

## **Comment concilier sérieux budgétaire et investissements d'avenir : Pour une séparation entre budgets de fonctionnement et d'investissement**

Pierre-Ange SAVELLI, Hadrien HADDAK<sup>1</sup>, Xavier JARAVEL<sup>2</sup>

Relecteur : Olivier BLANCHARD

**Depuis plus de trente ans l'investissement public diminue alors que les dépenses publiques augmentent.** Les rééquilibrages budgétaires consécutifs à la crise n'ont pas suffisamment pris en compte ce problème et n'ont pas su préserver l'investissement public.

**Pour les trente années à venir, cette dynamique contraint les investissements d'avenir, tout particulièrement notre capacité à mener la transition écologique et à préserver notre souveraineté technologique.** La baisse de l'investissement public risque de contraindre la poursuite de ces deux objectifs d'intérêt général. La transition écologique et énergétique nécessitera environ 3000 milliards d'euros d'investissements publics et privés de 2020 à 2050. En outre, la préservation de notre souveraineté technologique requiert une capacité à financer de manière autonome les développements technologiques du futur.

**Face à cette situation, la séparation d'un budget d'investissement et d'un budget de fonctionnement constituerait une réponse adéquate.** Dans un premier temps, les deux budgets feraient l'objet d'une présentation distincte (*golden rule accounting*). A long terme, le recours à l'endettement public ne serait possible que pour les seules dépenses d'investissement, alors que les dépenses de fonctionnement et de transfert seraient financées par les prélèvements obligatoires (*golden rule norms*). Une telle approche permettrait de sanctuariser les investissements publics, dont le niveau actuel est proche de 3% du PIB. Sans une telle sanctuarisation, les investissements publics poursuivront très probablement leur baisse tendancielle en part du PIB, laissant la France impuissante face aux défis de demain.

**Cette solution nécessiterait la mise en place de procédures d'évaluation rigoureuses pour déterminer ce qui relève du budget d'investissement.** Pour ce faire, on peut imaginer adapter les procédures actuellement utilisées dans les cadres nationaux et européen pour évaluer les politiques d'aides à l'innovation. Par exemple, l'évaluation ne retiendrait que les projets qui poursuivent des objectifs de transition énergétique ou de souveraineté technologique de manière efficace et efficiente.

**La préservation et l'augmentation de l'investissement public en faveur de ces objectifs - transition énergétique et souveraineté technologique - est le prochain combat que la France aura à mener sur la scène européenne.** Ce combat pourrait impliquer, à terme, une révision des règles budgétaires européennes actuelles, qui furent pensées pour répondre aux défis du début du XXIème siècle (permettre la convergence au moment de la création de l'euro) et non à ceux du milieu du siècle. Pour autant, et sans attendre l'issue d'une telle discussion, une avancée **au niveau national** de la France et des autres pays privilégiant une telle approche doit être dès aujourd'hui envisagée et assumée.

---

<sup>1</sup> Les opinions exprimées ici n'engagent que leurs auteurs à titre personnel, et n'engagent pas l'ensemble des membres de l'association. Elles ne reflètent pas la position de la direction générale du Trésor ni de l'Inspection générale des finances. Les auteurs remercient Olivier Blanchard, économiste au Peterson Institute et ancien chef économiste du FMI pour sa relecture et ses conseils.

<sup>2</sup> *Assistant Professor* à la London School of Economics, chercheur associé à la chaire d'économie de l'innovation du Collège de France.

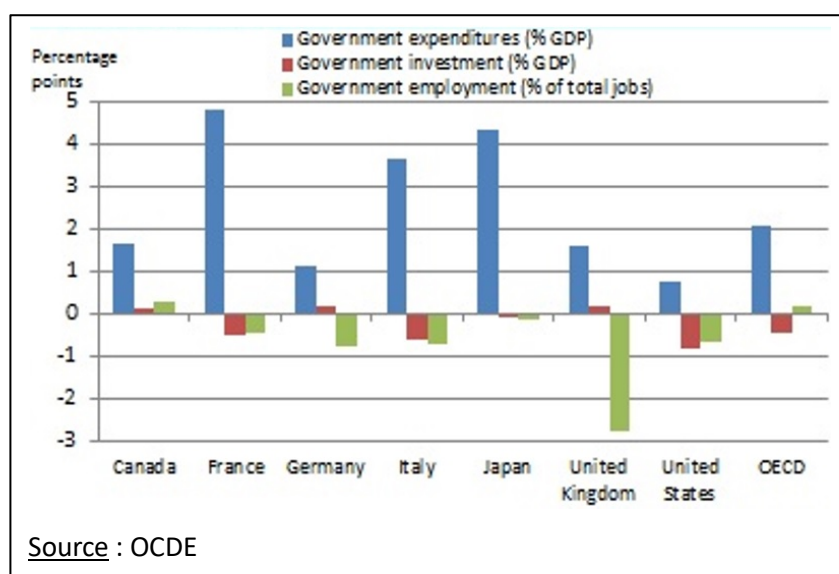
*A propos - « La Tortue » est une association récemment créée, mêlant hauts fonctionnaires, chercheurs et acteurs du secteur privé et de l'entrepreneuriat, âgés de 25 à 35 ans. Elle vise à favoriser les échanges entre ces univers, et à formuler des propositions sur des sujets d'intérêt général à long terme susceptibles de faire consensus. Site : <http://www.la-tortue.fr> / [contact@la-tortue.fr](mailto:contact@la-tortue.fr)*

