantes ayant quitté la France car elles ne trouvaient pas de financement universitaire suffisant.

Il s'agit pour la France de sourire à l'immigration internationale qui serait une façon pour notre pays de retrouver sa place.

Synthèse

Malgré des capacités de formation et de recherche, des capitaux privés, des aides publiques ainsi que de grands groupes privés qui investissent, la France n'est pas parvenue à développer de vaccins contre la Covid-19, observe Alexandre Bompard. Pourquoi ? Il existe de grandes difficultés à faire travailler ces différentes composantes ensemble, dans la mesure où le pays est soumis à un grand fond de suspicion d'une part, et à un formalisme administratif trop important d'autre part. Dans la mesure où la France est un État avant d'être une nation, l'État doit alors jouer un rôle de coordination et de stratège. Il arrive qu'il en soit capable, en témoignent les efforts fournis avec les acteurs privés dans le domaine de l'alimentaire au début de la crise. Cependant, la tendance à l'excès bureaucratique refait inévitablement surface et complexifie les relations entre les parties prenantes.

Pour être optimiste, Jean-Pierre Clamadieu rappelle que 3 milliards d'individus ont été vaccinés à ce jour, les deux tiers avec des vaccins à ARN messager qui n'en étaient encore qu'au stade de la fiction il y a cinq ans. Par ailleurs, la Commission européenne déclarerait prochainement la date d'arrêt de production des véhicules à moteurs thermiques à 2035. L'industrie automobile aura ainsi été transformée en profondeur en seulement 20 ans. Il est important de considérer que la crise offre de belles opportunités de lancer des transformations infiniment plus rapidement qu'en temps normal. Le télétravail et la digitalisation des entreprises sont des exemples frappants de ce que la société est capable de faire. L'Europe et l'État ont leur carte à jouer : l'État doit être stratège et non pompier afin de créer de la confiance, l'Europe doit obtenir l'adhésion à l'innovation, et les objectifs politiques doivent miser sur des projets mobilisateurs européens. L'un de ces projets pourrait être l'hydrogène vert, fluide énergétique qui irriguerait l'Europe en 2035.

Pour reprendre les mots de l'explorateur Jean-Louis Étienne : « Si nous faisons la première moitié du chemin, nous nous apercevons que la vie fait la deuxième moitié pour nous », cite Stéphane Dedeyan. Dans une société qui a de plus en plus d'aversion pour le risque, le chef d'entreprise doit se demander comment créer les conditions de l'audace pour que la première moitié du chemin soit faite. Il s'agit de maintenir la capacité de prise de risque et d'innovation alors même que plus les pays créent de la richesse, plus ils ont tendance à vouloir la protéger. Le danger serait de se replier sur soi tandis que d'autres pays,

qui ont moins à perdre, s'ouvrent. Afin de l'éviter, il est important d'engager la responsabilité personnelle des chefs d'entreprise de défier le statu quo. Les assureurs doivent avoir l'audace de risquer leur bilan pour investir dans des entreprises innovantes, et ce malgré la norme IFRS 17 sur les contrats d'assurance ou encore le régime Solvabilité II. Le métier de l'assureur est d'une part de repousser les limites de l'assurabilité afin que de plus en plus de personnes puissent prendre des risques, et d'autre part de prévenir le risque.

Clarisse Kopff appelle également de ses vœux une certaine prudence quant à une surenchère de bureaucratie et de réglementation. De plus, il est fondamental de libérer les investissements à la fois pour les particuliers afin de les inciter à aller vers des actifs risqués, et pour les institutionnels qui sont aujourd'hui davantage encouragés à fléchir l'épargne collectée vers la dette publique que vers l'innovation. Le chef d'entreprise doit pour sa part libérer l'initiative dans sa propre structure en faisant preuve de flexibilité et en ayant le courage d'embaucher des profils plus technologiques et de donner le droit à l'erreur. Euler Hermes s'attache par exemple à couvrir les créances commerciales de manière à encourager le développement à l'export, qui manque aujourd'hui à la France. Enfin, il existe un enjeu sur la rétention des talents formés en France et en Europe, la réussite individuelle doit cesser d'être connotée et il convient de préserver le système des élites.

La crise sanitaire a donné une leçon de risque et d'audace, souligne Sandrine Lemery. Il est possible d'affirmer que de nombreux scénarios sont possibles pour l'avenir et que chacun doit apprendre à vivre avec. L'innovation est un élément clé incontestable de la croissance à venir : deux tiers de la croissance sont liés à l'innovation depuis 2014, et la France occupe une place intéressante dans le domaine . Si l'Europe dispose des atouts nécessaires pour être en tête, les marchés viennent en revanche à manquer. Comment y remédier ? L'initiative Tibi a par exemple participé à l'accélération d'un écosystème de financement de la tech. Il convient également de cesser de stigmatiser l'échec : il est tout aussi fondamental de prendre des risques que d'être prêt à supporter qu'ils n'aient pas de résultat, pour mieux en tirer les leçons. Dans le cas du fonds de réserve pour les retraites, sans cadre prudentiel trop rigide, il est capable d'investir jusqu'à 60 % en actifs de performance.

Emmanuelle Auriol retient la réalité de la lourdeur administrative exprimée par les panélistes, soulignant que l'administration n'a pas tendance à valoriser le risque ou même concevoir l'erreur à l'échelle de ses administrateurs. La nécessité de compter sur des universités compétitives est également un enjeu de taille qui suppose de réformer le système afin de mieux valoriser les chercheurs. Du point de vue de la prise de risque par le contribuable, elle tient

enfin à rappeler que les centrales électronucléaires EDF ont été financées en partie par l'argent public et qu'elles ont été en surcapacité pendant des années avant d'être un investissement intéressant. Les institutions semblent alors davantage être le problème que les individus.

Au sujet du rôle des assureurs pendant la crise, qui pourraient avoir manqué d'audace et de sens de l'intérêt général comme souligné par le public, Stéphane Dedeyan répond qu'on a appris de la crise. Premièrement, les assureurs ont appris le besoin de faire davantage de pédagogie sur ce qui est assurable ou non. Leur activité est indispensable, et il s'agit de travailler à sa reconnaissance vis-à-vis du public. Deuxièmement, les assureurs peuvent avoir tendance à se réfugier derrière les statistiques pour nier la dimension émotionnelle d'un sinistre, et il est important d'y remédier. Pour sa part, Clarisse Kopff estime que chacun a su jouer son rôle dans la crise afin de protéger les entreprises et l'emploi, en témoigne la diminution de 20 % des défaillances d'entreprises en Europe en 2020.

Le public s'interroge par ailleurs sur les actions d'attaque à l'encontre de la Samaritaine, qui pourraient inciter les entreprises à faire preuve de moins d'audace pour éviter de déclencher une colère populaire. Selon Alexandre Bompard, les risques principaux sont le retour des vieilles rengaines, le déni de réalité et le fait de vouloir prendre son temps. Or, le monde est face à une crise de l'accélération et les puissances concurrentes semblent l'avoir compris. L'audace est aujourd'hui de savoir accélérer et prendre des risques. Les pays n'ont pas d'autre choix que de s'y plier, sous peine de faire face à un phénomène de déclassement au long terme.

Jean-Pierre Clamadieu rejoint le propos : si la France rencontre des difficultés pour développer ses projets d'énergies renouvelables, ses acteurs se mobilisent pourtant afin d'en rappeler l'importance. Il préconise de bannir le terme de « risque zéro » du vocabulaire de manière à retrouver les voies de l'audace. Il est fondamental de réhabiliter le couple rendement-risque, poursuit Stéphane Dedeyan.

L'audace doit être préservée pour la survie de l'humanité. Une première avancée pour les chefs d'entreprise serait de prendre davantage de risque pour les salaires que pour les actionnaires afin de prévenir les explosions sociales. Faire preuve d'audace, c'est être à la hauteur de l'Histoire.

LE DANGER DE LA DETTE

COORDINATION **Jean-Paul Pollin**, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS **László Andor**, Fondation Européenne d'Études Progressistes

Sarah Carlson, Moody's Investors Services, Sovereign Risk

Sharon Donnery, Banque Centrale d'Irlande

François Mallet, Kepler Cheuvreux

MODÉRATION **Pascal Riché**, L'Obs

Propos introductifs de Jean-Paul Pollin, membre du Cercle des économistes

Pour tenter de préciser le danger, commençons par un chiffre. Au cours des quinze dernières années le taux d'endettement public des pays avancés, pris globalement, a augmenté de 50 %. C'est-à-dire que le ratio des dettes publiques de ces pays rapportées au PIB qui était un peu supérieur à 70 % en 2007, devrait être environ de 120 % à la fin de cette année. Le saut est impressionnant. On comprend qu'il puisse inquiéter et conduire à se demander dans quelle mesure il est soutenable.

En fait, l'étude de l'histoire longue des dettes publiques tout comme la grande diversité des taux d'endettement que l'on observe aujourd'hui entre les pays (70% en Allemagne mais 250% au Japon) incite à relativiser le constat. A l'évidence il n'existe pas de chiffre magique, c'est-à-dire pas de taux d'endettement limite à ne pas dépasser ou capable d'annoncer un péril imminent. Ce qui est évidemment rassurant.

On peut également se rassurer en se livrant à des calculs très simples pour apprécier sous quelles conditions il est possible de stabiliser les taux d'endettement actuels. Car ces chiffres montrent qu'avec les taux d'intérêt et de croissance que nous connaissons actuellement cette stabilisation est possible en laissant subsister des déficits publics de 2 à 3 %. On disposerait donc encore d'une marge de manœuvre budgétaire sans entretenir la montée des taux d'endettement.

On peut même se rassurer un peu plus encore en s'intéressant à un indicateur peut être plus pertinent pour mesurer le caractère plus ou moins supportable des dettes publiques : le ratio du service de la dette rapporté au PIB ou au Revenu National. En France, cette mesure de la charge d'intérêt représente moins de 1,5 %, tout comme aux États-Unis et dans la plupart des pays du G7. Or, ce chiffre est faible et, en dépit de l'augmentation des dettes, il est même nettement plus faible que celui qui prévalait dans les années 90 (entre 2,5 et 3,5% dans le cas de la France).

Cela peut paraître étonnant et il n'y a pourtant là aucun mystère. C'est simplement la conséquence de l'orientation ultra-accommodante des politiques monétaires se traduisant par des niveaux extrêmement bas des taux d'intérêt. La charge d'intérêt se trouve ainsi artificiellement réduite, et la dynamique de la dette freinée, mais en dépit de son caractère atypique cette situation va se prolonger quelque temps encore, notamment parce que la durée moyenne des dettes publiques est de l'ordre de 7 à 8 ans. Ce qui implique que les États vont bénéficier de charges d'intérêt anormalement faibles au moins tant que les dettes actuelles n'auront pas été remboursées.

De toutes ces observations émerge l'idée que le danger de la dette n'est pas imminent et que les politiques monétaires peuvent le tenir à distance, mais à l'évidence cela n'aura qu'un temps. Car lorsque la situation économique se normalisera, lorsque se dessinera le plein emploi des capacités productives, les politiques monétaires changeront fatalement d'orientation pour se conformer à leur mandat. Plus précisément, en théorie lorsque l'économie revient à l'équilibre le taux d'intérêt réel (net de l'inflation) doit s'égaliser au taux de croissance de long terme : ce qui impliquerait des taux nominaux de l'ordre de 3 à 4%. Ou, de façon plus concrète, disons que les banques centrales devront relever leurs taux lorsque se révélera un risque d'inflation ou encore un risque d'instabilité financière induit par les conditions anormales de financement et de rémunération de l'épargne.

Dans ce nouveau contexte l'appréciation du poids de la dette va sensiblement changer. Les calculs évoqués précédemment montrent que lorsque le taux d'intérêt est égal au taux de croissance la stabilisation du taux d'endettement nécessite un équilibre du solde budgétaire primaire. Tandis que la charge du service de la dette va progressivement s'alourdir. C'est alors que le « danger de la dette » va se manifester et qu'il faudra trouver des solutions pour y faire face. Or, ces solutions sont potentiellement nombreuses et d'inspirations très diverses de sorte qu'elles ont déjà donné lieu à des débats nourris qui ont parfois manqué de rigueur et de retenue. On a notamment suggéré de cantonner les dettes publiques, ou de s'affranchir du remboursement des

dettes publiques détenues par les banques centrales. Il n'est pas ici question de faire le tour de l'ensemble de ces propositions et encore moins d'en faire la critique. On pourra peut-être revenir sur certaines d'entre elles dans notre discussion à venir. Je voudrais me limiter à évoquer brièvement deux grandes orientations des politiques qui vont s'opposer sans nécessairement s'exclure, mais entre lesquelles il faudra choisir ou du moins trouver un équilibre.

La première de ces orientations consistera à tenter de rétablir aussi vite que possible l'équilibre des finances publiques par augmentation des recettes ou réduction des dépenses publiques. Chacun comprend bien aujourd'hui que l'instauration d'une trop grande rigueur budgétaire est impossible dans l'immédiat, parce qu'elle mettrait en péril la reprise. Mais on peut au moins penser à réduire à court terme les largesses hors normes déployées pour répondre à la crise (en finir avec le « quoi qu'il en coûte »). Tandis que sur le moyen-long terme les partisans de cette orientation vont faire valoir qu'il faut mettre un terme aux déficits budgétaires structurels, ou même dégager des excédents pour compenser l'accumulation des endettements de ces quinze dernières années. De façon à redonner aux États des « espaces budgétaires », c'est-à-dire des marges de manœuvre pour faire face aux chocs inattendus du futur.

La seconde orientation consisterait au contraire à profiter du temps disponible avant la normalisation (le durcissement des conditions de financement) pour positionner les économies convalescentes sur un sentier de croissance plus élevé, plus durable, moins aléatoire. L'idée directrice étant que l'on sortira ainsi de l'espèce de « stagnation séculaire » dont les économies avancées semblent prisonnières depuis le début des années 2000, et que cela les mettra en meilleure position pour faire face aux défis de la transition écologique. Mais cela pourrait aussi leur permettre de consolider leurs finances publiques, plus sûrement que par la rigueur, du fait des ressources complémentaires générées par une croissance plus soutenue. Dans cette perspective il faudrait profiter à la fois des conditions de financement provisoirement très favorables et des opportunités d'investissement dont la crise a révélé la nécessité et le potentiel de réforme des économies : dans la santé, l'éducation, la recherche, les infrastructures, la recomposition de chaînes de valeurs, la transition écologique... Naturellement l'État ne peut être le seul acteur de la mise en œuvre d'une telle stratégie, mais il est vrai que sa place est sans doute essentielle dans l'initiation des investissements évoqués. Parce que ceux-ci comportent de fortes externalités qui expliquent d'ailleurs leur incidence déterminante pour la croissance. Il se peut donc que cette orientation se traduise par un accroissement du déficit budgétaire et de l'endettement public. Mais où est l'erreur si l'investissement public peut faire la preuve de sa rentabilité et s'il est

la condition d'une dynamique de croissance nouvelle ?

Il est probable que les deux orientations que l'on vient de décrire seront utilisées l'une et l'autre, dans des proportions variables selon les pays. La seconde d'entre elles est naturellement plus ambitieuse et plus attractive, car elle suggère une sortie par le haut du piège de la dette. Mais elle est peut-être aussi plus risquée. En tout état de cause elle suppose des ajustements institutionnels pour assurer à la politique budgétaire la souplesse nécessaire. Au plan européen cela implique d'en venir à des règles et à une coordination moins simpliste que celles qui semblent prévaloir aujourd'hui. Or, en ce domaine la crise a ouvert une fenêtre qui devrait rendre possible un rapprochement des points de vue porteur de progrès. Il faut également faire en sorte d'en profiter. C'est aussi un point que nous pourrions aussi aborder lors de notre discussion.

