

Financer les investissements pour une croissance soutenable en Europe

Retrouver une croissance durable en Europe au-delà du rebond conjoncturel implique de relever le taux d'investissement et de l'orienter dans le sens de la qualité de la croissance. Nous pensons que les bases d'un programme ambitieux se trouvent dans les objectifs 2020 inscrits dans le paquet Climat-Énergie de l'Union européenne et dans l'opportunité offerte par la conférence de Paris sur le climat de décembre 2015. Nous évaluons l'ampleur des investissements à faire, les domaines prioritaires et insistons sur la nécessité d'instaurer une valeur sociale du carbone suffisamment élevée pour encourager les projets bas-carbone. La situation actuelle de l'Europe implique un financement transitoire original, faisant appel à la politique de bilan de la BCE.

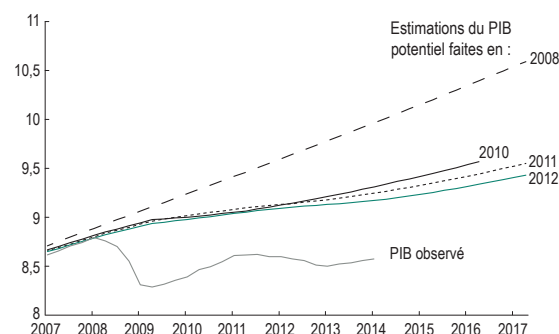
■ Écarter la malédiction de la croissance basse dans la zone euro

Depuis 2007, la zone euro est victime d'une double faiblesse. D'une part, l'insuffisance chronique de demande a abouti à une stagnation prolongée, de sorte que le niveau du PIB est en 2014 légèrement inférieur à celui de 2007. D'autre part, le renouvellement insuffisant du capital tant matériel qu'immatériel a entraîné un fléchissement des facteurs de la productivité, se traduisant par une croissance potentielle sensiblement inférieure à la tendance d'avant-crise (graphique 1).

Pendant que l'investissement productif plongeait (-20 % en moyenne dans la zone euro de 2008 à 2014), l'héritage du surendettement provoqué par l'expansion immobilière de nombreux pays européens et révélé par la crise financière provoquait un surgissement de l'épargne privée. Celui-ci était motivé par le désir de désendettement et par la recherche de liquidité pour se prémunir contre un avenir incertain et pressenti sombre. Jusqu'en 2010, l'écart entre l'épargne et l'investissement agrégés dans la zone euro a été amorti par l'augmentation des déficits publics. Mais à partir de 2011, les gouvernements se sont jetés simultanément dans l'austérité budgétaire, faisant grandir l'excès d'épargne (graphique 2). En conséquence, la zone euro, qui avait précédemment un compte extérieur équilibré, s'est mise à accumuler des excédents courants.

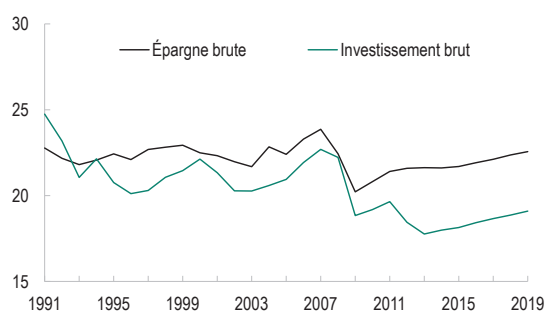
Tout se serait bien passé si chaque pays avait pu accumuler des excédents extérieurs en proportion de son excès d'épargne privée. Toutefois, la zone euro étant un grand espace économique au niveau mondial, son excédent courant ne pouvait pas être très élevé, étant, dans les conditions post-crise financière, limité par la faible capacité du reste du monde à l'absorber. Un ajustement efficace aurait impliqué que le redéploiement de l'activité économique vers la demande extérieure à la zone euro bénéficie surtout aux pays les plus affectés par le désendettement privé consécutif aux excès d'endettement d'avant-crise.

Graphique 1 – PIB potentiel et effectif dans la zone euro
en milliers de milliards d'euros 2005



Source : FMI, World Economic Outlook Databases, Bloomberg.