## **1 / Sur les dernières décennies dans les pays occidentaux, les dépenses d'investissement se sont contractées tandis que les dépenses publiques de court terme ont augmenté**

### **1.1 Un constat : depuis la crise de 2008, la consolidation budgétaire a préservé les dépenses sociales et de santé mais a été défavorable à l'investissement.**

**L'augmentation de la dépense publique consécutive à la crise n'a pas bénéficié à l'investissement public.** A la suite de la crise financière globale, les hausses de dépenses publiques dans les pays développés se sont en effet concentrées sur des dépenses de court terme. Comme le note l'OCDE dans un rapport de 2017<sup>3</sup>, la période 2007-2015 a vu, dans l'OCDE (cf. Figure 1), une augmentation des dépenses publiques rapportées au PIB, avec, dans le même temps, une stagnation voire une légère baisse des investissements publics rapportés au PIB, et une stagnation de la part de l'emploi public dans le total des emplois. Selon l'OCDE, la décennie d'après-crise a donc principalement donné lieu à une augmentation des dépenses publiques dans la protection sociale et la santé.

*Figure 1 : Baisse de l'investissement public et hausse des dépenses publiques dans les pays occidentaux*

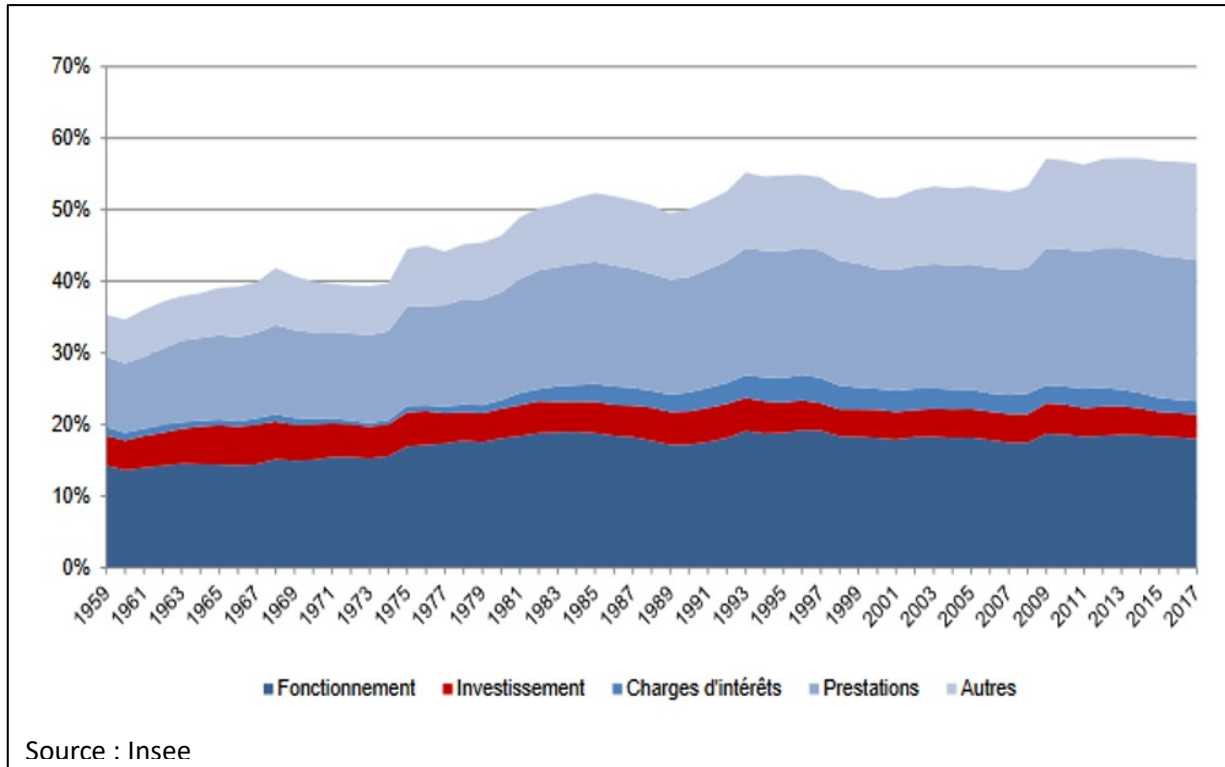


**Dans le cas français, on observe une chute de l'investissement public même sur très longue période.** D'après un document récent relatif à « *L'évaluation des grands projets d'investissements publics* » présenté en annexe du projet de loi de finances pour 2019, les dépenses publiques en proportion du PIB ont, en France et depuis 1959, fortement augmenté,

<sup>3</sup> Cf. les données rassemblées dans le rapport de OCDE, Government at a Glance, 2017.

tandis que les dépenses d'investissement en proportion des dépenses publiques ont diminué<sup>4</sup> (cf. Figure 2).

Figure 2 : Baisse de l'investissement public et hausse des dépenses publiques en France sur longue période (% PIB)



**La consolidation post-crise n'a pas bénéficié à l'investissement public.** Comme le montre les graphiques qui précèdent et depuis la crise, l'investissement public a stagné, voire s'est légèrement contracté, tandis que la part des dépenses de transfert rapportée au PIB a poursuivi son augmentation. En cela, la situation française se rapproche de celle de la plupart des pays de l'OCDE. Parallèlement, l'investissement privé n'a pas forcément pris le relais, en particulier au plan qualitatif. Selon le rapport remis