Synthèse

Il est difficile d'établir un niveau à partir duquel la dette devient dangereuse, admet Sarah Carlson. Cela dépend des chiffres constatés dans les finances publiques, mais également de la robustesse de l'économie du pays. S'il dispose d'institutions fortes et d'un taux de croissance assez durable et progressif, il peut soutenir des niveaux de dette plus élevés. Malgré un niveau de dette très haut, la notation des États-Unis est très élevée car le pays dispose de caractéristiques uniques : la taille de son économie, la profondeur de ses marchés financiers, le dollar. L'Europe et la plupart des économies avancées ont accumulé beaucoup de dettes. Cependant, le ratio dette/PIB est atténué par le fait que ces pays ont verrouillé un taux d'intérêt très bas.

La confiance est un élément très important sur les marchés financiers, que l'on parle de dette ou d'actions, confirme François Mallet. Tant que les investisseurs institutionnels ont confiance, il est possible d'estimer que les taux resteront bas pour une certaine période. Cette confiance sur les États repose sur la capacité des gouvernements à bien investir c'est-à-dire à être capables de générer de la croissance. De plus, la coordination entre les actions des banques centrales et des gouvernements est un élément positif qui contribue à la confiance observée aujourd'hui sur les marchés et à celle que peuvent avoir les investisseurs sur la dette des différents États.

En se basant sur son expérience de Vice-Gouverneure de la Banque Centrale d'Irlande, Sharon Donnery confirme que les banques centrales jouent un rôle important lorsqu'il y a des défis à long terme, car la dette pourrait limiter les marges de manœuvre des pays en cas de récession. L'Irlande fait partie

des économies les plus vulnérables aux changements structurels au niveau mondial. Elle doit donc se renforcer afin d'être en capacité de mieux gérer les chocs futurs. L'Irlande, comme d'autres économies, a eu une réponse fiscale très forte face à la crise. Toutefois, ses dépenses publiques étaient temporaires et devaient faire en sorte de minimiser le risque d'inflation. Si le gouvernement doit continuer à soutenir les entreprises et faciliter les restructurations, il doit également commencer à mieux cibler les politiques globales mises en place au début de la pandémie.

Il est inutile d'expliquer que la dette peut s'avérer être un danger, argue László Andor. Le problème de l'Europe n'est pas la taille de la dette mais plutôt le manque de structures financières adaptées pour l'euro. C'est ce qui a créé sa vulnérabilité lors de la crise de la dette il y a dix ans. Ces problèmes n'ont toujours pas été résolus. Le rôle de la dette publique au sein de l'Europe par rapport à la Covid-19 a été de prévenir les risques et cela a amélioré la résilience de l'économie. Sans la pandémie, l'Union européenne n'aurait pas levé collectivement 700 milliards d'euros pour sauver quelques millions d'emplois.

Cependant, il ne servirait strictement à rien d'annuler une partie de la dette détenue par la Banque centrale européenne, assure Jean-Paul Pollin. Aujourd'hui, les États ont la possibilité de s'endetter à des taux d'intérêt négatifs, ce qui leur rapporte de l'argent. De plus, si les banques centrales veulent remonter les taux d'intérêt, elles devront vendre de la dette sur les marchés. Lorsque les taux d'intérêt seront remontés, leurs revenus donneront lieu à des profits qui seront redistribués vers les États. Les dettes roulent et sont renouvelées en permanence à mesure qu'elles arrivent à échéance.

En 1991, la moitié de la dette polonaise a été annulée, rappelle László Andor. Cependant, ce sont des solutions peu orthodoxes. Il n'y a aucune façon de les rendre pérennes ou de les multiplier à l'infini, sinon il faudrait normaliser l'ensemble du système sans avoir à compter sur des mesures aussi exceptionnelles.

Annuler la dette serait une mauvaise chose, estime François Mallet. Cela pourrait créer une période de défiance. Certains investisseurs pourraient craindre d'être perdants. De plus, il y a des actifs importants en face de cette dette. L'Asie – particulièrement la Chine – l'a parfaitement compris. Elle a acheté beaucoup de dettes, ce qui lui a également permis, en aidant les différents États, d'acheter des actifs extrêmement importants (matières premières en Afrique, actifs commerciaux en Europe). Il faut donc faire attention à ce qu'une accumulation de dettes ne conduise pas à des cessions de certains actifs stratégiques.

L'annulation de la dette n'est pas quelque chose qui peut être considéré comme probable, assure Sarah Carlson. Si cela devait arriver, cela soulèverait un problème en termes de recapitalisation des banques centrales nationales. Chez Moody's, l'annulation de la dette a soulevé des questions institutionnelles intéressantes sur la politisation des décisions bancaires et les financements monétaires de la dette. Cependant, les bénéfices et les risques qui pourraient en découler ne sont pas clairs.

La politisation des banques centrales n'est pas quelque chose de positif, confirme László Andor. C'est pour cette raison qu'en 2011, la Banque centrale européenne n'aurait pas dû se mêler de politiques qui ne la regardaient pas. La question clé n'est pas celle de la recapitalisation des banques centrales, mais de créer plus d'espace pour les investissements dans les pays où ceux-ci ont été très faibles pendant très longtemps. Il est important de mettre ensemble toutes les options et de choisir celle qui semble être la plus progressiste.

Il y a seulement quatre façons pour un pays de réduire sa dette, analyse Sarah Carlson. D'abord, il peut créer de l'inflation. En Europe, cela paraît improbable à cause de la crédibilité de la Banque centrale européenne. Ensuite, les taux d'intérêt peuvent aider mais ceux-ci sont déjà assez bas. Enfin, il reste la consolidation fiscale ou la croissance. Les investisseurs ont une opportunité unique. Par exemple, beaucoup de liquidités peuvent être dépensées en Italie. Grâce aux changements constitutionnels, le pays a un *leadership* politique très fort et crédible. Plusieurs facteurs sont donc alignés pour aller plus loin. Des investissements productifs ajoutés à des réformes structurelles macroéconomiques peuvent également permettre aux pays d'avoir une chance de réduire leur dette à travers la croissance.

Il faut travailler sur les dépenses et les investissements ainsi que sur des changements comportementaux pour assurer la transition, confirme Sharon Donnery. La dette est un grand défi. Il faut donc revoir les approches traditionnelles. Il est important de réfléchir à l'adéquation des dépenses publiques par rapport à la dette, étudier des investissements à plus long terme et garder des tarifs particuliers pour prendre en compte une estimation plus réaliste des actions futures.

Les positions fiscales de la zone euro risquent d'être restreintes dès 2022, alors que la durabilité du rétablissement de l'économie devra encore être assurée, prévoit László Andor. Il n'y a donc pas d'autre option que d'investir de manière intelligente. L'Union européenne doit revoir ses capacités d'investissement et conséquemment ses capacités d'emprunt. Pour un rétablissement durable, les règles de l'Union européenne doivent être réformées ou mises de côté pour un temps assez long. Le plafond de la dette semble être incongru. Avec

les contraintes de Maastricht, l'Union européenne se place dans une situation de désavantage compétitif vis-à-vis des États-Unis, du Japon et d'autres. Les déficits fiscaux pourraient maintenir les investissements. Les stabilisateurs fiscaux doivent donc être conservés et éventuellement passés au niveau européen pour assurer une plus grande sécurité et être plus efficaces et plus résilients. De plus, une coordination des politiques fiscales des pays du G20 pourrait également jouer un rôle important pour réduire les déficits.

Jean Paul Pollin revient en conclusion sur l'idée de « stagnation séculaire ». Cette expression, née au lendemain de la crise de 1929, est revenue dans le vocabulaire des économistes pour désigner l'affaissement de la croissance des économies occidentales depuis le début des années 2000. Au-delà des conséquences des deux ou trois crises qu'ont connues ces économies durant les 20 dernières années, cette baisse de la croissance a fait l'objet de deux types d'explications. D'un côté on a mis l'accent sur des effets d'offre induits par l'évolution de la structure productive, le tarissement des gains de productivité, le vieillissement des populations, la montée des inégalités... De l'autre côté, celui de la demande globale, on a invoqué l'apparition d'un excès d'épargne (le fameux « saving glut » de Ben Bernanke¹) provenant d'une réduction des occasions d'investissement ou de la rentabilité du capital, à nouveau le vieillissement incitant à l'épargne. Or, il faut avouer que ces arguments sont déconcertants car il est étrange d'entendre parler d'épuisement du progrès technique alors que l'on vante depuis trois décennies les mérites d'une troisième révolution industrielle et de ses innovations de rupture ; de même qu'il est difficile d'admettre le principe d'un excès d'épargne alors que les opportunités d'investissements semblent désormais sans limite. Il importe donc de sortir au plus vite de la réalité de cette stagnation séculaire et de la rationalisation inconséquente que l'on en donne. Sans chercher à en détailler le processus, on peut dire qu'il faut sans doute œuvrer pour une meilleure allocation de l'épargne. Mais il faut aussi que l'État puisse investir sans être contraint par des règles qu'aucune logique ne peut justifier. En l'occurrence, il ne s'agit pas de tomber dans le laxisme, mais plutôt de se soucier de l'avenir en sélectionnant et menant à terme les projets qui y contribueront.

1 Ancien président de la Réserve fédérale des États-Unis

JUSQU'OU L'INTERVENTION DES BANQUES CENTRALES ?

COORDINATION Catherine Lubochinsky, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS Jean Beunardeau, HSBC Continental Europe
Agustín Carstens, Banque des Règlements Internationaux
Mario Centeno, Banque du Portugal
Patricia Crifo, École Polytechnique
Kenneth Rogoff, Université de Harvard
Beatrice Weder di Mauro, INSEAD

MODÉRATION Stanley Pignal, The Economist

Propos introductifs de Catherine Lubochinsky, membre du Cercle des économistes

Jusqu'ou l'intervention des banques centrales ? C'est une interrogation légitime compte tenu de tout ce qu'ont fait les banques centrales depuis la crise financière de 2007. On peut dire qu'elles ont été à la fois réactives et créatives. Ce sont sans doute les raisons pour lesquelles on leur reproche d'en faire trop (par exemple pour ceux qui craignent un retour de l'inflation) et en même temps d'en faire trop peu ! Nous pouvons tirer de cela deux questions essentielles : peuvent-elles en faire plus et comment ? Quels sont les problèmes auxquels elles sont confrontées du fait de leur intervention accrue ?

- Les deux grandes préoccupations sociétales actuelles sont la montée des inégalités et le changement climatique.

Il y a dix ans, si vous aviez suggéré aux banquiers centraux de les intégrer comme facteur décisionnel, vous auriez été taxé au mieux d'hétérodoxe, au pire de farfelu. Pourtant de nos jours ces deux préoccupations sont prégnantes : début juin 2021, une conférence réunissait les banquiers centraux du monde sur le thème des enjeux climatiques (la FED – Réserve fédérale des États-Unis – étant peut-être la plus réticente) ; le dernier rapport de la BRI (Banque des Règlements Internationaux) consacre un chapitre sur l'empreinte

redistributive de la politique monétaire.

Comment les banques centrales peuvent-elles intégrer les aspects climatiques ? Par exemple, en intégrant ces critères dans l'achat des dettes « *corporate* », à l'image des 275 milliards d'euros achetés par la BCE (Banque centrale européenne), ou dans les critères d'éligibilité des titres acceptés comme collatéraux au refinancement ; ou encore via son rôle de superviseur en menant, comme cela a été fait en France récemment, des *stress tests* climatiques bancaires.

En termes d'inégalités, le lien avec la politique monétaire le plus souvent mentionné est celui lié au faible niveau des taux d'intérêt qui se traduit par une augmentation du prix des actifs financiers et immobiliers, et donc par de plus fortes inégalités de richesse (d'où des banques centrales sont accusées de contribuer à l'augmentation des inégalités). Certes. Mais en réalité, l'impact le plus important de la politique monétaire porte sur les inégalités de revenu, ce que la politique monétaire peut réduire. Quand il y a une crise (économique, financière ou sanitaire), les pertes d'emplois concernent souvent les emplois les moins qualifiés. Une politique monétaire qui soutient l'activité économique, avec entre autres des taux d'intérêt faibles, contribue donc à la réduction des inégalités de revenu. De même, dans les pays émergents où l'inflation est hors de contrôle, les agents économiques les plus affectés sont, encore une fois, les ménages qui ne possèdent ni actifs réels ni actifs financiers. On comprend bien que l'objectif primordial de stabilité des prix et le soutien de l'activité économique contribuent à la lutte contre l'augmentation des inégalités de revenu.

- Quels sont les problèmes auxquels sont confrontées les banques centrales ? Actuellement, trois d'entre eux retiennent l'attention : les prix, les taux d'intérêt et la coordination avec la politique budgétaire.

En acceptant l'idée que l'objectif de stabilité des prix est fondamental, restent encore à préciser les concepts de stabilité et de prix. La stabilité, c'est quoi ? Un taux d'inflation de 2 %, 3 %, inférieur à 2% (pour la BCE) ou bien en moyenne 2 % (comme pour la FED depuis sa revue stratégique de 2020), ce qui introduit l'idée de symétrie puisqu'en moyenne cela veut dire parfois plus que 2 %. Mais quels prix ? Comment les mesurer ? Quel indice des prix à la consommation ? Doit-on exclure les éléments les plus volatils ? Doit-on inclure le coût du logement (qui représente une part croissante des dépenses des ménages) ?

En ce qui concerne les taux d'intérêt, les banques centrales pourraient-elles encore les baisser alors qu'ils sont déjà nuls, voire négatifs ? L'existence d'un *reversal rate*, taux à partir duquel la politique monétaire devient non seulement

inefficace mais met en risque de solvabilité les banques, mais à quel niveau ? Selon les uns, -1 %, selon les autres -2 à -3 % (avec une monnaie digitale et l'exemption de la rémunération négative des dépôts pour les petits déposants).

Enfin, troisième problème : celui lié à la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire. Du fait des dernières crises, les banques centrales sont devenues les principales détentrices des titres de dette publique (30-35 % pour la FED et la BCE, 51 % pour la BoJ – *Bank of Japan*). Et surtout, la crise sanitaire a confirmé que la coordination entre politiques monétaire et budgétaire est essentielle pour augmenter leur efficacité respective et conjointe. Évidemment, c'est plus compliqué en Europe qu'aux États-Unis (La FED n'a qu'un interlocuteur). La difficulté future va être de gérer ces interactions entre le monétaire et le budgétaire tout en préservant l'indépendance des banques centrales. Il ne s'agit pas d'indépendance totale puisque l'objectif ou les objectifs sont fixés par le pouvoir législatif. L'indépendance porte plus sur les moyens à mettre en œuvre pour atteindre ces objectifs. Mais on comprend bien le risque de dominance budgétaire.

Au cours des vingt dernières années, les missions des banques centrales se sont diversifiées. Le plus grand risque n'est-il pas que la multiplication de ses objectifs puisse entraîner une perte d'efficacité des banques centrales dans la poursuite de leur objectif ultime (la stabilité des prix) ?

Il ne s'agit pas de prévision des taux d'intérêt, ni de l'inflation, ni des modalités voire de la date d'arrêt des politiques d'assouplissement quantitatif du crédit... il s'agit plus de s'interroger sur le pouvoir effectif des banques centrales en cas de crise quelle qu'en soit l'origine.

La créativité et la réactivité des banquiers centraux lors de la crise bancaire et financière, puis de la crise des dettes souveraines en zone euro, et enfin lors de la crise sanitaire, ont permis d'atténuer les récessions voire d'éviter la déflation. Cependant, de nombreuses critiques à l'encontre des banques centrales ont émergé au cours de ces dernières années. Jusqu'ou peuvent-elles intervenir alors qu'il leur est reproché dans les débats, tant économiques que politiques, d'en faire trop peu... ou d'en faire trop ? Tenter d'y répondre nécessite de s'interroger sur 4 points :

- Quels sont les objectifs et les missions des banques centrales ? Les revues stratégiques successives adaptent ces derniers à l'évolution de l'environnement économique et financier. Sur l'inflation, si l'objectif unique et ultime des banques centrales est d'atteindre un taux d'inflation à 2 % (encore faut-il définir l'indice des prix, en moyenne ou non, pourquoi 2 %, etc...), alors il semble qu'elles peuvent en faire beaucoup plus pour les partisans de la

nouvelle théorie monétaire, ou beaucoup moins pour les cassandres partisans de la théorie quantitative de la monnaie.