Graphique 2 – L'écart grandissant entre l'épargne et l'investissement bruts dans la zone euro en % du PIB



Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2014.

C'est l'opposé qui s'est passé. Le pays le moins affecté par l'endettement d'avant-crise, c'est-à-dire l'Allemagne, a accumulé des excédents courants atteignant des niveaux extravagants (plus de 7 % du PIB en 2013 et 2014) et de plus en plus élevés. Le néomercantilisme allemand, dans un monde où les déséquilibres globaux des balances de paiements se réduisaient par une forte décélération de la croissance mondiale, a contraint l'ajustement des pays souffrant d'un excès d'épargne privée. Ces derniers n'avaient alors que deux possibilités : accepter la poursuite de déficits public et courant pour maintenir un niveau minimal d'activité (ce fut le cas de la France) ou sombrer en récession pour détruire l'excès d'épargne par diminution du revenu national (ce fut le cas de l'Italie et de l'Espagne). Le tableau 1 montre clairement que si la France n'a pu échapper à une sous-utilisation des capacités de production, celle-ci a été bien plus marquée en Italie et en Espagne.

Le cumul de cette configuration sur plusieurs années se reflète dans les positions extérieures nettes. Seule l'Allemagne accumule des avoirs nets sur l'étranger. Les autres grands pays de la zone euro ont des dettes nettes. Pour l'Espagne, il s'agit du surendettement privé qui a financé la spéculation immobilière avant la crise.

Cet ajustement inefficace, exacerbé par les erreurs de politique économique commises en 2011 et 2012, a conduit la zone euro dans un piège de basse croissance auto-entretenu. L'espoir de ceux qui ne veulent pas remettre en cause les politiques économiques en vigueur est qu'un choc extérieur suffira à sortir la zone euro du marasme. Cet espoir avait déjà été formulé en 2013 à la sortie de la récession. La double baisse du prix du pétrole et du change de l'euro peut certes provoquer un rebond conjoncturel, mais le retour d'une croissance durable est une toute autre affaire.

Tableau 1 – Les déséquilibres extérieurs et la sous-activité en 2013 en % du PIB

Pays	Balance courante	Position extérieure nette	Écart de production (%)*
Allemagne	7,5	48	-0,6
France	-1,3	-17	-2,9
Italie	1,0	-30	-5,6
Espagne	0,8	-98	-5,3

* Écart de production = (PIB courant - PIB potentiel) / (PIB potentiel).
Source : IAGS, 3^{ème} rapport, tableau 1, chap. 5, p. 167, décembre 2014.

Tant que les « réformes structurelles » seront unilatéralement biaisées dans le sens de la dévaluation interne, c'est-à-dire de la baisse des coûts salariaux, sans se préoccuper des causes du déclin des progrès de productivité, elles jetteront les pays les uns contre les autres sans aucun gain collectif. Dans une phase de mutation suivant une grave crise financière, les ressorts antérieurs de la croissance, c'est-à-dire une dérive de l'endettement pour compenser l'effet dépressif sur la demande de l'inégalité des revenus, sont largement détendus, sinon brisés. On ne peut retrouver de croissance robuste et durable sans se préoccuper de la qualité de la croissance. Le désendettement étant très difficile, les banques centrales ont inondé les économies de liquidité. Cela n'a pas empêché le reflux de l'inflation et la panne de l'investissement. Or c'est dans un programme d'investissement ambitieux que les « vraies » réformes structurelles peuvent se réaliser, celles qui relancent le dynamisme économique par une politique industrielle tournée vers de nouvelles sources de productivité.

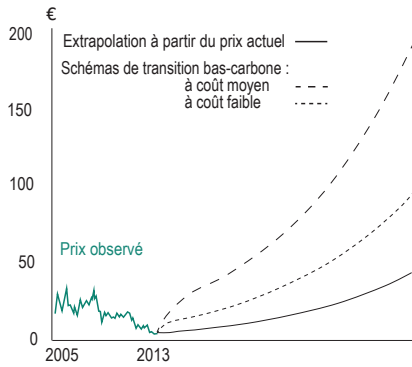
Si le contexte conjoncturel devient favorable à un rebond de la demande, le programme d'investissements européens doit comprendre des projets qui pourraient être mis en œuvre immédiatement mais qui ont été tenus en réserve jusqu'ici par le pessimisme ambiant. Mais il ne s'agit que d'une rampe de lancement. Le programme doit être capable de mettre en mouvement des investissements à longue portée qui alimentent une croissance endogène. Les investissements publics et privés doivent être complémentaires et innovants pour élever la compétitivité hors prix et être capables d'inverser la désindustrialisation des territoires pour améliorer la qualité de la croissance. Cet ensemble de contraintes nous oriente vers les champs de la transition énergétique et bas-carbone.