par François Villeroy de Galhau en 2015 sur le financement de l'investissement des entreprises, les investissements doivent en effet « être de plus en plus tournés vers l'innovation et la rupture, notamment dans la révolution numérique, davantage 'schumpétériens' »<sup>5</sup>. La France souffrirait ainsi d'un mal-investissement privé, avec « une bonne résilience quantitative qui investit dans la construction, et pas assez dans la recherche-développement et les machines industrielles », ainsi que la formation<sup>6</sup>.

## 1.2 Ce constat peut être replacé dans une perspective de plus long terme, celle du vieillissement des sociétés occidentales.

**L'une des hypothèses parfois avancées pour expliquer le déclin des investissements d'avenir au profit des transferts et des dépenses de fonctionnement est celle du**

<sup>4</sup> Annexe au projet de loi de finances pour 2019, Evaluation des grands projets d'investissements publics, page 9

<sup>5</sup> François Villeroy de Galhau, Rapport sur le financement de l'investissement des entreprises, remis au Premier Ministre en septembre 2015, page 20

<sup>6</sup>Ibid, page 15

**vieillesse des populations occidentales.** Le vieillissement aurait entraîné une évolution sensible des préférences collectives en faveur d'un plus important court-termisme dans la dépense publique.<sup>7</sup>

**Par sa traduction électorale, le poids croissant des seniors en France dans les décennies à venir pourrait accroître le fléchissement des préférences collectives en faveur d'un certain type de dépenses publiques, qui ne sont forcément pas orientées vers l'avenir :** dépenses de fonctionnement et de transfert plutôt que dépenses d'investissement ; et, parmi les investissements, en faveur de dépenses liées à une économie résidentielle plutôt qu'en faveur d'équipements structurants liés à la transformation écologique des modes de production (par exemple dans l'énergie ou les transports). De plus, l'infléchissement des préférences collectives dans un sens favorable aux citoyens âgés pourrait se trouver renforcé du fait de la distribution géographique hétérogène des lieux de résidence des seniors, qui sont et seront de plus en plus concentrés dans certaines villes littorales du sud et de l'ouest<sup>8</sup>. Dans ce contexte, le maintien et l'affermissement d'une capacité d'impulsion centrale quant à la définition et à la mise en œuvre de projets d'investissements publics tournés vers les générations futures constitue un défi.