Sur les autres objectifs comme la croissance, la stabilité financière, la supervision bancaire... Doit-on en inclure de nouveaux ? Le climat ? Multiplier les objectifs sans accroître les instruments n'est-il pas mission impossible ? Cela brouille l'objectif principal, crée des conflits d'intérêts, et il est difficile d'en évaluer l'efficacité.

- Quels sont les instruments dont disposent les banques centrales ? La limite des taux zéro (*zero lower bound*) peut-elle être dépassée et comment (*reversal rate*) ? Le *quantitative easing* (QE, assouplissement quantitatif) a-t-il des limites ?

- Quelle est l'efficacité ? Des travaux académiques démontrent l'impact positif sur les prix mais ces résultats sont différenciés selon les pays. La FED l'utilise mais la BCE n'y arrive toujours pas. Les différents canaux de transmission ont permis de soutenir l'activité économique. Les banques centrales peuvent beaucoup mais ne peuvent pas tout, surtout toutes seules.

- D'où la question de l'indépendance dans un contexte où il apparaît indéniable que la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire est indispensable. Il y a un risque de dominance budgétaire, notamment entre court terme et long terme, et ce débat est exacerbé en zone euro et en Europe car il n'y a pas de budget commun. Encore faut-il comprendre que l'indépendance ne concerne que les moyens à mettre en œuvre afin d'atteindre des objectifs qui doivent être définis par des autorités démocratiquement élues. Leur indépendance est cruciale car sinon il y a un risque de perte de crédibilité en cas de retour de l'inflation. Les pays où les banques centrales ont perdu de facto leur indépendance ne prêchent pas en faveur de la dépendance.

- Il y a aussi des effets collatéraux : instabilité financière, creusement des inégalités (hausse du prix des actifs financiers et immobiliers). Comment en sortir ? Par la normalisation, *i.e.* l'arrêt du QE (avec un risque de hausse des taux longs mais ce n'est pas le cas aux États-Unis) et la hausse des taux courts (avec un risque de catastrophe obligataire).

Synthèse

Les banques centrales en font-elles trop ou trop peu ? Quel rôle doivent-elles jouer dans l'après-Covid ? interroge Stanley Pignal.

Les banques centrales ont fait le nécessaire, estime Agustín Carstens. Cette crise de la Covid-19 était tout à fait inattendue et à une échelle imprévisible ; ce fut un choc très dur pour les économies. La BRI savait qu'il fallait une action rapide et étendue, afin de prévenir une récession et une dépression, et éviter que cette crise se mue en crise financière. De ce point de vue, elle a réussi. Face à une crise, l'important est de respecter un certain nombre d'objectifs qui ont trait à la stabilité financière. Les réussites en termes de politique de stabilisation ont été permises en grande partie par les politiques fiscales. Les défis à venir vont être notamment de calibrer une normalisation graduelle et de la planifier de telle manière que la reprise ne soit pas étouffée, et, ce faisant, ne pas laisser d'autres risques se développer encore plus. Si l'inflation a augmenté, c'est au rythme de la distorsion de la chaîne d'approvisionnement et de certains effets temporels. Pour Agustín Carstens, le contrôle sur l'inflation a été bon.

La politique monétaire a permis de réagir face à la crise, ajoute Mario Centeno, qui insiste sur l'importance des chiffres : en ce qui concerne les programmes de la BCE, 4 000 milliards de dollars pour les liquidités, et 2 000 milliards de dollars injectés. La politique fiscale a été coordonnée, à la fois au niveau de l'Union européenne et au niveau national. En juin 2020, l'Union européenne a approuvé plus de 1 000 milliards d'euros en faveur d'une politique de relance pour les entreprises et les citoyens. La BCE a pris une décision très importante en décembre dernier, et son soutien sera maintenu au moins jusqu'en 2023. Il s'agit pour les banques centrales de travailler ensemble sans crainte de quelque domination fiscale, ou sans inquiétude vis-à-vis de leur indépendance. Il faut être équitable dans les instruments de politique et avoir une évaluation factuelle et contrefactuelle des politiques que les banques centrales recommandent. Les inégalités sont des questions qu'il faut garder en tête dans toute réflexion de politique fiscale et de politique monétaire, pour garantir que la stabilité financière soit assurée pour tous les secteurs. Enfin, il est important de maintenir le degré de soutien de ces politiques car c'est dans les dernières étapes du processus de relance que la réallocation a lieu dans les économies, réallocation qui entraîne les plus grandes difficultés en termes de chômage et d'inégalités.

D'après Beatrice Weder di Mauro, qui partage les points de vue exprimés, nous avons appris de la crise financière d'il y a 10 ans : la réaction a été très rapide et suffisamment ample pour que cette crise sanitaire ne devienne pas une crise financière. L'intervention des banques centrales a permis de soutenir les liquidités nationales. Quand cela n'a pas suffi, elles ont trouvé des aides internationales avec des émissions de dollars et d'euros, et le numérique a permis de maintenir une sorte de confiance. En termes de stabilité financière, il est très clair que les banques centrales doivent être extrêmement actives

lorsqu'une crise se produit et déployer toutes sortes de stratégies ou d'outils (conventionnels ou non conventionnels).

Par ailleurs, les banques centrales devraient être évaluées en fonction de la façon dont elles gèrent l'inflation. Ces dix dernières années, elles n'ont pas vraiment pu réaliser leurs objectifs, mais elles ne peuvent pas être blâmées pour cela. En effet, elles n'ont pas été aidées par la demande publique ou privée. Des facteurs structurels très profonds ont également joué contre les banques centrales : des facteurs démographiques, de mondialisation, qui ont fait décliner les liquidités. En matière d'inflation, les banques centrales n'ont probablement pas fait assez, mais nul ne sait si elles auraient pu faire mieux.

La prochaine crise mondiale viendra probablement du changement climatique. Les banques centrales doivent donc se concentrer sur ce sujet, en voir les impacts sur les politiques monétaires. Les risques climatiques jouent un rôle en termes d'achats d'actifs, et il est évident qu'une fonction protectrice est absolument essentielle. Une finance durable est en train de devenir la norme. Les banques centrales doivent aider à faire basculer l'achat d'actifs vers une économie plus verte ; si elles ne prennent pas en compte le climat dans leurs politiques d'achat d'actifs, elles mèneront une politique brune.

Le secteur bancaire souffre des taux d'intérêt négatifs, souligne Jean Beunardeau. Les banques cotées en Europe prêtent en moyenne à peu près à la moitié de leurs fonds propres, ce qui n'est pas un signe massif de création de valeur. Le secteur bancaire bénéficie cependant de l'efficacité générale des réponses monétaires et budgétaires apportées face aux deux précédentes crises (notamment les programmes de TLTRO – *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) qui ont permis de baisser le niveau général du risque de crédit et le niveau des faillites.

Que peut-il se passer si ces politiques monétaires se poursuivent ? Sur les marchés financiers, la prise de conscience des changements structurels est généralement lente, mais quand elle a lieu, elle se traduit par un ajustement brutal. Il existe trois déclencheurs possibles d'ajustement violent.

Un déclencheur psychologique : l'économie peut s'adapter à plusieurs types de fonctionnements monétaires, mais les transitions de l'un à l'autre sont généralement brutales. Or, nous entrons dans un paradigme de taux d'intérêt réels négatifs après trente ans de taux d'intérêt réels positifs pour tous les investissements à faible risque. Après les contre-chocs pétroliers de 1986 et l'indépendance croissante des banques centrales, de nombreux acteurs de l'économie se sont convaincus, à tort ou à raison, que la valeur de la monnaie en termes réels serait stabilisée pour toujours par le simple jeu des

taux courts. Il n'est pas d'ailleurs certain que ce ne soit plus le cas, mais un changement profond de perception du rôle de réserve de valeur de la monnaie – qui serait déclenché par des taux d'intérêt réels négatifs prolongés ou par une dévaluation trop marquée face au prix des actifs réels – pourrait modifier les flux de capitaux vers d'autres valeurs de réserve, réelles ou illusoires, ou générer une forte baisse des dépôts bancaires qui financent l'économie. Comment pourrait jouer la psychologie ? Le plus probable est de pouvoir sortir de ces politiques monétaires aussi habilement qu'on y est entré. L'énorme avantage (ou inconvénient) des taux d'intérêt réels négatifs est de faire porter une partie du coût de la crise aux détenteurs d'épargne à taux fixe.

Un déclencheur mécanique : les prix des actifs élevés et les niveaux de levier importants augmentent les risques de crédit dans les bilans bancaires et les risques de pertes de valeur pour les apporteurs de fonds propres. Au-delà d'une certaine limite, les investissements se bloquent, et de manière largement autoréalisatrice, les prix s'ajustent violemment à la baisse. Les banques centrales cherchent à éloigner cette limite par le biais de mesures macro-prudentielles, de revue des modèles de risque de crédit et d'exigences de fonds propres. Le niveau actuel des prix n'est pas encore uniformément déraisonnable, mais il faut rester vigilant.

Un déclencheur politique : il concerne les taux de change. Nous sortons d'une période où la guerre des monnaies était vue comme une course à la compétitivité, dans le but de soutenir les économies par les exportations. Mais d'autres époques ont vu l'inverse, avec des zones monétaires qui voulaient des monnaies fortes pour attirer les capitaux et acquérir les actifs internationaux à bon compte. Les politiques monétaires actuelles ne sont possibles que si tout le monde fait la même chose en même temps, sinon les taux de change s'ajustent généralement violemment, et le reflux peut être pénible. Une monnaie faible, c'est aussi un niveau de vie en baisse, comme le Royaume-Uni le vit après le Brexit.

En conclusion : la politique monétaire actuelle a une limite, et c'est parce que cette limite est connue qu'elle ne sera pas atteinte.

Qu'est-ce qu'une situation normale dans des circonstances normales ? questionne Kenneth Rogoff. La politique macroéconomique n'est qu'un instrument de la banque centrale. Plus que de coordination entre les banques centrales et les gouvernements, il s'agit de subordination des unes envers les autres. En cas de crise, les banques centrales peuvent réagir très rapidement, et elles ont besoin du soutien des gouvernements. Ces derniers doivent, eux, avoir une réaction responsable. En Europe, la particularité est qu'il y a une banque centrale et de nombreux pays. En ce qui concerne le changement climatique

et les inégalités, il y a une seule macro-politique à la banque centrale, alors qu'il y a énormément de politiques réglementaires. Pour Kenneth Rogoff, il n'est pas pertinent que les banques centrales prennent les décisions politiques en ce qui concerne le changement climatique ; ce devrait être les agences gouvernementales.

Jusqu'ou ira l'intervention des banques centrales sur cet aspect climatique ? s'interroge Patricia Crifo. Le budget carbone restant, c'est-à-dire les émissions de CO₂ compatibles avec l'engagement climatique des accords de Paris de maintenir le réchauffement en dessous des 2°C, est à peu près de 980 gigatonnes de carbone. Les émissions anthropiques annuelles s'élèvent à peu près à 42 gigatonnes. À un tel rythme, le budget carbone s'épuisera en vingt ans. Le changement climatique est une menace pour la stabilité financière. Cette menace est traditionnellement appréhendée à travers deux types de risques climatiques.

D'abord, les risques physiques, c'est-à-dire tous les coûts économiques et financiers qui résultent de la gravité et de la fréquence croissante des facteurs physiques de risque climat. Par exemple, dans le secteur de l'assurance : entre 2020 et 2050, le coût des sinistres climatiques va être multiplié par 6 environ, les primes devront alors augmenter de 130 à 200 % d'ici 30 ans, soit à peu près 3 à 3,7 % par an.

Ensuite, les risques de transition, qui résultent des changements politiques et des politiques gouvernementales, des changements technologiques ou des changements de comportement des investisseurs et des consommateurs. Ces risques de transition vont représenter une menace forte de pertes pour le système bancaire et financier, et de l'instabilité financière majeure, qui peut être appréhendée à travers le risque de crédit, le risque de marché, le risque de liquidités ou le risque opérationnel.

Il existe beaucoup d'incertitudes sur l'horizon auquel ces risques vont se manifester, mais il est nécessaire de renforcer la préparation des acteurs financiers à ces risques.

Le changement climatique est une menace pour la stabilité financière et c'est aux banques centrales de l'adresser. Elles disposent pour cela de quatre outils, dont l'analyse économique et financière. Il s'agit de s'assurer que le changement climatique est bien pris en compte dans les modèles et les méthodes de projection macroéconomique. Le NGFS (*Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System*), réseau des superviseurs des banques centrales pour le verdissement du secteur financier, a été créé en 2017 par 8 banques centrales, dont la Banque de France. Aujourd'hui, 83 banques centrales et treize observateurs sur quatre continents en font partie.

La question de l'indépendance des banques centrales a-t-elle vocation à évoluer ?

L'indépendance des banques centrales est très importante pour que les institutions au sein du gouvernement puissent préserver une stabilité financière et réagir en cas de ralentissement de l'économie, indique Agustín Carstens. Les banques centrales prennent des risques et essaient de relever des défis, par exemple en fournissant des finances aux gouvernements, avec une forme de contrôle et avec les ressources dont elles disposent. Elles peuvent agir opportunément sans aller contre les politiques publiques, et en faisant un bon usage de leur indépendance. Pendant cette crise, malgré l'indépendance, elles ont réagi très rapidement. Les banques centrales sont toujours en première ligne en termes de défense, bien qu'il y ait aussi des politiques fiscales et des politiques structurelles.

Qui a la légitimité politique pour fixer les objectifs, notamment les objectifs en matière de lutte contre le changement climatique ? se demande Patricia Crifo. On ne peut conditionner la décision de telle ou telle stratégie de politique monétaire à une instance en particulier, il y a donc un vrai sujet de légitimité politique. En matière de changement climatique, on est face à une double défaillance de marché : une défaillance de marché environnemental (l'absence de prix unifié du carbone), mais aussi une défaillance gouvernementale en la matière. Pour corriger cette double défaillance, les banques centrales ne sont pas forcément les mieux placées, estime Patricia Crifo, car cela menace la stabilité financière.

L'indépendance des banques centrales ne peut pas être remise en question, juge Mario Centeno. Par ailleurs, il faut éviter de promettre trop de choses en ce qui concerne le climat. Les banques centrales, en particulier la BCE, doivent se concentrer sur leur mission.

Pour Beatrice Weder di Mauro, la question principale est de savoir si le changement climatique va avoir un impact sur les banques centrales. La réponse est oui. Les banques centrales peuvent-elles influencer sur le changement climatique ? La réponse est plutôt non, il faut que d'autres acteurs se penchent sur la question.

Pour préserver l'indépendance des banques centrales il est crucial d'avoir davantage de communication et de dialogue, non seulement avec les économistes, mais également avec le grand public.

Le rôle des banques centrales est de faire en sorte que l'économie fonctionne, fait valoir Jean Beunardeau. En mettant en danger cette indépendance, on

risque d'avoir une économie qui ne fonctionne pas, au nom de transferts que l'on maîtriserait politiquement.

Kenneth Rogoff rappelle que, dans un cadre politique qui change – les monnaies numériques créant une décentralisation des banques –, les banques centrales effectuent un travail extraordinaire.