■ Changement climatique et stratégie d'investissement pour une croissance soutenable

L'Union européenne s'est déjà fixé des objectifs dans le cadre du paquet Climat-Énergie 2020 : 20 % de réductions d'émissions, 20 % d'accroissement de l'offre d'énergie renouvelable et 20 % d'accroissement de l'efficacité énergétique, dans chaque cas par rapport aux niveaux de 1990. Les cibles couvrent essentiellement quatre secteurs d'investissement : l'accroissement de l'offre d'énergie renouvelable, la construction de réseaux de distribution d'électricité (*smart grids*), l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments, et le renouvellement des moyens de transport urbains.

L'objectif d'investissement est donc clairement défini. Néanmoins, la réalisation n'est pas si simple. Afin de remplir ces objectifs, les investissements dans les réseaux d'électricité devraient augmenter de 100 % sur la décennie 2010-2020. Pour ce qui concerne les énergies renouvelables, en dépit d'un départ prometteur, la capacité de production a chuté de 41 % sur les deux dernières années, de sorte que 120 milliards d'euros d'investissements sont désormais requis pour atteindre la cible en 2020. Dans le cadre de la rénovation des bâtiments, la Commission européenne a estimé en 2012 qu'au moins 60 milliards d'euros seraient nécessaires annuellement d'ici à 2020. Malheureusement, le secteur de la construction a chuté ces six dernières années, entraînant une baisse de production de 22 % par rapport à 2007. Malgré tout, la rénovation du stock d'immobilier reste cruciale, dans la mesure où les bâtiments (publics,

Graphique 3 – Prix du carbone sur le marché européen des quotas d'émissions - Prix observé jusqu'en 2013 et projections à 2050



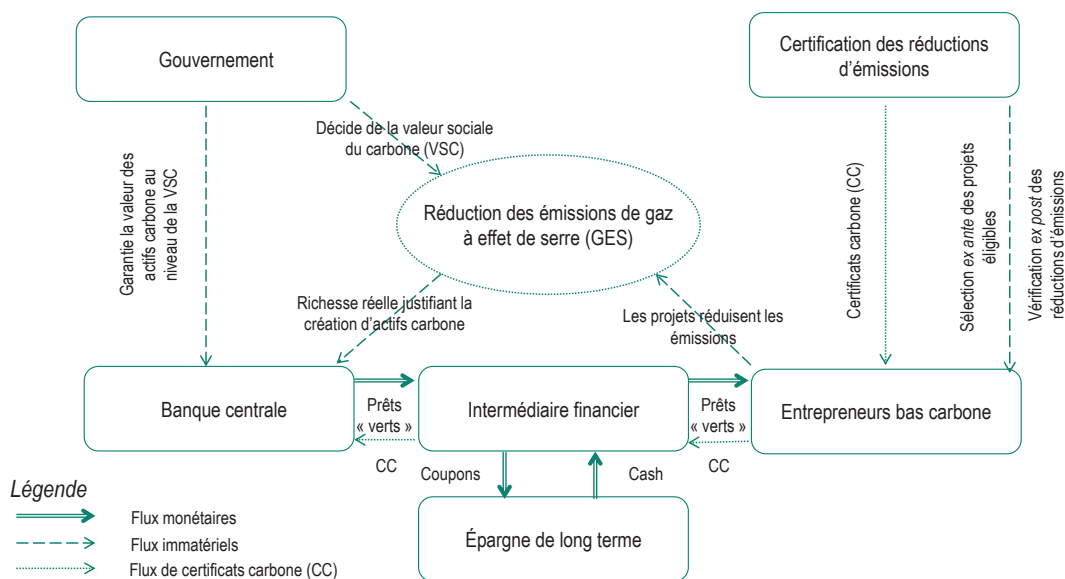
Source : 2^e Investing Initiative d'après CDC Climat Recherche (2013).