## **2 / La création d'un budget d'investissement, une réponse adéquate à deux enjeux d'intérêt général à long terme.**

### **2.1 Premier enjeu d'intérêt général à long terme : réussir la transition écologique et énergétique d'ici à 2050.**

**La transition écologique et énergétique est le principal défi de notre époque.** Les leviers de réussite de cette transition recouvrent à la fois des changements de mode de consommation et de production, des mesures d'efficacité énergétique, et des mesures de décarbonation des vecteurs énergétiques. La France a été l'un des premiers pays, avec la Suède, à se fixer un objectif de neutralité carbone à horizon 2050, décliné dans la stratégie nationale bas carbone (SNBC) publiée par le Gouvernement en décembre 2018.

**Pour que cette transition soit crédible, les anticipations prospectives disponibles exigent la mobilisation d'un point de PIB supplémentaire d'investissement public d'ici 2050.** En France, la transition a déjà commencé : depuis 1990, les émissions de gaz à effet de serre ont diminué d'environ 16%. L'objectif de neutralité carbone à l'horizon 2050 est cependant très ambitieux, car il implique une réduction par un facteur 8. Cet objectif implique, d'après la SNBC, des investissements publics et privés de l'ordre de 46 milliards d'euros par an (selon la méthode des « coûts totaux ») dès la période 2019-2023, avant d'augmenter progressivement vers un rythme annuel estimé à 126 milliards d'euros par an sur la période 2034-2050<sup>9</sup>.

**Au total, les investissements publics et privés jugés nécessaires sont, pour la France, estimés à environ 3 000 milliards d'euros (actuels) sur les trente années à venir.** Les prévisions indiquent que l'investissement public devrait représenter environ un tiers de

---

<sup>7</sup> Philipp Jäger et Torsten Schmidt, The Political Economy of Public Investment when Population is Aging – A Panel Cointegration Analysis, Ruhr Economic Papers #557, mai 2015

<sup>8</sup> Cf. les cartes présentées par Benoit Simmat, Jean-Christophe Victor et Gilles Halais, Atlas de la France du futur (2016).

<sup>9</sup> Projet de Stratégie Nationale Bas-Carbone, La transition écologique et solidaire vers la neutralité carbone, Ministère de la Transition écologique et solidaire, décembre 2018, page 50

l'investissement total, soit environ un point de PIB par an. Comme le précise la SNBC, tous ces investissements ne constituent pas des surcoûts : certains « *pourront générer des économies d'usage importante (par exemple en matière de véhicules décarbonés ou de rénovation énergétique)* ». Le défi n'en est pas moins colossal.

## **2.2 Deuxième enjeu d'intérêt général à long terme : rester à la frontière technologique pour conserver notre souveraineté.**

**La France est menacée de décrochage technologique, et donc de perte de souveraineté à long terme.** La Revue stratégique de défense et de sécurité nationale de 2017, conduite en préparation de la récente loi de programmation militaire 2019-2025, évoque un « *risque de décrochage de l'Europe* » face aux grandes puissances qui « *accélèrent leurs efforts sur les systèmes de très haute technologie* »<sup>10</sup>. A ce titre, le document invite à un effort financier permettant « *de continuer à investir dans les technologies les plus longues et coûteuses à maîtriser, spécifiques au domaine de la défense (hypervélocité, amélioration et fusion des senseurs, furtivité active...)* » et à une « *préparation du temps long* », consistant en une « *démarche exploratoire accrue dans les domaines technologiques porteurs de ruptures et issues du domaine civil (intelligence artificielle, robotique et autonomie décisionnelle, mise en réseau des systèmes, nouveaux matériaux, biotechnologies)* ».

**Afin d'éviter un tel décrochage, des moyens financiers publics importants devront être mobilisés sur ces technologies de rupture.** A ce titre, la création récente d'un projet pilote de Conseil européen de l'innovation (*EIC pilot*), qui vise à encourager l'innovation, semble privilégier une approche dite *bottom-up* ou ascendante, fondée sur des appels à propositions tournés vers les innovateurs, et sur des montants pouvant être faibles. Or, l'exemple américain de la DARPA (*Defense Advanced Research Projects Agency*) suggère que la recherche d'innovations de rupture demeure inséparable d'objectifs de souveraineté nationale propre à un Etat – ou en tout cas à quelques Etats, selon une logique qui ne saurait être une logique multilatérale à 28. Ainsi, la création de la DARPA à la fin des années 1950 aux Etats-Unis n'était pas un programme de soutien à l'entrepreneuriat, mais une réponse de défense nationale à la politique spatiale soviétique et à Spoutnik.