RÉALISER ENFIN LE MARCHÉ UNIQUE DES CAPITAUX

COORDINATION Jézabel Couppey Soubeyran, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS Mirela Agache-Durand, Groupama Asset management
Lorenzo Bini Smaghi, Société générale
Jean-Frédéric de Leusse, UBS France
Mairead McGuinness, Commission européenne
Grégoire Sentilhes, Nextstage AM
Jakob von Weizsäcker, Ministre fédéral des finances d'Allemagne

MODÉRATION Emmanuel Lechypre, BFM RMC

Propos introductifs de Jézabel Couppey-Soubeyran, membre associée du Cercle des économistes

L'union des marchés de capitaux constitue, à l'origine, une réforme qui a été proposée par Jean-Claude Juncker, il y a 7 ans, lorsqu'il était Président de la Commission européenne et qui avait été soutenue à l'époque par le commissaire, Jonathan Hill. Cette réforme avait été présentée comme le pendant de l'Union bancaire. Cependant, il est possible de considérer que les deux sujets sont très différents au sens où il ne s'agit pas de confier à l'Autorité des marchés européens un rôle beaucoup plus important que le rôle de concertation, puisqu'il ne s'est pas agi de réorganiser, sur un plan européen, les marchés. L'idée d'origine de cette réforme est de développer la dette de marché des entreprises de taille intermédiaire, des petites et moyennes entreprises et, si besoin, de relancer la titrisation en la présentant comme quelque chose de meilleure qualité que ce qui se pratiquait avant la crise, avec une forme de standardisation, de simplification, de transparence. Il s'agissait de réunifier les marchés après une crise de la dette qui les avait considérablement fragmentés, pour améliorer le financement des entreprises européennes.

Où en est-on aujourd'hui de cette réforme d'union des marchés de capitaux ? Au-delà de la vision positive ou négative que l'on peut en avoir, la fragmentation des marchés européens s'est-elle réduite ? Quel est l'impact des mesures prises durant la crise sanitaire ? Les apports massifs de liquidités de la Banque centrale européenne font en effet que les marchés européens, comme les

marchés du monde entier, sont dans une situation très favorable. Entraînent-ils les économies de la zone euro dans leur cycle haussier ou doit-on déplorer une déconnexion croissante ?

Si l'on revient par ailleurs à la motivation de cette réforme visant à réduire la dépendance des entreprises européennes au financement bancaire et à les amener vers plus de financements de marchés, la question se pose de savoir si les entreprises européennes sont réellement façonnées pour des financements de marché et si cela a du sens de les développer au regard de l'importance des entreprises de taille intermédiaire et des PME (petites et moyennes entreprises), qui sont effectivement très dépendantes du financement bancaire. En quoi cette dépendance est-elle problématique ? Ne serait-il pas plus pertinent de réorienter les banques vers le financement des entreprises plutôt que de les laisser se déporter vers des activités de marché. La recherche de la diversification du financement des entreprises paraît évidemment pertinente mais, pour les entreprises de taille moyenne, un mix de financement intégrant le financement participatif peut sembler plus pertinent encore.

Il s'agit également de s'interroger pour savoir si une union des marchés de capitaux est possible sans union budgétaire et sans dette commune – afin d'éloigner le risque de crise des dettes souveraines –, ou sans actifs, sans risque, européens, mutuels. Le plan *NextGenerationEU*, avec sa solution de financement mutualisé, laisse penser que les jalons de cette union budgétaire sont en train d'être posés mais se formera-t-il un consensus pour renouveler ce type de financement mutualisé ?

Sur un autre plan, les conséquences de moyen terme des apports massifs de liquidités de la Banque centrale européenne sur le fonctionnement des marchés peut faire craindre l'explosion de bulles de prix d'actifs qui compromettrait la stabilité financière, qui est l'un des objectifs de la Banque centrale. La question se pose également de déterminer si les marchés pourront retrouver un fonctionnement normal après tant d'années de dépendance à la liquidité centrale, au regard de la normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, avant la crise sanitaire, qui s'est avérée impossible.

Et puis enfin, l'Union des marchés de capitaux ne devrait-elle pas faire du verdissement sa priorité absolue ? La finance verte se développe avec des fonds ISR, des *green bonds*, et de nombreux labels pour guider les investisseurs vers des placements bas carbone, des reporting climatiques qui se développent, mais les marchés de capitaux verdiront-ils suffisamment d'eux-mêmes ? Comment va-t-on les amener à intégrer le risque climatique dans les primes de risques, à exclure le brun ? Quand financeront-ils plus de vert que de brun ? La BCE, en tant qu'acheteur de titres en dernier ressort, a un rôle à jouer en

la matière, en verdissant elle-même la liste des titres privés éligibles qu'elle achète. Même si la part de titres privés qu'elle achète est réduite, son action dans ce domaine aurait valeur d'exemple.

Synthèse

L'union des marchés de capitaux nécessite encore beaucoup d'étapes avant d'advenir et devrait mobiliser des efforts supplémentaires pour avancer plus rapidement, comme le constate Mairead McGuinness. La crise sanitaire a mis en lumière le besoin de diversification des sources de financement pour les entreprises et les PME, pour permettre d'utiliser de manière pertinente l'épargne des citoyens. La reprise peut constituer une occasion d'accélérer ce processus qu'accompagne l'Union européenne (en agissant sur la réglementation du secteur de l'assurance ou par le fonds d'investissement européen notamment), en l'inscrivant dans la perspective du vaste programme pour plus de résilience et de durabilité en Europe. Les efforts menés pour favoriser la transparence des marchés et de la constitution des prix sont également importants dans ce contexte, comme pour la participation et l'implication des citoyens, que ce soit sur les questions de fonds de pension ou de retraites. Ces éléments doivent permettre de convaincre les États comme le Parlement de manifester un engagement politique fort, dans le contexte d'après Brexit. Cela peut se traduire dans des actions concrètes pour soutenir ce mouvement aux innombrables impacts sur la vie des citoyens européens, comme il est nécessaire de le mettre en lumière, que cela concerne le développement durable ou l'autonomie stratégique industrielle des États.

La fragmentation des marchés de capitaux européens et son absence d'union ont aujourd'hui pour conséquence que l'épargne européenne ne s'investit pas en fonds propres pour financer les entreprises européennes (mais d'autres) ce qui s'avère mortifère, comme l'observe Grégoire Sentilhes.

Les efforts de communication et de pédagogie envers les citoyens européens sur ces enjeux ne semblent cependant pas du tout suffisants pour réaliser le marché unique des capitaux européens, comme le pointe Lorenzo Bini Smaghi. Il insiste sur le manque de *leadership* politique pour y parvenir, comme le démontre selon lui le précédent de l'union monétaire qui a été induite par la situation de crise financière. Cette absence de crise actuelle peut ainsi rendre pessimiste pour parvenir à des avancées significatives dans ce domaine ; alors que cette avancée paraît capitale pour l'économie et les entreprises européennes, même si cela signifie perdre une part de souveraineté et instituer un régulateur commun. Jakob von Weizsäcker confirme ce point de

vue, même s'il met pour sa part l'accent sur le fait que l'épargne des européens ne s'oriente pas vers les actifs financiers les plus performants. La création d'un Nasdaq (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) européen pourrait contribuer à offrir de meilleures performances aux citoyens européens ce qui leur serait profitable, notamment pour leurs retraites, tout en favorisant le développement des entreprises européennes.

La perte de compétitivité des banques européennes dans la période récente s'explique du fait de règles prudentielles inadaptées, d'après Jean-Frédéric de Leusse. Il espère qu'au-delà des effets d'annonce, l'union des marchés de capitaux ne se réduira pas à la création d'un niveau de contrainte réglementaire supplémentaire comme avec MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) ou la Directive prospectus. Un tel scénario pourrait être dissuasif pour les acteurs.

Cependant, au-delà des contraintes réglementaires, la création d'un marché des capitaux unique présenterait des vertus, comme le rappelle Mirela Agache-Durand, notamment vis-à-vis des autres zones économiques, grâce à une forme d'harmonisation favorisant le développement des entreprises. La construction des normes européennes de reporting extra-financier, au regard de l'enjeu climatique, contribue de ce point de vue à la souveraineté européenne grâce à la maîtrise de ces normes permettant de concrétiser les exigences européennes dans ce domaine.

L'enjeu de la mobilisation des fonds propres à l'échelle européenne apparaît de ce point de vue capital, comme le note Grégoire Sentilhes, en termes de souveraineté à l'échelle mondiale, pour contribuer à l'unification des marchés européens, comme pour orienter les investissements de manière positive dans le cadre du reporting extrafinancier. Il serait alors possible de mobiliser de manière puissante, efficace et vertueuse l'épargne, très significative, des européens en l'utilisant de manière performante au service de la souveraineté et avec du sens.

En effet, actuellement, les européens produisent l'épargne la plus massive au monde, comme l'observe Lorenzo Bini Smaghi, mais n'en tirent aucun rendement, en la plaçant dans les banques ou les titres d'état ou l'investissent dans des fonds américains qui investissent aux États-Unis. Les européens financent ainsi l'économie américaine. L'unification des marchés de capitaux européens doit ainsi permettre de réorienter cette épargne pour que les fonds européens financent les entreprises et l'économie européenne ce qui constitue notamment un enjeu stratégique, y compris en termes de souveraineté, pour définir les normes d'investissement. La BCE (Banque centrale européenne) elle-même ayant intérêt à cette unification, tandis que les régulateurs nationaux

peuvent pour leur part être réticents à perdre une part de leur pouvoir. Reste à espérer que cette réalité sera comprise sur le plan politique avant qu'une nouvelle crise ne survienne et oblige à avancer sur ce plan.

Dans un contexte où les perspectives semblent s'orienter vers des taux d'intérêt nuls voire négatifs et un taux d'inflation de 2 % ou 3 %, l'orientation de l'épargne vers les PME peut permettre d'espérer de meilleurs rendements comme l'explique Jean-Frédéric de Leusse. Il insiste ainsi sur l'importance du *leadership* politique sur ces enjeux, sur le plan fiscal, budgétaire et réglementaire. Un dialogue renouvelé entre le pouvoir politique et le secteur financier semble nécessaire pour permettre ces avancées comme lors de la précédente crise financière.

En parallèle, l'aspiration des citoyens européens à répondre à l'enjeu climatique peut constituer un levier pour favoriser cette orientation positive de l'épargne comme le souligne Mirela Agache-Durand, qui l'observe dans l'essor de la part des investissements ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance). Ces investissements peuvent permettre de dépasser les préjugés sur l'investissement financier et permettre une concrétisation positive. Un label européen harmonisé pourrait y contribuer, même s'il doit s'accompagner d'une grande vigilance sur la souveraineté en matière de données extra-financières. Une plus grande transparence dans ce domaine apparaît ainsi très utile comme le confirme Jakob von Weizsäcker, même s'il attire l'attention sur le fait que les investisseurs auront toujours l'exigence, en parallèle, de niveaux de rendement suffisamment performants. Cette attention aux niveaux de rendement peut favoriser, par le biais de la finance verte, une plus grande exigence sur ces critères, et contribuer à la protection de l'environnement, que ce soit en Europe où aux États-Unis, grâce à l'évolution permise par l'arrivée de l'administration Biden au pouvoir.

De ce point de vue, le rôle de l'intermédiation financière paraît crucial pour contribuer à orienter plus favorablement l'épargne des citoyens européens, en parallèle de la mise en place d'un régulateur unique.

ARBITRER ENTRE PERFORMANCE ET ÉTHIQUE

COORDINATION Cecilia García-Peñalosa, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS Patrick Blethon, Groupe Saur
Nicolas Dubourg, ISALT
Philippe Heim, La Banque Postale
Xavier Musca, Crédit Agricole
Brice Rocher, Groupe Rocher

MODÉRATION Béatrice Madeline, Le Monde

Propos introductifs de Cecilia García-Peñalosa, membre associée du Cercle des économistes

La révolution industrielle a posé les jalons du conflit entre la recherche de profit, la performance et l'efficacité, et les considérations éthiques. Du point de vue historique, un moment très important dans cette évolution est atteint lors du questionnement sur le travail des enfants à la moitié du XIX^e siècle. Pour de nombreux historiens de l'Histoire sociale, ce moment est décisif pour marquer la victoire de la conception éthique avec, d'abord, une régulation, puis une interdiction du travail des enfants face aux arguments des classes industrielles anglaises, américaines, françaises, allemandes, qui estiment que les enfants, avec leur souplesse, leurs petites mains, sont très utiles pour de nombreuses tâches que les adultes réalisent moins bien.

Après ce premier temps de contradiction entre performance et éthique, cet enjeu devient une source de prospérité, dans la mesure où le fait de ne plus faire travailler les enfants les rend disponibles pour aller à l'école, être éduqués et devenir une force de travail plus qualifiée permettant une plus grande productivité.

Durant la première partie du XX^e siècle cette problématique est prise en compte par les élites, médecins, inspecteurs, qui vont pousser les gouvernements à légiférer. Aujourd'hui, c'est la conscience de la société civile qui devient déterminante, en s'interrogeant sur l'éthique qui accompagne la production d'un bien, la dynamique à l'œuvre au-delà de la seule utilité du produit.

Le consommateur peut, par ailleurs, agir de manière plus puissante, grâce à la globalisation, en réduisant la capacité d'intervention des États pour réguler les processus de production du fait de leur présence dans différents endroits du monde.

Dans ce contexte, le lien entre consommateurs et entreprises est plus direct et leurs préoccupations sont parfois plus communes. L'opposition entre éthique et performance a ainsi tendance à se réduire, la performance passant également par l'éthique.

Mais un nouveau clivage est apparu. Les acteurs de la société civile intéressés par ce contenu éthique des biens et services, s'interrogent sur la confiance que l'on peut accorder aux entreprises sur leurs valeurs et leurs principes, la recherche de l'éthique constituant par ailleurs une nouvelle arme dans la recherche de la performance. Ce qui constitue alors parfois une forme « d'étho-blanchiment » à l'image du *green washing*, sans changer fondamentalement le comportement des entreprises.

Synthèse

La condition du succès pour les entreprises réside désormais clairement dans leur capacité à inscrire la démarche de responsabilité dans leur business model, dans leur organisation et leur vision stratégique à long terme, comme le note Nicolas Dubourg. Ce qui oblige à l'innovation, à l'ambition et à l'engagement dans toutes les dimensions de leur fonctionnement. La réalisation de cette démarche représente des efforts significatifs, mais la nécessité de ces efforts semble désormais comprise par de très nombreuses entreprises françaises. Le fait que ce type de sujets soit de plus en plus traité par des comités « innovation et durabilité » illustre de manière exemplaire cette prise de conscience de l'importance de la responsabilité.

Les investisseurs doivent pour leur part accepter de financer ces transformations qui concernent toutes les entreprises et de le faire dans la durée, tout en restant vigilant sur leur mise en œuvre en mettant en place des instruments de mesure.

Un mouvement semble bel et bien à l'œuvre vers la gouvernance responsable, même si certains freins existent encore, comme le perçoit Brice Rocher, comme peuvent l'illustrer les réactions de nombreuses assemblées générales face aux salaires de leurs dirigeants ou les recommandations de BlackRock pour intégrer l'enjeu climatique. Il paraît toutefois nécessaire de maintenir une

forme de vigilance et de pression pour installer cette évolution, y compris sur le plan réglementaire, avec le relais des États, en harmonisant les normes à l'échelle européenne notamment.

La conciliation entre performance et éthique semble relever de la responsabilité des dirigeants d'entreprise, comme celle de réussir la transition vers la numérisation des modèles d'affaires. Ce qui justifierait, de fait, des salaires élevés pour les dirigeants. L'élaboration de nouveaux contrats de performance au niveau des entreprises, prenant en compte ces enjeux éthiques, relève ainsi de cette responsabilité des dirigeants dans un souci de transparence sur les données extra-financières, comme l'ajoute Patrick Blethon. Comme avec la plateforme impact, par exemple, sur le plan environnemental, pour favoriser l'appropriation de ces démarches par les collaborateurs et contribuer au recrutement des talents. Le fait de constituer une entreprise à mission y contribue, par exemple en s'engageant sur la réduction des fuites sur le réseau grâce aux investissements, vérifiables et mesurables, effectués dans le domaine du numérique.