commerciaux et résidentiels) correspondent à 40 % de la consommation d'énergie finale en Europe selon l'Agence internationale de l'énergie. Dans le secteur des infrastructures de transport, l'écart d'investissement est immense, à la fois pour les projets de transport trans-européens, avec 500 milliards d'euros requis sur la décennie 2010-2020 dans le rail et les infrastructures portuaires, et pour la mobilité urbaine. Ces quatre types d'investissements ont en commun un écart significatif entre leur rendement social et privé, en l'absence d'une valorisation suffisante de l'externalité carbone. Si les cibles doivent être atteintes, cette valeur doit être fixée à un niveau supérieur aux prix existants, qu'il s'agisse du prix carbone du Système européen d'échange de quotas d'émission (EU-ETS), actuellement autour de 6 € la tonne équivalent-CO₂ (graphique 3), ou de la taxe carbone française de 14,5 € / t CO₂ eq. Mettre un prix élevé à l'externalité carbone est la clé d'une transition efficace de ces secteurs, à la condition de pouvoir contourner les blocages de nature politique liés à la mobilisation des « perdants » de la transition bas-carbone. Il s'agit donc de trouver un mécanisme de financement transitoire.

Un mécanisme de financement transitoire pour contourner les blocages...

Le cœur de notre proposition revient à une différenciation temporaire entre le prix du carbone inclus/payé par le stock de capital installé et les biens et services produits, et le prix du carbone inclus/payé par les nouveaux investissements, *ie* le capital futur à produire¹. Les nouveaux investissements intégreraient une forte valorisation du carbone aussitôt que possible, tandis que le stock de capital existant serait temporairement épargné afin de réduire les sources de blocage d'ordre politique. Ceci peut être concrètement réalisé en appliquant une valorisation élevée du carbone à ces quatre catégories d'investissements, qui produiraient chacune des réductions d'émissions de CO₂ et prépareraient le terrain pour une reprise durable de l'activité européenne. Un actif carbone serait créé dès lors que la quantité de gaz à effet de serre évités par le projet financé serait vérifiée et certifiée par des agences indépendantes ; cet actif carbone serait alors accepté comme collatéral au refinancement par l'autorité publique monétaire, la BCE dans notre cas (schéma 1). La garantie publique apportée sur la valeur des actifs carbone par la banque centrale n'est pas un substitut au prix réel du carbone. De façon très pragmatique, elle épargne le stock de capital existant en lui évitant une dépréciation trop forte, tout en envoyant un « signal prix » aux nouveaux investissements durant la phase de transition du processus. De cette manière, cela réduit considérablement les effets redistributifs immédiats d'un prix optimal du carbone. Avec le temps, le prix réel du carbone devrait converger vers sa valeur sociale dans la mesure où il y a de fortes incitations pour les gouvernements à mettre en œuvre les mesures fiscales nécessaires pour assurer la garantie publique. Les certificats carbone produits par le processus décrit ci-dessus sont une matérialisation de l'écart entre rendement social et privé des investissements dans les quatre secteurs étudiés dans cette Lettre. Mais la structure de financement des investissements dans chacun de

Schéma 1 – Le mécanisme de certificats carbone



1. Pour une présentation plus complète de cette proposition, voir M. Aglietta et É. Espagne (2015), « Financing energy and low-carbon investment: public guarantees and the ECB », CEPII Policy Brief, n° 6, février.

ces secteurs est très différente, de sorte que nous devons analyser attentivement l'effet potentiel de ces certificats sur le comportement d'investissement de chaque type d'agent économique.

...et modifier les comportements sectoriels d'investissement

Comment le mécanisme de financement que nous proposons peut-il changer le comportement d'investissement à court et à long terme ? Est-ce que l'incitation sera assez forte pour encourager les nécessaires transformations structurelles de ces secteurs ? Va-t-elle favoriser les réductions d'émissions les plus efficaces ?