**En la matière, il convient de ne pas subordonner toute action à un consensus préalable dans le cadre de l'Union européenne.** Afin de jouer un rôle moteur dans de telles coopérations à la frontière technologique, la France doit en effet privilégier une capacité d'impulsion budgétaire autonome, et ne pas s'en remettre aux budgets et aux méthodologies du cadre multilatéral européen. D'un point de vue prospectif, le maintien de divergences de vues entre Etats membres de l'Union européenne en matière de défense est une hypothèse probable. Par conséquent, et au plan pratique, la coordination européenne en matière de technologies de rupture pourrait passer par des coopérations et structures juridiques *ad hoc* (cf. Airbus). Elle doit surtout procéder, pour être efficace, selon une logique descendante (*top-down*), à partir de défis comportant une probabilité élevée d'échec, afin de concurrencer sérieusement les programmes mis en œuvre par la Chine, les Etats-Unis voire la Russie.

---

<sup>10</sup> Revue stratégique de défense et de sécurité nationale présidée par le député européen Arnaud Danjean, 2017, paragraphe 84

### 3/ Le création d'un budget d'investissement est le meilleur gage de sérieux budgétaire sur la durée

#### 3.1 Un budget d'investissement séparé est un gage de maîtrise

**Dès aujourd'hui, la création d'un budget d'investissement amènerait à plus de sérieux budgétaire, en réservant le recours à la dette aux seules dépenses d'investissement.** Depuis la crise, le ratio de dette publique (brute) sur PIB dans les pays du sud de la zone euro (Grèce, Italie, Espagne, Portugal) a d'abord connu des augmentations d'un ordre de grandeur d'environ 35 points à 80 points, avant une stabilisation puis une diminution à partir de 2013-2014 (hormis dans le cas de la Grèce). Pourtant, Olivier Blanchard, ancien chef économiste au FMI, note que le ratio d'investissement public sur PIB dans ces quatre pays a chuté par rapport à leur niveau de 2007, de respectivement 2,3 points de PIB (Grèce), 0,9 points (Italie), 2,7 points (Espagne) et 1,3 points (Portugal). Selon O. Blanchard, de tels chiffres suggèrent de revisiter l'idée de **fiscal golden rule**, c'est à dire d'une séparation d'un budget pour les dépenses courantes et d'un budget pour les dépenses d'investissement, avec un recours à la dette orienté vers les dépenses d'investissement<sup>11</sup>. Il convient sur ce point de rappeler une distinction entre **golden rule accounting** (le fait de disposer d'un système comptable permettant de distinguer deux budgets) et **golden rule norms** (le fait d'interdire tout financement du budget de fonctionnement par la dette). Les deux ne s'opposent pas : la simple présentation de budgets de fonctionnement et d'investissement comptablement distincts pourrait être envisagée dans un premier temps, avant une séparation stricte dans un second temps.

**La séparation d'un budget d'investissement et d'un budget de fonctionnement serait plus à même de nous crédibiliser vis-à-vis des marchés et de nos partenaires européens qu'une fixation sur des chiffres ronds, tels que la règle des « 3% » de déficit.** En l'absence de contrefactuel évident ou d'études empiriques portant sur la question, il demeure bien évidemment difficile, à ce stade, d'étayer une telle intuition. En France pourtant, des acteurs économiques de premier plan, tels que le président du MEDEF Geoffroy Roux de Bézieux, jugent cette hypothèse tout à fait admissible. Dans un débat avec Louis Gallois le 9 novembre dernier, le président du MEDEF a ainsi déclaré qu'il convient de séparer dépenses de fonctionnement et dépenses d'investissement, au profit d'investissements verts et d'investissements d'avenir comme l'intelligence artificielle<sup>12</sup>. Loin d'être perçue comme un appel au laxisme budgétaire, la séparation de deux budgets au profit d'une augmentation de certains investissements est donc susceptible d'être favorablement accueillie par les acteurs économiques.

**Cette création d'un budget d'investissement pourrait constituer un levier d'acceptabilité sociale de la transition écologique.** Pour susciter l'adhésion des classes moyennes et populaires, la transition écologique ne saurait se réduire au seul verdissement de notre système fiscal, qui a contribué au déclenchement de la crise des gilets jaunes. Elle ne saurait non plus se résumer à une régulation des flux urbains, qui, comme à Paris actuellement,

---

<sup>11</sup> Olivier Blanchard, Sintra dinner talk, 17 juin 2019 : « *Since 2007, the ratio of public investment to GDP in the euro zone has decreased by 0,8%, with numbers like -2,3% for Greece, -2,7% for Spain, -1,3% for Portugal, -0,9% for Italy. This strongly suggests revisiting the so called fiscal golden rule, i.e the separation between a current and a capital account for governments, with the possibility of financing capital account spending through debt* ».