La connexité qui s'opère entre performance et éthique s'appuie effectivement sur la prise en compte des performances extra-financières, comme le confirme Philippe Heim. Dans cette optique il ne semble pas exister de création de valeur durable sans redistribution, ce qui doit conduire à prendre en compte le déclassement des classes moyennes en Europe et aux États-Unis, notamment à la suite des destructions d'emplois induites par la délocalisation des moyens de production dans d'autres zones géographiques (au bénéfice des actionnaires) même si cela a permis de réduire la pauvreté de leurs populations.

La cohésion des territoires semble également incontournable, tout comme la prise en compte des limites planétaires. Ce qui a conduit par exemple la Banque postale à choisir pour raison d'être de « participer de manière positive et tangible à toutes les transitions justes ». Cette évolution vers le statut d'entreprise à mission s'avère très structurant en changeant la gouvernance, sous le regard de tiers indépendants ; ces changements sont très mobilisateurs à la fois pour les clients et pour les collaborateurs. Et si la gestion du risque reste l'activité essentielle de la Banque postale, un indice d'impact global sera désormais intégré dans toutes les décisions.

La société semble déjà demander de nombreux engagements au secteur bancaire, en l'encadrant avec des règles très strictes, comme le remarque Xavier Musca, pour veiller à la santé prudentielle, protéger les clients contre eux-mêmes, ou participer à des missions d'intérêt général (lutte contre le terrorisme, le blanchiment, notamment). La raison d'être du Crédit agricole consiste en premier lieu à vendre aux clients des produits compréhensibles

(contrairement aux crypto-actifs par exemple) ou à ne pas rémunérer les collaborateurs en fonction du nombre de produits vendus pour que l'intérêt patrimonial du client soit l'enjeu prioritaire. 350 millions d'euros ont par ailleurs été donnés durant la période récente à des clients en assurance alors que rien n'y obligeait.

Cet ensemble de démarches s'inscrit dans un modèle qui vise à être une banque universelle, mutualiste, présente également sur les territoires défavorisés, offrant des produits y compris aux plus pauvres, en accord avec les attentes de la société. La responsabilité morale d'une banque semble, finalement, de rendre les clients responsables, en capacité de choisir, l'éthique constituant un questionnement permanent sur l'adéquation des moyens déployés pour remplir des missions.

Cette éthique suppose par ailleurs une forme d'autolimitation qui peut conduire, par exemple, à ne pas demander aux banques de définir ce qu'est une transition écologique juste, alors que la seule légitimité pour le faire est démocratique. Le scénario des accords de Paris paraît de ce point de vue légitime à Xavier Musca et susceptible de constituer un repère pour l'action. Pour le Crédit agricole, les profits croissants constituent la marque du succès mais c'est la démarche éthique qui oblige chacun des collaborateurs à se demander si une décision sera comprise et considérée comme juste par la société. L'impact sur la société, des décisions prises par les banques doit être pris en compte dans les demandes éthiques qui leur sont formulées en s'appuyant sur un consensus politique pour déterminer le degré et le rythme des changements à produire, notamment dans le domaine énergétique.

Dans le prolongement de la réflexion d'Étienne Klein en introduction des Rencontres, selon laquelle la militance n'interdit pas la compétence, la complexité des arbitrages pour déterminer ce qui est ou n'est pas éthique, et oblige donc à un questionnement perpétuel, en s'appuyant sur des mesures objectives et renouvelées, pour ne pas sombrer dans une démarche totalitaire.

Le risque climatique apparaît pour autant comme un risque avéré, objectif, qui doit nécessairement être géré, comme le remarque Nicolas Dubourg. Il est possible de faire confiance, dans ce contexte, au discernement des entreprises pour déterminer les voies à emprunter pour répondre à ces enjeux, même si elles peuvent être accompagnées. Ce que confirme Brice Rocher, citant l'exemple de la réduction significative des émissions de gaz à effet de serre produite par son entreprise, ce qui constitue en même temps une source de satisfaction, de fierté et de motivation pour tous les collaborateurs.

L'intelligence collective doit permettre, de ce point de vue et de manière positive,

d'inventer les solutions, en fusionnant performance et éthique, tout en ayant une approche anticipatrice. Il rappelle également que la RSE (responsabilité sociale des entreprises), renvoie à une forme de responsabilité juridique.

A l'échelle internationale, l'administration Biden semble débloquent des perspectives beaucoup plus positives concernant l'enjeu climatique, observe Philippe Heim, même si les décisions à prendre restent extrêmement complexes sur le pan de la taxonomie, en déterminant si les normes imposées aux européens le sont également aux autres.

Bertrand Picard observe que les entreprises doivent soutenir et faire pression sur les États pour les faire agir plus rapidement qu'ils ne le feraient naturellement dans la mesure où ils sont souvent frileux. Ce qui s'illustre, selon Philippe Heim, dans la décision prise par La Banque postale de décarboner le dernier kilomètre, ou selon Patrick Blethon dans la meilleure prise en compte de l'impact RSE y compris dans le choix des fournisseurs. Brice Rocher affirme également que la raison d'être d'une entreprise constitue pour les collaborateurs une « raison d'y être » sachant que la source de succès d'une entreprise repose en premier lieu sur ses collaborateurs.

LA FINANCE À IMPACT POUR UNE RELANCE DURABLE

COORDINATION Mary-Françoise Renard, Le Cercle des économistes

CONTRIBUTIONS Jean-Jacques Barbéris, Amundi
Marie Ekeland, 2050
Nicolas Gomart, Groupe Matmut
Olivier Lenel, Mazars
Alexandre Mars, Fondation Epic, Blisce

MODÉRATION Caroline Connan, Bloomberg

Propos introductifs de Mary-Françoise Renard, membre associée du Cercle des économistes

Le thème de ces Rencontres, « Saisir l'avenir, ensemble », nous fait réfléchir depuis deux jours sur la façon de prévenir les crises, d'essayer qu'elles ne se reproduisent pas, même si cette pandémie nous a fait mettre le doigt sur des faiblesses que l'on connaissait déjà – elle n'a pas créé de nouvelles faiblesses. Et l'on sait aussi que si l'on continue ainsi, nous aurons de nouvelles pandémies en raison de la déforestation, du réchauffement climatique... Nous savons que nous aurons d'autres virus. Tout le monde en conclut qu'il faut des ruptures, différentes sortes de ruptures. La finance à impact pourrait constituer l'une de ces ruptures, dans la mesure où son objectif consiste à faire évoluer la finance traditionnelle vers une finance qui soutiendrait une transformation durable.

Dans sa définition traditionnelle, la finance à impact vise à servir le bien commun. Le bien commun est une notion très large, au départ religieuse, philosophique. Chacun peut avoir une vision différente de ce qu'est le bien commun. En revanche, si l'on s'intéresse aux biens communs, c'est-à-dire les biens nécessaires à la reproduction de la vie sur terre, on peut avoir des outils qui peuvent aider la finance à impact à cerner son territoire, son domaine, et à soutenir la réussite de ses projets. Pendant longtemps, on a considéré que ces biens communs étaient l'eau, l'air, la biodiversité, etc. Depuis quelques années, comme on s'interroge sur la soutenabilité de nos sociétés, sur leur durabilité et sur leur reproduction, cette notion de biens communs s'est beaucoup élargie, et l'on considère que, par exemple, l'accès à la santé, à l'éducation, à un logement, etc., sont des biens communs. Les économistes parlent, évoquant

une des caractéristiques de ces biens communs, de non-exclusion. Par exemple, les jeunes ne doivent pas, dans l'avenir, être exclus de la consommation d'air pur, de la biodiversité ; les personnes vulnérables ne doivent pas être exclues du marché du travail, de l'obtention d'un logement.

Dès lors, le choix d'un projet peut être éclairé par cette notion de biens communs qui peut servir, en quelque sorte, de grille de lecture. On sait que, pour qu'un projet soit admissible à la finance à impact, il doit faire preuve d'une volonté délibérée d'avoir un impact positif et mesurable, et d'avoir un rendement pour attirer les investisseurs et convaincre les épargnants.

Aujourd'hui, les questions qui se posent sont très nombreuses. D'abord, quels sont les outils susceptibles d'appréhender la réalité, d'estimer l'impact, etc. ? Et comment les articuler avec les outils déjà existants, par exemple en matière de fiscalité, et notamment en matière de fiscalité verte ? Il faut – et c'est sans doute le point crucial – définir une taxonomie qui inclue des considérations sociales. La définition de cette taxonomie est le point central pour donner de la crédibilité à la finance à impact, pour donner de la confiance aux gens qui s'orientent vers la finance à impact. C'est un point très difficile, mais si l'on réussit à le faire, il s'agira d'une vraie rupture sociétale qui permettrait justement de soutenir la transition vers une nouvelle forme de société en incluant une dimension locale, territoriale. Cela correspond à une forte demande de la population et pourrait aussi peut-être raviver notre démocratie – ce dont elle a besoin – en permettant aux citoyens d'être parties prenantes de ces projets, et de leur en donner, plus que l'impression, la possibilité.

En outre, concernant la définition de ces normes, il doit y avoir une dimension internationale. Les normes n'ont de sens, surtout dans les domaines sociaux et environnementaux, que si elles se situent au niveau international. Pour nous, la dimension internationale, c'est d'abord la dimension européenne. Si l'Europe ne parvient pas à avoir une géopolitique commune, elle peut au moins avoir des projets communs. On sait que l'Europe a déjà commencé à définir, à proposer un certain nombre de normes en matière de finance verte. Ce pourrait donc être un autre projet dans le même domaine. On engagerait ainsi à la fois la responsabilité et l'intérêt des épargnants, des différents acteurs de l'économie vers une société qui, au moins, n'hypothèque pas l'avenir. On sait aujourd'hui que c'est là la condition essentielle à la survie des sociétés. Nous ne sommes plus dans le développement des sociétés, mais dans la survie des sociétés.

Synthèse

La positivité écologique semble aujourd'hui constituer le réel objectif à atteindre, au-delà de la simple neutralité écologique, comme le fait remarquer Marie Ekeland. Dans cette perspective, l'ambition de contribuer à façonner un futur fertile peut permettre d'être à la fois productif, évolutif pour s'adapter aux grands changements environnementaux, sociaux ou technologiques, et inclusif, pour intégrer la singularité de chacun, en lui permettant de contribuer à cette évolution. Une stratégie d'investissement durable peut se construire dans cette perspective dans une forme d'alignement du privé et du commun, ce qui paraît fort complexe dans le contexte d'un système marqué par l'inertie. L'exemple du PDG de Netflix affirmant que son ennemi est le sommeil, alors que les conséquences négatives de la baisse du temps de sommeil sur la santé publique sont démontrées, illustre à l'inverse une forme de désalignement entre privé et commun.

La mise en place d'un écosystème permettant cet alignement semble donc un préalable en finançant des communs stratégiques qui doivent aider la performance des entreprises, ce que permet la finance à impact, permettant un gain commun. Alexandre Mars abonde en ce sens, considérant qu'il s'agit de soutenir des entrepreneurs qui présentent une vision positive sur ce qu'ils vont pouvoir générer, tout en faisant la démonstration de performances supérieures grâce justement à cette orientation spécifique. Ce qu'illustre parfaitement le succès de *Too Good To Go*, qui définit son succès en termes de nombres de repas sauvés. L'entrepreneuriat à mission se fixe ainsi des objectifs de bien commun car les entrepreneurs ont changé, comme les consommateurs eux-mêmes.

Le mutualisme s'inscrit tout à fait dans cette évolution, comme le justifie Nicolas Gomart par le fait que les mutuelles constituent des organismes dont la gouvernance est l'émanation directe de ses sociétaires, que sont ses clients, ce qui évite d'avoir à verser des dividendes à des actionnaires, permet de redistribuer plus aisément ces profits et de s'inscrire dans le temps long. Avec l'objectif de s'engager pour contribuer au bien commun, que ce soit par des financements en faveur du bien-être dans le domaine de la santé, de l'inclusion ou du développement durable (comme dans le domaine de la réparation). Ce qui fait écho avec l'origine même des mutuelles et leur raison d'être même.

Ces démarches, comme la finance à impact elle-même, restent encore très fortement minoritaires au milieu d'une finance traditionnelle, comme le souligne Jean-Jacques Barbéris. Cependant une forme d'évolution culturelle se dessine en faveur de cette évolution, par exemple un groupe comme Amundi peut contribuer à l'introduire et diffuser dans cette finance traditionnelle, avec

un puissant effet d'échelle. Ce qui est nécessaire pour répondre à l'objectif prioritaire de réduction des gaz à effet de serre.

Le caractère désormais majoritaire de la finance ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) peut dans ce contexte être interprété comme un signe fort de ce mouvement qui peut inciter à une forme d'optimisme.

L'obligation de résultat qui pèse sur les entreprises comme sur les citoyens, au regard des enjeux, nourrit également cet espoir de résultats selon Olivier Lenel. La raison d'être de Mazars est de « contribuer à un monde prospère et durable », dans une logique de rentabilité responsable réalisant un équilibre entre la performance et l'impact grâce à de puissants investissements. La mesure de l'impact paraît alors essentielle, sachant que le mouvement de la finance responsable semble bien engagé avec l'ambition d'une activité économique résiliente, durable et plus juste. *Finance for tomorrow*, observatoire de la finance durable ou l'étude de l'AMF (l'Agence des Marchés Financiers) sur le reporting climatique (avec le référentiel TCFD, *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*) paraissent exemplaires à ce titre, sans négliger les limites qui peuvent encore exister en termes de mesure.

Le sujet lui-même apparaît fort complexe à appréhender au regard des nombreuses dimensions qu'il réunit, avec des objectifs parfois contradictoires entre l'environnement ou le sociétal, en plus de la complexité temporelle (entre urgence et temps long), de la multitude des actions engagées, ou de la complexité de l'information et de la transparence. Ce constat plaide en faveur de la production de données standardisées ESG pour que les différentes parties prenantes se comprennent, grâce à un langage commun qui est l'enjeu de la directive européenne CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) y compris avec des dispositifs spécifiques pour les PME, et permettant de faire l'objet d'audits.

Au-delà de la mesure, la dynamique d'innovation dans la gouvernance et la manière de produire paraissent tout autant essentielles à Marie Ekeland, en changeant de stratégie d'investissement, modifiant les écosystèmes, notamment en acceptant d'introduire du temps long, en créant un fond ouvert ou en privilégiant un fond de pérennité plutôt que l'actionnariat pour la gouvernance.

Cette dynamique fait écho à celle d'autres entrepreneurs, qui ont connu des succès, ou des consommateurs eux-mêmes. Ces entrepreneurs mettent leur succès au service de la résolution technologique de problèmes (dans le domaine du carbone par exemple).

La question du rôle de l'État se pose alors logiquement au regard de l'échelle des problématiques, comme le relève Nicolas Gomart. Il estime que la réglementation, au-delà de son caractère contraignant, est utile pour orienter les évolutions et les favoriser, en parallèle à ses propres capacités d'investissement (comme dans le cadre du fonds *Next generation EU*) et son action sur la fiscalité.

Le rôle le plus pertinent semble pour l'État de créer les conditions d'un investissement favorable par les investisseurs privés. La norme Solvabilité II pour les assureurs définissant un montant d'investissement de fonds propres permet par exemple de flécher des capitaux vers les investissements verts, grâce à un taux de taxation plus favorable, de manière indolore pour les finances publiques. A ce titre, la taxonomie paraît décisive et les efforts pour convaincre de la pertinence de cette démarche au niveau européen sont encore nécessaires.

Le mouvement des gilets jaunes a illustré de manière très claire les difficultés que peut rencontrer la fiscalité écologique, comme le relève Olivier Lenel, même si le signal-prix, comme avec la taxation du tabac, peut constituer un levier très puissant, également pour produire une évolution sur l'enjeu du carbone.