Les secteurs varient grandement en termes de type et de taille des agents économiques impliqués, de leurs contraintes budgétaires et de crédit, de la qualification des emplois générés. Dans l'Union européenne, le potentiel pour l'efficacité énergétique de la rénovation des bâtiments a été estimé à environ 600 milliards d'euros entre 2012 et 2020 ; 180 milliards d'euros pour réduire les émissions de 20 %, et 420 milliards d'euros pour les réduire de 40 %. Les entreprises impliquées dans la rénovation thermique des bâtiments sont souvent de petite taille, et doivent mettre en œuvre des dispositifs de formation et de restructuration de leur mode d'organisation propres à cet objectif d'isolation. Pour ce qui concerne l'immobilier résidentiel, il existe de plus une contrainte budgétaire non négligeable pour une bonne part des propriétaires de logements. L'avantage du dispositif de certificats carbone repose sur sa souplesse d'ajustement à ce type de configuration où le risque de l'investissement doit être partagé entre plusieurs acteurs, même si des politiques d'aide technique à la formation et de tiers payant devront sans doute être mises en œuvre en parallèle.

La mobilité urbaine est un secteur qui a des caractéristiques très différentes. Les instruments pour financer ces investissements sont déjà très bien structurés. Dans la mesure où la plupart de ces investissements sont réalisés par des investisseurs publics, la mobilité urbaine semble être un bon endroit pour mettre en œuvre la version la plus simple du mécanisme de certificats carbone, à condition que le contrôle de l'efficacité carbone des investissements soit particulièrement strict en raison de l'échelle de ces projets. La question du partage du risque est moins un problème dans la mesure où le secteur est beaucoup plus homogène que celui du bâtiment.

Un canal direct de transmission de la politique monétaire

Les implications politiques du nouveau tournant monétaire de la BCE ne font qu'émerger après l'annonce de la politique de *quantitative easing*, dans laquelle la BCE se propose d'acheter environ 1100 milliards d'euros de titres souverains (essentiellement) et d'actifs privés (marginale) en l'échange de la poursuite de réformes structurelles et de consolidations fiscales. Selon ce mécanisme, le soutien aux investissements nouveaux provient de la réallocation de portefeuille par les institutions financières et d'un coût du capital diminué pour les emprunteurs. En théorie, en réduisant le ratio rendement / risque de la dette publique à long terme, les détenteurs de dette publique vont chercher à diversifier leurs portefeuilles vers des instruments plus risqués ou à rendement plus élevé, transmettant la baisse des taux vers un spectre plus large d'actifs privés. Cependant, à la suite de la crise financière, les investisseurs risquent de manifester une préférence pour la liquidité. De plus, les emprunteurs potentiels pourraient avoir un appétit faible pour l'investissement, soit en raison d'une demande insuffisante, soit en raison de la priorité accordée à la réduction des dettes. Avec cette proposition, la BCE achèterait des instruments financiers émis par les investisseurs bas-carbone (*ie* des crédits carbone certifiés et des obligations bas-carbone). La monétisation de ces instruments générerait de nouveaux revenus en créant un canal de transmission direct pour abonder l'investissement dans les secteurs soutenables de l'économie. En se concentrant sur quatre secteurs, il serait possible de réduire l'écart à la croissance potentielle et de créer un chemin crédible vers une économie bas-carbone.

La récente Conférence des parties de Lima, en décembre 2014, a souligné le rôle clé que pourrait jouer la finance climat pour un accord lors de la prochaine Conférence des parties à Paris en 2015. La capacité des pays développés à construire la confiance autour du financement du climat à long terme sera de la plus haute importance. L'Europe, figure de premier plan de la diplomatie climatique, devrait tenir un rôle clé en assurant les conditions de création de cette confiance.

Michel Aglietta et Étienne Espagne*
michel.aglietta@cepil.fr

* Étienne Espagne est économiste à France-Stratégie.

La Lettre du

CEPII

© CEPII, PARIS, 2015

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00

www.cepil.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier & Sophie Piton

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légitime et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)
France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
Direction de l'information légale
et administrative (DILA)
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
Tél. : 01 40 15 70 01

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

Mars 2015
Imprimé en France par la DSAF
Pôle conception graphique-fabrication

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