<sup>12</sup> Débat organisé par BFM TV, 8 novembre 2019 : <https://bfmbusiness.bfmtv.com/monde/concurrence-il-faut-que-les-regles-europeennes-changent-juge-louis-gallois-1802533.html>

est douloureusement vécue par une partie de la population, en particulier chez les plus modestes. De telles mesures, pour être socialement acceptables, devront être complétées par des projets concrets, fournissant le cas échéant des compensations pratiques, et s'inscrivant dans un scénario crédible de transition dans les modes de vie et les modes de production à horizon 2050.

### **3.2 L'éligibilité des dépenses concernées aurait à être bien circonscrite, en s'appuyant sur la définition de standards européens.**

**La définition technique du périmètre des investissements publics concernés devra éviter plusieurs écueils.** Le premier est celui d'une **classification insincère de certaines dépenses de fonctionnement comme des investissements**. La définition de règles comptables faisant consensus au niveau européen (*cf. dessous*) et en ligne avec les standards internationaux serait indispensable. Au-delà des règles comptables, la discipline de marché constituera en tout état de cause un levier puissant de modération contre ce type d'interprétations très extensives de la notion d'investissement.

**Le second écueil est celui de la création d'un biais en faveur du capital physique, et en défaveur des actifs immatériels et du capital humain.** Dans le contexte européen, cet argument a été formulé par Marco Buti, Sylvester Eijffinger et Daniele Franco dans un article de 2003<sup>13</sup>. Les auteurs notaient que la séparation d'un budget d'investissement et d'un budget de fonctionnement pourrait créer un biais en faveur de l'investissement dans du capital physique, à l'encontre de l'investissement dans des actifs intangibles pourtant utiles à la croissance, en particulier celles en faveur du capital humain. Cet argument, qui n'est pas dénué de force, a été régulièrement repris : par exemple dans un rapport du Conseil d'Analyse Economique de 2004<sup>14</sup>, ou encore dans une note du même Conseil d'Analyse Economique en 2016<sup>15</sup>. Cependant, et au regard des défis d'intérêt général évoqués plus haut – la transition écologique, et le maintien à la frontière technologique en particulier dans les domaines de souveraineté nationale – les risques associés à un biais contre l'investissement en général nous paraissent excéder les risques associés à un éventuel biais contre certains types d'investissement par rapport à d'autres.

**Pour éviter ces écueils, un travail conjoint et constant avec les acteurs statistiques et le FMI aurait dans tous les cas à être mené.** Ce travail permettra de définir des règles adaptées sur au moins deux séries de sujets. Le premier concerne **l'espace des dépenses éligibles en tant qu'investissement** : EUROSTAT et les instituts statistiques nationaux auraient à modérer le possible biais à l'encontre de la formation d'actifs intangibles, tout en évitant à l'inverse que le budget d'investissement ainsi sanctuarisé ne finance en réalité des dépenses de fonctionnement. Le second est **la prise en compte de ces dépenses éligibles dans le temps**, avec la définition de règles adaptées de dépréciation et d'amortissement.

**La mise en place de procédures d'évaluation rigoureuses serait donc une priorité afin de déterminer ce qui relève du budget d'investissement.** Pour ce faire, on peut imaginer adapter les procédures actuellement utilisées dans les cadres nationaux et européen pour évaluer

---

<sup>13</sup> Buti, Eijffinger et Franco, Revisiting the Stability and Growth Pact : grand design or internal adjustment ?, European Commission Economic Papers, n°180, janvier 2003

<sup>14</sup> Conseil d'Analyse économique, *Réformer le Pacte de Stabilité et de Croissance*, 2004, page 19

<sup>15</sup> Conseil d'Analyse Economique, *Which Fiscal Union for the Euro Area ?*, Février 2016, page 10 (note de bas de page 42)

les politiques d'aides à l'innovation. Par exemple, l'évaluation ne retiendrait que les projets qui poursuivent des objectifs de transition énergétique ou de souveraineté technologique de manière efficace et efficiente.