L'acceptabilité sociale de la transition paraît fondamentale dans ce contexte comme le souligne Jean-Jacques Barbéris. Dans le même temps, les investisseurs doivent intégrer la dimension sociale dans leur manière d'investir dans la transition comme dans le cadre de *finance for tomorrow* avec une coalition d'investisseurs pour la transition juste. L'alignement des politiques de rémunération avec des politiques d'alignement générales des économies et des entreprises semble de ce point de vue un enjeu sur lequel travailler.

L'évolution pour survivre semble un mouvement très puissant à l'œuvre, comme analysé par Darwin et rappelé par Alexandre Mars. Il en est de même pour de plus en plus de jeunes qui entrent sur le marché de l'emploi et qui aspirent à travailler dans des entreprises porteuses de sens, ce qui va induire une compétition positive pour recruter les talents. Même si l'alignement entre les valeurs prônées et les actions des individus est souvent complexe à concrétiser. La diversité semble constituer également une priorité, y compris par le recours à la loi et aux quotas. Cette diversité est à prioriser également dans une approche locale pour ne pas déraciner les compétences mais leur permettre de s'épanouir là où elles se sentent bien. Ce qu'illustrent plusieurs succès comme Voyage-Privé ou Swile par exemple.

Ces exemples démontrent en effet l'évolution à l'œuvre même si elle est encore

très minoritaire, dans le domaine de la finance, mais fait écho aux thèses de la prix Nobel d'économie Elinor Ostrom qui s'est intéressée à la gouvernance des communs et a montré que des groupes d'utilisateurs pouvaient gérer efficacement ces biens, sans qu'ils soient gaspillés ou surexploités. A côté de l'Etat et des entreprises privées, la finance à impact peut aussi intéresser des associations d'usagers qui s'approprient le développement d'un bien, d'un territoire, d'un commun pour trouver des solutions.

DÉFINIR UNE VRAIE STRATÉGIE ÉNERGÉTIQUE

COORDINATION **Éric Labaye**, Le Cercle des économistes / École Polytechnique

CONTRIBUTIONS **Christel Bories**, Eramet
Jan Hylleberg, Wind Denmark
Marianne Laigneau, Enedis
Noura Mansouri, Massachusetts Institute of Technology
Sylvie Ouziel, Envision Digital

MODÉRATION **Martial You**, RTL

Propos introductifs d'Éric Labaye, membre associé du Cercle des économistes

Le monde énergétique fait face à deux défis. D'un côté, le lien entre la croissance économique existante depuis la révolution industrielle et la croissance de la demande en énergie : aujourd'hui, nous sommes dans un monde qui continue à croître en termes de population. Or, une grande partie de cette population a besoin d'énergie pour accroître son niveau de vie. Il existe donc une certaine tension sur la demande énergétique. De l'autre côté, se pose la question du réchauffement climatique et de la décarbonation de notre énergie. Nous savons que deux mille milliards de tonnes de CO₂ ont été produites depuis le début de l'ère industrielle. Les sources d'émission sont : le charbon (35%), le pétrole (25%), le gaz (10%) et la déforestation (30%). Aujourd'hui, on se doit de décarboner, d'autant plus que nous sommes liés aux engagements de l'Accord de Paris dans lequel beaucoup d'États se sont engagés. Ces deux forces conduisent à se demander quels sont les éléments d'une stratégie énergétique, dont le changement est drastique. Quatre éléments doivent être abordés :

Le niveau d'ambition, d'abord. Avons-nous le bon niveau d'ambition pour notre stratégie énergétique ? Avec l'Accord de Paris, 50 % des États se sont engagés pour être neutres en carbone d'ici 2050. Ces 50 % sont déjà une première étape, mais allons-nous nous diriger vers les 100 % ? C'est seulement en atteignant ces 100 % de neutralité carbone qu'il sera possible de limiter l'augmentation des températures à 1,5°C plus qu'une augmentation à 2°C.

Les composantes d'une stratégie énergétique, ensuite. Les identifions-nous bien toutes et travaillons-nous bien dessus ? La première composante est le mix énergétique, c'est-à-dire la répartition entre les énergies renouvelables, nucléaires, fossiles, ou encore les énergies issues de nouvelles technologies. Se pose la question de sa fiabilité, ainsi que de la souveraineté. L'évolution du mix, au-delà de son niveau de production, regroupe-t-elle ces deux caractéristiques ? La deuxième composante de la stratégie se trouve du côté de la consommation. Quelles sont les évolutions de consommation attendues ? Cela met en lumière trois questions. Premièrement, l'efficacité énergétique : arrivons-nous à décroître la consommation et donc à améliorer l'efficacité pour une performance donnée ? Deuxièmement, la flexibilité : arrivons-nous à mettre en phase à la fois la demande et la production ? Troisièmement, la sobriété : devons-nous, du côté de la demande, arrêter quelques éléments ? Et la question générale qui en découle est celle de savoir si les stratégies de demande et de production sont bien unies. La troisième composante est l'innovation. Selon certains grands groupes industriels, entre 30 et 50 % des technologies nécessaires pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050 n'ont pas été soit finalisées, soit inventées. Il existe ainsi un énorme défi d'innovation. Le rapport « Tirole-Blanchard »¹ mentionnait que seuls 4 % de la R&D mondiale étaient dans la *green tech*. Il y a aussi un déficit de quantité. Quel est donc le bon niveau d'investissement ? sur quelles technologies ? Comment améliorer le photovoltaïque, l'hydraulien, l'hydrogène ou encore la capture du CO₂ ? S'il est possible d'inventer de nouveaux modes de production, il est aussi possible de capturer le CO₂ des productions existantes, ce qui permet d'utiliser le capital investi. La quatrième composante est le financement. Des trilliards de dollars et d'euros tous les ans seront investis dans les 30 à 40 ans à venir. Si le plan de relance est dirigé vers l'environnement, il reste la question des capitaux privés, des capitaux d'investissements. Quelle est la cohérence entre le financement, les modes de consommation, les modes de production et la question de l'innovation ? La cinquième composante de la stratégie est la réglementation du marché, ce qui permet aux acteurs d'avancer. La question reste celle du coût du CO₂, du prix du carbone aux bornes de l'Europe. Cela pose par exemple la question de la concurrence ou du type d'incitation. Sur ces cinq composantes, des exemples internationaux existent car tout le monde ne fait pas la même chose. Le prix pour le consommateur et le mix énergétique diffèrent entre les différents pays.

La vitesse, également. L'ensemble des cinq axes mentionnés donne-t-il une cohérence qui permet d'atteindre l'ambition ? Avons-nous un chemin pour y arriver ? Si nous avons une belle ambition et que nous avançons sur les cinq sujets, il reste à se demander si nous avançons à la bonne vitesse : c'est le sujet

1 O. Blanchard, J. Tirole. « Les grands défis économiques », Juin 2021.

de l'opérationnalisation de la stratégie. Tous les pays ne sont pas à la même vitesse aujourd'hui.

L'acceptabilité sociale, enfin. L'exemple des manifestations des Gilets jaunes d'il y a quelques mois illustre ceci. L'acceptabilité n'est pas forcément la même, le prix n'est pas le même, les changements de comportements ne sont pas forcément acceptés. La stratégie énergétique est multi-usage, multi-acteur et globale. Les COP aident beaucoup au niveau de la gouvernance, mais il faut voir, dans chacun des pays, dans chacun des secteurs, comment les entreprises, les consommateurs avancent dans leur transformation, comment tout le monde fait ce chemin ensemble pour déterminer cette stratégie.

Ambition, leviers, vitesse et acceptabilité sont les éléments qui pourront nous permettre d'affirmer que nous avons une vraie stratégie et que nous allons atteindre les ambitions économiques et environnementales auxquelles nous aspirons pour l'énergie.

Synthèse

Pour avoir une vraie stratégie énergétique, il faut avoir une vraie stratégie « matières premières », affirme Christel Bories. Si la consommation d'énergies renouvelables impose un important besoin en métaux, elle reste moins émettrice en CO₂ que les énergies fossiles. De plus, ces métaux se recyclant à l'infini, une économie circulaire très efficace est créée. Le problème, cependant, est la dépendance de l'Europe vis-à-vis de ces métaux. L'exemple du véhicule électrique est éloquent sur ce point. Pour atteindre l'objectif de vente de 50 % de véhicules électriques dans le monde en 2030, il faudra augmenter considérablement la production des métaux nécessaires pour la batterie (nickel, cobalt, lithium, etc.). Or, l'Europe n'a pas ces métaux sur son territoire, et 75 à 100 % des métaux doivent être importés. Les grandes puissances ont bien compris cette dépendance européenne. La Chine, quant à elle, investit massivement hors de son territoire : elle détient, aujourd'hui, environ 50 % de la ressource minière mondiale et 70 % des capacités de raffinage. La construction des infrastructures en Europe doit être accompagnée d'une politique financière et d'une géopolitique : il existe de nombreuses *gigafactories* en Europe, mais il faut s'assurer qu'elles ne soient pas vides. Les plans de relance européens flèchent sur l'Europe, mais ne flèchent pas vers des produits en dehors de l'Europe. D'un point de vue géopolitique, certains pays ont compris que cette transition énergétique était bien un enjeu de souveraineté. La crise de la Covid-19 nous a rappelé que, sur certains sujets, le manque d'approvisionnement était problématique.

Le développement durable et la responsabilité sociétale doivent être pris en compte, il ne faut pas entamer une transition en se focalisant uniquement sur les émissions de CO₂. Il faut faire attention aux chaînes de valeurs, aux consommateurs, aux communautés qui vivent sur toute la chaîne de valeur (travail des enfants dans les mines, dégâts environnementaux, etc.). L'avantage est que le marché européen est très important, ainsi il est possible d'imposer des standards environnementaux et sociétaux à l'importation de produits en Europe. C'est essentiel pour éviter un potentiel *dumping* social et environnemental au détriment des industries européennes.

Beaucoup de progrès en Europe ont été faits pendant la crise, estime Christel Bories. Mais sur certaines dimensions stratégiques, l'Europe a du retard : elle a du mal à penser hors de ses frontières. Une guerre économique sur les matières premières est en train de se jouer. L'Europe devrait penser de manière plus globale et devrait se doter d'outils réglementaires mais aussi d'outils de stratégies offensives. L'Europe pourrait, à la manière du Japon ou de la Corée, se doter d'un fonds public pour sécuriser une partie de ses besoins en matières premières.

La transition énergétique, se faisant avec l'accès aux énergies renouvelables et par la démocratisation des offres, est une proposition qui est bien à la portée de tous en Europe, affirme Jan Hylleberg. Le cas danois montre qu'il est possible de fixer des objectifs ambitieux au niveau réglementaire. Il faut que cela s'accompagne d'un plan concret sur la manière de procéder et d'une réflexion sur la meilleure façon d'assurer l'acceptation sociale. Dans certains pays, les premiers pas nécessaires à la construction d'une politique industrielle autour des énergies renouvelables sont faits. L'Europe peut fournir sa propre énergie, avec le potentiel de *offshore* dans la mer du Nord. Avec seulement la partie danoise de la mer du Nord, il est possible de produire trois fois plus d'énergie que les besoins du Danemark. La politique allemande pour les énergies renouvelables est orientée vers l'objectif de faire de l'Allemagne un importateur d'énergie verte. Si la bonne stratégie au niveau européen est adoptée, il y aura ensuite un défi concernant la stratégie industrielle. En effet, l'industrie est en compétition au niveau mondial ; il y a donc des risques liés à la mise en place d'une politique au niveau européen. Dans certains marchés, par exemple les hydrogènes renouvelables, des discussions sur la potentialité d'augmentation du nombre d'emplois sont à l'œuvre. Jan Hylleberg est convaincu que le développement de la technologie est capable de suivre la demande. L'accélération dans l'adoption de nouvelles technologies est liée à la baisse du coût des énergies solaires et éoliennes. Les énergies vertes sont donc compétitives sur le marché. En même temps, les européens prennent de plus en plus conscience du changement climatique. Dans certains secteurs,

ce sera difficile à gérer, par exemple dans celui des transports, où les choses s'accroissent beaucoup plus vite que prévu.

La transition écologique va se traduire par une augmentation de la part de l'électricité dans la consommation finale, affirme Marianne Laigneau ; en effet, les énergies fossiles vont être progressivement remplacées par l'électricité dans les deux secteurs les plus émetteurs que sont les transports et les bâtiments. Cependant, cette augmentation ne sera pas massive, car les efforts d'efficacité énergétique vont venir compenser les besoins. La stratégie française de lutte contre le changement climatique se traduit par le doublement, en quelques années, de la production électrique d'origine renouvelable. Ces usages nouveaux nécessitent des besoins en infrastructures et des investissements, mais aussi beaucoup d'innovations. Il est primordial d'accompagner les consommateurs dans la maîtrise de ces nouveaux usages, vers une soutenabilité de leur facture finale d'électricité. La facture d'électricité est divisée en trois : les taxes, la production et la commercialisation, le coût du transport et de la distribution. Maîtriser l'investissement, c'est tirer tout le parti des données de consommation et de leur pilotage. Il faut ainsi inclure le consommateur dans ces démarches, lui qui comprend peu de choses à l'organisation actuelle du monde de l'énergie. Le but est de gagner en productivité, d'être plus performant, plus efficace, de baisser les coûts et de satisfaire les clients.

Il existe 110 000 auto-consommateurs individuels, c'est-à-dire des personnes qui produisent de l'énergie renouvelable de manière intermittente, rappelle Marianne Laigneau. C'est peu, mais c'est 50 % de plus que l'année dernière. Une tendance sociétale se dessine ; les citoyens veulent être acteurs de ce monde énergétique, ils veulent produire et consommer localement, de manière plus responsable. Cela s'inscrit dans une économie circulaire, avec le recyclage des matériels qu'ils utilisent. Comment concilier des modèles de plus en plus locaux avec une vision nationale industrielle d'infrastructures ? Faut-il favoriser la construction par la collectivité de grands projets ou plutôt une multitude de petits projets qui peuvent coûter cher à connecter ? La question de l'autoconsommation est donc à traiter car, derrière elle, se pose la question du coût pour la collectivité. Le problème local/national est bien au cœur de la stratégie énergétique.

Concernant la question de la transition écologique des pays producteurs de pétrole, Noura Mansouri affirme que la consommation de pétrole sera encore importante pour plusieurs générations. D'autre part, se pose un défi pour déterminer une stratégie énergétique qui doit s'accorder avec la lutte mondiale contre le changement climatique, et avec la démocratisation de l'accès à l'énergie. La réponse de l'Arabie Saoudite à ces deux défis est l'économie

circulaire du carbone, une stratégie énergétique basée sur 4 axes : réduire, réutiliser, recycler et retirer. Cette stratégie permet de faire participer tous les secteurs, y compris ceux qui émettent la plupart du carbone. Ces secteurs sont encore basés majoritairement sur les hydrocarbures, il faut ainsi poursuivre les investissements dans le développement de nouvelles technologies. En étant inclusif, la durabilité sera assurée et l'écart entre la consommation d'hydrogène vert et brun pourra être réduit. L'Arabie Saoudite a bien entamé sa transition énergétique.

Noura Mansouri souligne également le lien existant entre la pandémie et le climat ; plus nous protégeons la biodiversité, plus nous en profiterons. Il a été montré que la pandémie avait pour cause la rupture des limites posées par la biodiversité. La crise de la Covid-19 a modifié notre façon de faire des affaires et notre façon de vivre : plusieurs secteurs ont fermé, la demande énergétique a été réduite. La nature et la biodiversité en ont profité, les émissions de CO₂ ont été réduites. Cependant, la question n'est pas celle de la nature ou l'humanité, mais plutôt celle de la construction de manière collaborative d'un avenir plus durable.