#### 4/ Comment traduire cette idée en pratique ? Trois principes d'action

**4.1 Premier principe : assumer une action immédiate au risque d'une coordination européenne imparfaite, en recherchant autant que possible l'adhésion d'autres partenaires européens, sans cependant soumettre notre passage à l'acte à un consensus préalable.**

**De fortes divergences existent entre pays européens sur les questions budgétaires.** Depuis plusieurs années, les impulsions françaises en faveur d'un accroissement coordonné de l'investissement au niveau de la zone euro butent sur les réserves, voire la franche opposition, des nations d'Europe du Nord et de l'Allemagne. La lettre commune publiée en mars 2019 par plusieurs pays du groupe revendiquant désormais le nom de « *ligue hanséatique* » avait notamment clarifié ces lignes de fracture. Plus récemment, des efforts importants et louables ont abouti en juin 2019 à un accord européen sur la création d'un instrument budgétaire pour la convergence et la compétitivité (IBCC). Cependant, le montant limité de cet instrument et les conditions complexes de sa mise en œuvre reflètent l'état des réticences chez nos partenaires européens.

**Le principe de réalité implique aujourd'hui d'agir sans attendre, en avançant dans deux directions.** En parvenant à l'accord de juin dernier sur l'IBCC, la France est en effet allée au bout de ce que le rapport de forces actuel permet au niveau de la zone euro quant à la création d'un budget commun. Deux autres avancées sont donc susceptibles d'être explorées. La première, à court et moyen terme, serait la *création d'un budget d'investissement distinct du budget de fonctionnement au niveau national*, le cas échéant de manière coordonnée avec les quelques autres pays européens que l'idée est susceptible d'intéresser. Il n'est pas totalement exclu que l'Allemagne s'y rallie. Le principe d'une relance de la croissance allemande par l'investissement vert fait aujourd'hui son chemin dans les milieux économiques allemands. Sur cette base et en parallèle, une deuxième avancée pourra être envisagée, celle d'une indispensable *réforme des règles budgétaires européennes*. Tant pour des raisons de réalisme politique que d'efficacité quant aux objectifs visés (transition environnementale, maintien à la frontière technologique), cette dernière discussion ne saurait cependant constituer un point de départ ou un levier unique d'action pour la France.

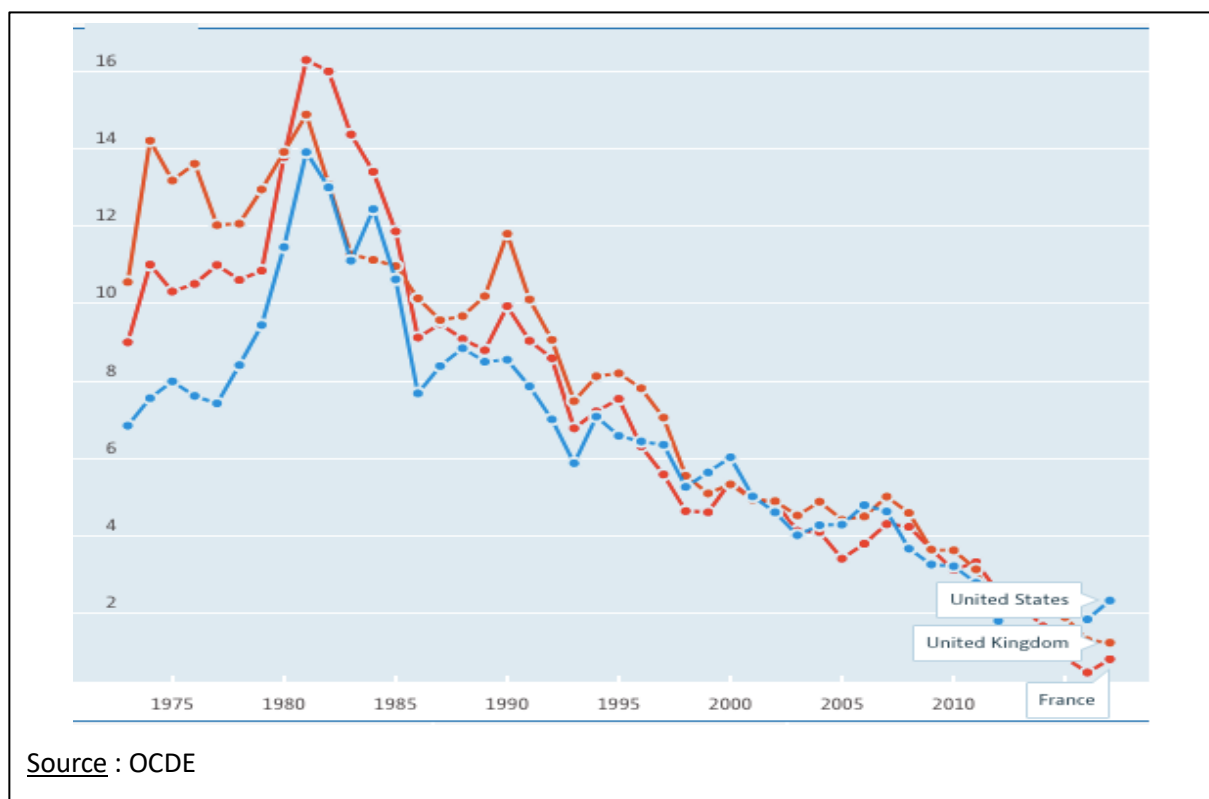
**4.2 Deuxième principe : la création d'un budget d'investissement doit être envisagée indépendamment du niveau des taux d'intérêt.**