Il est possible d'atteindre une décarbonation non malthusienne, qui alimente la croissance grâce aux technologies digitales et industrielles, estime Sylvie Ouziel. L'innovation apporte de nombreuses solutions pour décarboner des usages de plus en plus lourds. De plus, ces innovations suivent la loi de Moore : plus elles sont industrialisées, moins elles sont coûteuses. Les éoliennes, par exemple, ont vu leurs coûts sur 20 ans diminuer de 40 %. C'est une énergie très abondante, et la moins coûteuse que l'humanité n'ait jamais pu produire ; elle constitue ainsi une opportunité de développement pour tous. Cependant, si la technologie n'est pas le facteur limitant, d'autres dimensions peuvent l'être. Cinq dimensions sont à prendre en compte : une dimension « technologie industrielle », une dimension « technologie digitale », une dimension « infrastructure », une dimension « réglementation », une dimension « modèle financier ». Le rôle de l'État est d'apporter des messages initiaux en termes de financement, mais surtout d'aligner ces cinq dimensions afin que les technologies puissent atteindre une production de masse. L'objectif est de faire émerger des *business model* tenables et autonomes qui ne soient pas financés par l'État. Ce qui freine aujourd'hui n'est pas l'abondance des ressources naturelles ou le fait qu'il y ait un marché, mais la structure réglementaire et financière de ce marché.

Le duel entre énergies renouvelables et nucléaires ne mènera pas à la victoire de l'une ou l'autre. La capture du carbone et sa séquestration est une bonne énergie de transition bien qu'elle ne soit pas tenable, car elle ajoute un coût à

un processus fossile et n'est donc pas compétitive. En France, le nucléaire est abondant et amorti, donc très peu coûteux. C'est une énergie qui n'émet pas de carbone et qui est dite « contrôlable », elle peut être allumée ou éteinte, ce qui n'est pas le cas des énergies renouvelables telles que le soleil ou le vent. Cependant, construire massivement du nucléaire n'est pas une solution économique, car elle ne bénéficierait pas des infrastructures existantes. De plus, les critères de sécurité n'ont fait que croître en termes de confinement et de séquestration. Ainsi, le bilan économique du nucléaire n'est pas forcément avantageux par rapport à des solutions éoliennes ou solaires, dont le coût ne fait que décroître dans le temps. Enfin, le problème des déchets nucléaires est à poser. En conclusion, le tout nucléaire n'est pas une alternative crédible ; cependant, la fermeture de toutes les centrales en France n'est pas non plus une solution.

Les entreprises vont s'implanter là où se trouvent les meilleures compétences, technologies, les cerveaux, mais également là où les clients vont adopter de manière précoce ces nouvelles technologies, fait remarquer Sylvie Ouziel. Grâce à la taxe européenne CAFE, qui taxe les constructeurs automobiles sur les émissions des voitures qu'ils vendent aux conducteurs, la production de véhicules électriques est stimulée en Europe. L'Europe devient ainsi très attractive : le véhicule électrique est en pleine croissance, ce qui attire massivement les investissements des entreprises privées. Il faut penser à cette attractivité du marché et créer des champions qui vont développer les bonnes technologies. La question de la création d'un fonds souverain français d'investissement dans les ressources naturelles est pertinente, mais il faut pour cela suffisamment d'excédent commercial.

Il faut surtout mettre les besoins et les capacités sur la bonne courbe, estime Éric Labaye. Le centre interdisciplinaire de l'Institut Polytechnique de Paris, *Energy4Climate*, estime que si l'humanité croît de 3 milliards de personnes, que le PIB mondial continue à croître de 3 %, que l'intensité énergétique baisse de 10 % tous les 10 ans, 75 % de l'intensité carbone de l'énergie produite devra être enlevée pour atteindre la neutralité carbone en 2050. La marche à franchir est donc énorme. Pour atteindre cette marche, tous les acteurs devront s'aligner pour changer leurs comportements, c'est-à-dire accélérer leur transformation, utiliser de manière efficace les nouvelles technologies.

L'enjeu pour une stratégie énergétique est pluridisciplinaire : celui de la cohérence économique, sociale, environnementale et géopolitique, conclut Éric Labaye. On note des avancées notables du côté de l'innovation ; les énergies renouvelables sont compétitives, mais il faut densifier et accélérer les efforts sur l'innovation. La collaboration entre tous les acteurs est primordiale ; il

s'agit de créer une dynamique, un cercle vertueux, y associer les citoyens pour que tous les acteurs apportent leur pierre dans cet environnement global. Au niveau de l'Europe, une partie de la solution est collective, les pays membres doivent apprendre de leurs voisins. Enfin, il faut accélérer.

DIX EXIGENCES POUR LA PRÉSIDENTIELLE

LES RENCONTRES ÉCONOMIQUES D'AIX-EN-PROVENCE

Les 2, 3 et 4 juillet 2021, le Cercle des économistes a réuni plus de 350 intervenants de toutes les sensibilités, du monde académique, économique, syndical et social pour les 21e Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence autour de la thématique « Saisir l'avenir, ensemble ». Trois jours de débats ouverts à tous pour penser la société de demain.

Les Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence 2021 se fixent pour objectif d'apporter des réponses aux deux interrogations majeures qui doivent irriguer le débat public : quel avenir pour le capitalisme ? Comment la France peut-elle réellement rebondir ?

A partir des réactions des membres du Cercle des économistes¹ et des débats tenus lors des 56 sessions, Les Rencontres émettent 10 propositions sur les sujets les plus importants.

- 1. Lutter contre le déficit de formation et de qualifications en France** à travers deux mesures principales. Donner la priorité au financement de l'éducation dès la petite enfance où se déterminent les inégalités. Intégrer massivement les entreprises dans le processus de développement des qualifications tout au long de la vie et de requalification des 1,5 million de jeunes qui ne sont ni en emploi, ni en études, ni en formation (NEET).
- 2. Généraliser la Garantie jeunes** à tous les étudiants, les apprentis, les jeunes travailleurs précaires et les NEET, indépendants financièrement. Bien entendu, elle prendrait en compte la spécificité des catégories précédentes. Le financement de cette mesure doit être lié à la réforme des retraites.
- 3. Intégrer pleinement la réforme des retraites dans les grandes positions des programmes des candidats** aux élections présidentielles. Mettre l'augmentation du nombre d'annuités au cœur de la réforme est une condition de sa réussite. Compléter cette réforme des retraites par des dispositifs de solidarité.

1 A l'exception d'Agnès Benassy-Quéré, Laurence Boone, Benoît Cœuré et Claire Waysand que leur statut institutionnel oblige à un devoir de réserve.

4. Soutenir les bas salaires des métiers de la « première ligne », publics et privés, dont nous ne pouvons plus ignorer le manque de considération salariale au vu de leur utilité sociale et de leur pénibilité. Lancer un « Grenelle des bas salaires » afin d'augmenter sensiblement les minimas salariaux des branches professionnelles dont les salaires sont les plus faibles. Revaloriser vraiment la rémunération du personnel soignant, des enseignants et des enseignants-chercheurs de la fonction publique.

5. Instaurer une garantie publique partielle de l'épargne des ménages lorsqu'elle est investie dans les fonds propres des TPE et PME, sous contrainte de niveau de patrimoine.

6. Renforcer la compétitivité industrielle française en réduisant, parmi les impôts de production, ceux qui pénalisent davantage ces secteurs, en prenant en compte les subventions.

7. Créer un écosystème à deux niveaux, favorable aux innovations de rupture. Au niveau européen, sur le modèle des BARDA et DARPA américaines, renforcer le modèle d'agences de recherche de projets plutôt que le modèle d'agences de recherche de moyens. Cette transformation doit être accompagnée d'une acceptation du risque et de pertes financières potentielles par des agences publiques. Au niveau français, trois mesures doivent être prises. D'une part, réorganiser les institutions publiques de recherche. D'autre part, porter les dépenses de recherche et développement françaises à 3% du PIB. Enfin, améliorer réellement l'efficacité du Crédit Impôt Recherche (CIR) envers les PME.

8. Revoir les critères de déficit et de dette de Maastricht et du Pacte de stabilité et de croissance, qui ne correspondent plus à la réalité européenne. La vraie question est celle de leur soutenabilité.

9. Réagir face au risque cyber par l'instauration d'une conférence internationale sur la cybersécurité.

10. Activer les trois leviers indispensables pour atteindre l'objectif de l'Union européenne de neutralité carbone en 2050. Élargir le marché européen d'échange des quotas d'émission de CO₂ à tous les secteurs d'activités de production. Supprimer dès à présent les attributions gratuites de quotas d'émission de CO₂ au sein de l'Union européenne. Utiliser une partie des recettes du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF) comme proposé par la Commission européenne pour financer la décarbonation dans les pays les plus polluants.

INDEX GÉNÉRAL DES AUTEURS

Abiola, Hafsat	I, 61	Bazzocchi, Didier	I, 7
Agache-Durand, Mirela	IV, 61	Becu, Elodie	I, 17
Aghion, Philippe	V, 46 - V, 14	Bedague, Véronique	II, 33
Akcigit, Ufuk	III, 56	Bell, Torsten	II, 16
Alaniou, Bénédicte	II, 43	Bénassy-Quéré, Agnès	II, 16 - IV, 14
d'Albis, Hippolyte	I, 50 - V, 78	Benhamou, Françoise	II, 70 - III, 7 - III, 25
Alderman, Liz	V, 59	Benmoussa, Chakib	II, 11
Alexandre, Marjorie	I, 54	Bensaid, Alexandra	II, 7 - V, 35
Algan, Yann	II, 27	Bensaid, Bernard	I, 12
Altmaier, Peter	V, 78	Berger, Suzanne	V, 46
Andor, László	IV, 44	Berger, Laurent	IV, 7
Antoine, Stéphanie	I, 22 - V, 23	Bertrand, Xavier	II, 7
Artus, Patrick	V, 7 - V, 14	Besson, Florence	II, 38
Aschenbroich, Jacques	III, 44	Beunardeau, Jean	IV, 51
Atig, Maya	IV, 36	Beytout, Nicolas	V, 30
Atkinson, Caroline	V, 23	Bini Smaghi, Lorenzo	IV, 61
Attali, Jacques	III, 12	Blandinières, Thierry	II, 43
Auriol, Emmanuelle	II, 16 - III, 49 - IV, 40	Blethon, Patrick	IV, 66
Babeau, Olivier	I, 29	Boccara, Frédéric	I, 65
Bacache-Beauvallet, Maya	III, 56	Boeri, Tito	III, 18
Baillard, Dominique	V, 65	de Boissieu, Christian	II, 7 - V, 17
Barbéis, Jean-Jacques	IV, 71	Bompard, Alexandre	IV, 40
Barbizet, Patricia	II, 43 - V, 40	Boone, Laurence	V, 14 - V, 59
Barnier, Michel	V, 46	Bories, Christel	IV, 77
Basini, Bruna	III, 25	Borne, Elisabeth	I, 65
Baudet, Jules	V, 7	Bosetti, Valentina	II, 49
Bayle, Laurent	III, 25	Boujnah, Stéphane	IV, 14

Briand, Sylvie	I, 12	Coutinet, Nathalie	I, 17
Brunel, Meka	II, 38	Crifo, Patricia	IV, 51
Buberl, Thomas	IV, 14	de Guigné, Anne	IV, 27
Burrow, Sharan	II, 7	De La Calle, Luis	II, 11
Cai, Mingpo	III, 39	Déau, Thierry	IV, 27
Calviño, Nadia	V, 7	Debon, Marie-Ange	IV, 27
Camus, Bertrand	II, 33	Dedeyan, Stéphane	IV, 40
Carcillo, Stéphane	III, 18	Delanglade, Sabine	V, 53
Carlac'h, Dominique	IV, 20	Des Cars, Laurence	III, 25
Carlson, Sarah	IV, 44	Deysine, Anne	V, 40
Carney, Mark	II, 56	Dockès, Pierre	V, 53
Carstens, Agustín	IV, 51	Dolveck, Marlène	II, 38
Cartapanis, André	II, 62 - V, 23	Donnery, Sharon	IV, 44
Casanova, Gaetan	I, 17	Doze, Nicolas	III, 39
Cazeaux, Fabien	I, 61	Drèze, Jean	I, 61
Centeno, Mario	IV, 51	Dubourg, Nicolas	IV, 66
de Chalendar, Pierre-André	II, 70	Duflo, Esther	II, 70
Chapuis, Jérôme	I, 54	Dumazy, Bertrand	IV, 36
Chaturvedi, Sachin	V, 65	Duteil, Emmanuel	I, 34
Chevillon, Hedwige	IV, 7	Ekeland, Marie	IV, 71
Chougnet, Jean-François	III, 25	El Karoui, Hakim	I, 50
Chusseau, Nathalie	II, 38	Elkrief, Ruth	IV, 40 - V, 7
Cicurel, Michel	I, 34	Encaoua, Myriam	I, 65
Clamadieu, Jean-Pierre	IV, 40	Engtoft Larsen, Anne-Marie	III, 44
Cœuré, Benoît	II, 22	Escande, Philippe	III, 49
Cohen, Patrick	III, 12	Fabre, Thierry	III, 56
Connan, Caroline	IV, 71	Farandou, Jean-Pierre	II, 49
Costa Silva, António	IV, 27	Farrell, Yvonne	II, 33
Costin, Claudia	III, 12	Faury, Guillaume	V, 78
Couppéy-Soubeyran, Jézabel	IV, 61	Fayet, Véronique	I - II, 70
Courtecuisse, Matthieu	III, 56	Ferguson, Niall	II, 11

Fontagné, Lionel	III, 44	Hamon, Benoît	I, 54
Fontanet, Arnaud	I, 7	Hansson, Ardo	IV, 20
Fournier, Paul-François	III, 56	Harayama, Yuko	III, 49
Fourquet, Jérôme	II, 7	Hasenfratz, Linda	II, 49
Frédeau, Michel	II, 49	Heim, Philippe	IV, 66
Frérot, Antoine	V, 30	Hermelin, Paul	III, 49
Friis, Lykke	V, 71	Hillman, Jennifer	V, 53
Gallois, Louis	III, 18	Hommeril, François	III, 18
García, Cyril	III, 44	Hudson, Paul	I, 7
García-Peñalosa, Cecilia	IV, 66	Hunt, Jennifer	III, 49
Garnier, Olivier	I - II, 16	Hylleberg, Jan	IV, 77
de Gaulmyn, Isabelle	II, 22	Illa, Salvador	I, 7
Gente, Karine	I, 54	Imbert, Pascal	III, 39
Geoffard, Pierre-Yves	I, 12	Israël, Stéphane	III, 44
Geoffron, Patrice	II, 33	Jacquet, Pierre	I, 61 - V, 65
Germain, Laurent	II, 38	Jacquillat, Bertrand	IV, 36
Ghebali, Flora	II, 70	Jaeger, Paul	V, 71
Ghosh, Gargee	I, 29	Jakubyszyn, Christophe	V, 40
Gideonsson, Susanna	I, 34	Jaravel, Xavier	I, 29
Ginori, Anaïs	I, 7	Jéhanno, Sylvie	III, 32
Girard, Olivier	V, 40	Jeudy, Bruno	II, 49
Giret, Vincent	I, 50	Jumet, Anne-Laure	II, 56 - V, 46
Girodolle, Jean-Louis	II, 11	Juul-Jørgensen, Ditte	II, 56
Gomart, Nicolas	IV, 71	Kandelman, Ingrid	III, 18
Grard, Marie-Aleth	I, 61	Kanté, Cheikh	V, 17 - V, 65
Grieve, Dominic	V, 40	Kao, John	V, 40
Gröndahl, Marie-Pierre	II, 11	Katséli, Louka	II, 49
Guillemot, Philippe	IV, 20	Kauffmann, Sylvie	II, 27
Guillouard, Catherine	II, 33	Kiechel, Anne-Laure	V, 59
Guinochet, Fanny	III, 18	Klein, Etienne	III, 7
Guiony, Jean-Jacques	III, 25	Klein, Olivier	V, 71

Kling, Didier	IV, 20	Louette, Pierre	II, 27
Kopff, Clarisse	IV, 40	Lu, Shaye	II, 22
Krastev, Ivan	V, 59	Lubochinsky, Catherine	IV, 51
Labaye, Éric	IV, 77	Lukash, Svetlana	V, 59
Lagarde, Christine	V, 7	Lustman, Florence	I, 41
Laigneau, Marianne	IV, 77	Lynn, Barry	II, 27
Lamnaouar, Anniela	I, 50	Mabille, Philippe	IV, 20
Lamoureux, Philippe	I, 12	MacGregor, Catherine	IV, 7
Landier, Augustin	III, 32	Madeline, Béatrice	IV, 66
Lanxade, Thibault	III, 32	Magnin-Mallez, Clarisse	II, 43
Lao, Birgit	III, 12	Makeieff, Macha	III, 25
Laot, Bleuenn	I, 34	Mallet, Victor	I, 29
Launay, Odile	I, 22	Mallet, François	IV, 44
Le Boucher, Éric	II, 16 - II, 62 - III, 7 - III, 16	Manservisi, Stefano	III, 12
Le Bras, Hervé	I, 50	Mansouri, Noura	IV, 77
Le Maire, Bruno	V, 78	Mars, Alexandre	IV, 71
Le Poultier, Caroline	II, 43	Martichoux, Elizabeth	V, 78
Leblanc, Robert	I, 41	Martin, Philippe	V, 71
Lechypre, Emmanuel	IV, 61	Masson-Delmotte, Valérie	II, 49 - II, 62
Lemery, Sandrine	IV, 40	Mathieu, Béatrice	III, 32 - IV, 14
Lenel, Olivier	IV, 71	Mayaki, Ibrahim Assane	V, 65
Lenglet, François	II, 70	McGuinness, Mairead	IV, 61
Letta, Enrico	II, 7	McInnes, Ross	IV, 7
de Leusse, Jean-Frédéric	IV, 61	Menegaux, Florent	V, 30
Levy, Jean-Bernard	IV, 7	Mignola, Patrick	II, 11
Lidington, David	V, 35	Mir, Chantal	I, 61
Lin, Justin Yifu	V, 65	Mockly, Dominique	I, 29
Loison, Patricia	I, 41 - I, 70	Moïsi, Dominique	V, 53
Lombard, Éric	IV, 14	Mokyr, Joel	I, 12
Lorenzi, Jean-Hervé	V, 14 - V, 30	Monsellato, Gianmarco	V, 23
		Montjotot, Hervé	IV, 27

Moreno, Elisabeth	II, 70	Pinon, Éric	I, 41
Moreno, Luis Alberto	I, 29	Piolle, Éric	V, 23
Morgon, Virginie	IV, 36	Pisani-Ferry, Jean	II, 16 - V, 35
Morin, Chloé	II, 11	Pollin, Jean-Paul	IV, 44
Morot, Patrice	IV, 14	Posen, Adam	V, 23
Mouhoud, El-Mouhoub	II, 56	Potier, Benoît	V, 30
Moureau, Nathalie	I, 34	Pouyanné, Patrick	II, 56
Moyon, Patrice	II, 33	Prat-Gay, Alfonso	I, 54
Musca, Xavier	IV, 66	Puig, Jean-Philippe	II, 43
Mushikiwabo, Louise	V, 53	Queisser, Monika	I, 65
Nakagawa, Melanie	V, 7	Rabault, Valérie	II, 22 - II, 70
Namias, Nicolas	IV, 36	Rabuel, Sylvain	I, 50
Nerbonne, Sophie	II, 27	Raffarin, Jean-Pierre	II, 22
Niblett, Robin	II, 27	Rambaud, Bertrand	III, 39
Ninane, Florence	V, 71	Raulin, Nathalie	I, 12
Ouziel, Sylvie	IV, 77	Rehn, Alf	III, 56
Pallez, Stéphane	I, 65	Renard, Mary-Françoise	IV, 71
Pannier-Runacher, Agnès	V, 30	Rey, Hélène	IV, 7
Paris, Vincent	III, 56	Richard, Stéphane	IV, 7
Parlongue, David	IV, 27	Riché, Pascal	IV, 44
Parly, Florence	V, 46	Rocher, Bris	IV, 66
Pastré, Olivier	I, 65	Rogoff, Kenneth	IV, 51
Pech, Thierry	II, 22	de Romanet, Augustin	II, 7
Pehrsson, Ulf	III, 44	Rouaix, Vincent	III, 32
Peronnet, Olivier	IV, 36	Roulet, Alexandra	IV, 20
Perrier, Yves	V, 35	Ruffenach, Pascal	I, 50
Perrot, Anne	III, 39	Saadé, Rodolphe	V, 46
Pezzini, Mario	V, 65	Saint-Étienne, Christian	II, 11
Piccard, Bertrand	I, 70	Sall, Macky	V, 17
Piechaczyk, Xavier	II, 38	Sarr, Papa Amadou	III, 39
Pignal, Stanley	IV, 51	Schelcher, Dominique	II, 43

Schmidt de la Brélie, Christian	I, 17	Védrine , Hubert	V, 59
Schmit, Nicolas	I, 65	Viard, Jean	V, 53
Schmitt, Jean	III, 49	Vicente, Tristan	I, 61
Schubert, Christian	V, 71	Vidal, Frédérique	III, 16
Sentilhes, Gregoire	IV, 61	Vieira da Silva, José	I, 7
Seux, Dominique	IV, 36	Villeroy de Galhau, François	V, 35
Seydi, Moussa	I, 22	von Weizsäcker, Jakob	IV, 61
Shafik, Nemat	V, 35	Wahl, Philippe	V, 30
Shiva, Vandana	II, 56	Wang, Huiyao	V, 59
de Silva, Isabelle	III, 39	Waysand, Claire	II, 49
Siza Vieira, Pedro	V, 71	Weder di Mauro, Beatrice	IV, 51
Smit, Sven	V, 46	Wild, Oliver	V, 40
Stordalen, Gunhild	II, 43	Wisniewski, Raphaël	I, 17
Sutt, Andres	III, 32	Woerth, Éric	I, 41
Suwa-Eisenmann, Akiko	I - IV, 27	Woods, Ngaire	I, 29
Tassart, Bénédicte	III, 44	Yang, Marjorie	IV, 20
Tegnell, Anders	I, 12	You, Martial	IV, 77
Terrier, Georges	V, 40	Zhang, Jun	III, 39
Teste, Benoit	I, 34		
Tison, Erwann	I, 54		
Tomasini, Magda	I, 50		
Tooze, Adam	V, 23		
Touraine, Marisol	I, 22		
Touvrey, Catherine	I, 7		
Trainar, Philippe	I, 41		
Trannoy, Alain	III, 12		
Trouchaud, Philippe	III, 32		
Vaissié, Arnaud	I, 12		
Valla, Natacha	I, 7		
Van Parijs, Philippe	I, 54		
Vassal, Martine	II, 22		

REMERCIEMENTS DU CERCLE DES ÉCONOMISTES

Les membres du Cercle des économistes pour leur participation :

Hippolyte d'Albis, Philippe Aghion, Yann Algan, Patrick Artus,
Emmanuelle Auriol, Agnès Bénassy-Quéré (membre en disponibilité),
Françoise Benhamou, Jean-Paul Betbèze, Christian De Boissieu,
Laurence Boone, Stéphane Carcillo, André Cartapanis,
Benoît Cœuré (membre en disponibilité), Lionel Fontagné,
Pierre-Yves Geoffard, Patrice Geoffron, Pierre Jacquet, Bertrand Jacquillat,
Jean-Hervé Lorenzi, Catherine Lubochinsky, Philippe Martin, Valérie Mignon,
Olivier Pastré, Anne Perrot, Jean-Paul Pollin, Hélène Rey, Dominique Roux,
Christian Saint-Etienne, Akiko Suwa-Eisenmann, David Thesmar,
Philippe Trainar, Alain Trannoy, Claire Waysand (membre en disponibilité)

L'ensemble des intervenants ainsi que :

Maya Bacache-Beauvallet, Patricia Barbizet, Nathalie Chusseau,
Jézabel Couppey-Soubeyran, Pierre Dockès, Cecilia García-Penalosa,
Olivier Garnier, Karine Gente, Xavier Jaravel, Éric Labaye, Augustin Landier, El
Mouhoub Mouhoud, Nathalie Moureau, Mario Pezzini,
Mary-Françoise Renard, Alexandra Roulet, Natacha Valla.

Pour leur collaboration et leur soutien aux Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence 2021 :

Sciences Po Aix, Aix-Marseille Université, La Mairie d'Aix-en-Provence,
Territoire du Pays d'Aix et Pays d'Aix Développement,
Le Festival d'Aix-en-Provence

Ainsi que :

ACCENTURE ; AFG ; AGIPI ; AIR LIQUIDE ; ALEGRIA-ACTIVITY
ALLEN & OVERY ; AMRAE ; AMUNDI ASSET MANAGEMENT
ANDERA PARTNERS ; AON ; AXA FRANCE ; BANQUE DE FRANCE ; BCG
BIRD ; BOURSORAMA ; BRED ; CAP GEMINI ; CARREFOUR

CATHAY CAPITAL ; CASTALIE ; CCI PARIS ILE DE FRANCE
CHÂTEAU BEAULIEU ; CHUBB ; CMA CGM ; CNIEL ; CNP ASSURANCES
COVEA ; CRÉDIT AGRICOLE ; DALKIA ; DAVIS POLK ; DELOITTE ; DOMUS
VI EDENRED ; EDF ; EGIS ; ELIOR ; ENEDIS ; ENGIE ; ENVISION ; ERAMET
EULER HERMES ; EURAZEO ; EURONEXT
FÉDÉRATION BANCAIRE FRANCAISE ; FFA ; FINEXSI
GROUPE GALERIES LAFAYETTE ; GECINA ; GOLDMAN SACHS
GROUPAMA AM ; GROUPE ADP ; GROUPE AVEC ; GROUPE AVRIL
GROUPE CAISSE DES DÉPÔTS ; GROUPE LA POSTE ; GROUPE MICHELIN
GROUPE RATP ; GROUPE RENAULT ; GROUPE ROCHER ; GROUPE SAUR
HARMONIE MUTUELLE ; HSBC ; ICADE ; INETUM ; INTERNATIONAL SOS
INVIVO ; ISALT GESTION ; JOLT CAPITAL ; JOUVE ; KEOLIS
KEPLER CHEUVREUX ; KLESIA ; LA BANQUE POSTALE
LA FRANÇAISE DES JEUX ; LAZARD ; LEEM ; LVMH ; MATMUT ; MAZARS
MCKINSEY & COMPANY ; MERIDIAM ; MOODY'S ; NATIXIS ; NEXITY
NEXTSTAGE ; ORANGE ; PHILIP MORRIS ; PWC ; RTE
RUSSELL REYNOLDS ASSOCIATES ; SAFRAN ; SAINT-GOBAIN ; SANOFI
SIA PARTNERS ; SIPAREX ; SNCF ; SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ; SOCOTEC ; SOLVAY
SOPRA STERIA ; SUEZ ; SYSTÈME U ; TEREGA ; TOTALENERGIES ; UBS
VALEO ; VEOLIA ; WAVESTONE

Pour leur modération :

Bénédicte Alaniou (Le Parisien), Liz Alderman (New York Times),
Stéphanie Antoine (France 24), Dominique Baillard (RFI),
Bruna Basini (Le Journal du Dimanche), Elodie Becu (EBRA Presse),
Alexandra Bensaid (France Inter/France 2), Florence Besson (Elle),
Nicolas Beytout (L'Opinion), Fabien Cazeaux (France Inter),
Jerome Chapuis (La Croix), Hedwige Chevrillon (BFM Business),
Patrick Cohen (Europe 1), Caroline Connan (Bloomberg),
Isabelle De Gaulmyn (La Croix), Anne De Guigné (Le Figaro),
Sabine Delanglande (Les Echos), Nicolas Doze (BFM Business),
Emmanuel Duteil (Europe 1), Ruth Elkrief (LCI), Myriam Encaoua (LCP),
Philippe Escande (Le Monde), Thierry Fabre (Challenges),
Anaïs Ginori (La Repubblica), Vincent Giret (Radio France),
Marie-Pierre Grondhal (Le Journal du Dimanche),
Fanny Guinochet (Franceinfo), Christophe Jakubyszyn (BFM Business),
Bruno Jeudy (Paris Match), Anne-Laure Jumet (France Culture),
Sylvie Kauffmann (Le Monde), Emmanuel Lechypre (BFM/RMC),
François Lenglet (TF1), Patricia Loison (Franceinfo),

Philippe Mabilie (La Tribune), Béatrice Madeline (Le Monde),
Victor Mallet (Financial Times), Elisabeth Martichoux (LCI),
Béatrice Mathieu (L'Express), Patrice Moyon (Ouest-France),
Stanley Pignal (The Economist), Nathalie Raulin (Libération),
Pascal Riché (L'Obs), Christian Schubert (Faz), Dominique Seux (Les Echos),
Bénédicte Tassart (RTL), Martial You (RTL)

Pour leur participation et leurs interventions :

Les 120 étudiants ou jeunes actifs de 18 à 28 ans sélectionnés et invités à l'issue d'un appel à candidatures. Ils ont été sélectionnés parmi plus de 500 candidats et trois lauréats ont été choisis par le jury pour leur réflexion sur le thème « Résister aujourd'hui pour Inventer demain » : Etienne de l'Estoile, Benoît Piveteau, Naelle Verniest. Le jury a décidé cette année de décerner deux mentions spéciales à Océane Mascaro et Antoine Oberdorff.

Pour leur accompagnement et leur implication :

L'ensemble des membres du Jury La Parole aux 18-28 et les trois lauréats élus sur la base de leur contribution écrite sur le thème « Résister aujourd'hui pour Inventer demain » sous la présidence d'Étienne Klein, Physicien, directeur de recherches au CEA et docteur en philosophie des sciences et composé d'Agnès Audier (BCG), Françoise Benhamou (Cercle des économistes), Jacques Biot (Ancien Président de l'École polytechnique), Patrice Geoffron (Cercle des économistes), Sylvie Kauffmann (Le Monde), Anne-Laure Jumet (France Culture), Éric Molinié (Dalkia) et Bruno Raffaelli (de la Comédie-Française).

Nous remercions vivement le Ministère de l'Enseignement Supérieur, de la Recherche et de l'Innovation, pour son soutien constant depuis le début de cette aventure.

Une mention spéciale pour les Editions Nathan pour la parution de la 9ème édition du livret La Parole aux 18-28 et pour France Culture pour sa mise en avant active des lauréats.

Sans oublier les partenaires du dispositif La Parole aux 18-28 :

Aix Marseille Université, ARES, Bpifrance, CDEFI, CGE, CPU, Ville d'Aix-en-Provence, Les Crous, Spencer Stuart

Et enfin, ceux qui ont orchestré ces Rencontres :

Marie Castaing et Anne Vernois avec Nicole Bordet, Laure Coumes, Laetitia Deloin, Guillemette de Luze, Lise Frische, Philippine Guérard, Alexandra le Tourneur d'Ison, Clément Lebourg, Léa Le Van Bereni, Zoé Martigny, Thibaut Mommeja, Anaïs Paccard, Sophie Parisel, Alban Schneyder, Helen Verryser

Avec le soutien de :

Eloïse Bernadou, Camille Bouquet, Lucie Calonne, Anna Czarnohorska, Anne-Sophie Devallet, Catherine Filonczuk, Théodore Gentil, Léa Konini, Thibaut Mongis, Mathieu Noguès, Pauline Porcheron, Antoine Rougier



Retrouvez l'intégralité des débats et sessions en replay sur

lesrencontreseconomiques.fr