**Le niveau actuel des taux d'intérêt s'inscrit dans une perspective de long terme.** Une lecture de l'évolution des taux d'intérêt sur le temps long montre, que par-delà les fluctuations liées à la crise financière globale et aux réponses qui ont été apportées depuis dix ans, le niveau actuel est une étape dans une dynamique baissière ayant débuté au milieu des années 1980 (cf. Figure 3).



**De plus, les anticipations des investisseurs s'orientent vers un maintien des taux à un niveau très faible pour les années à venir.** Ces anticipations<sup>16</sup> ne semblent pas orientées, à l'heure actuelle, vers une remontée des taux. Les probables causes de long terme de la faiblesse des taux d'intérêt, comme la faiblesse de la productivité et le vieillissement des sociétés occidentales ne semblent pas devoir évoluer dans les dix prochaines années. Pour que les taux remontent, il faudrait que la demande d'actifs sûrs (comme les obligations émises par les principaux Etats) diminue par rapport à l'offre. Certes, deux phénomènes de long terme sont anticipables en ce sens : le rééquilibrage de la pyramide des âges avec le décès des générations du baby boom, et une possible diminution de la demande d'actifs sûrs tels que les *T-bonds* américains de la part de pays émergents<sup>17</sup>. Pour autant, de tels phénomènes devraient culminer à partir des années 2030 plutôt que dans les toutes prochaines années.

*Figure 3 : La baisse tendancielle des taux d'intérêts à long terme (dix ans) des obligations d'Etat en France, au Royaume-Uni et aux Etats Unis, de 1973 à 2018 (%)*



**Dans tous les cas, l'opportunité de la création d'un budget spécifique d'investissement doit selon nous être séparée de la question du niveau des taux d'intérêt (et du débat « r/g »).** Certes, la conjoncture et l'environnement de taux d'intérêts bas (et désormais négatifs, avec un stock croissant d'instruments de dette à taux négatifs s'échangeant sur les marchés) stimulent les interrogations en ce sens. Pour autant, faire dépendre la création

<sup>16</sup> Celles-ci peuvent notamment être appréhendées à partir des comportements des investisseurs sur les marchés d'options.

<sup>17</sup> Un autre phénomène susceptible de tirer à la hausse les taux d'intérêt serait une augmentation soudaine de la productivité, liée à l'arrivée à maturité de certaines innovations (par exemple dans l'hypothèse d'un nouveau cycle de Kondratieff lié aux technologies NBIC – nanotechnologies, biotechnologies, informatique et sciences cognitives).

d'un tel budget séparé de la période actuelle de taux bas risquerait d'amener à faire de celui-ci un gadget temporaire, et non l'instrument d'une politique de long terme en matière environnementale et d'innovation, menée sur un horizon d'au moins deux ou trois décennies.

#### **Encadré – L'argument $r < g$ et notre proposition d'un budget d'investissement séparé**

**Depuis le début de l'année 2019, la discussion sur l'opportunité d'une relance budgétaire se concentre sous sa forme technique autour de l'argument  $r/g$ <sup>18</sup>.** La discussion a démarré à la suite du discours *Public debt and low interest rates* prononcé par O. Blanchard en janvier 2019 devant l'*American Economic Association*. Dans ce discours, ( $r$ ) est défini comme le taux d'intérêt nominal moyen sur la dette publique, et ( $g$ ) comme le taux de croissance.

**Si  $r < g$ , alors les marges de manœuvre au plan budgétaire s'en trouvent accrues.** Le ratio d'endettement public/PIB est en effet stable si la croissance de la dette est égale à la croissance nominale. Dans un contexte où  $r < g$ , le coût de refinancement de la dette diminue. Des marges de manœuvre sont ainsi créées : un même niveau de déficit public permet de diminuer le ratio d'endettement public/PIB, tandis qu'un niveau de déficit public plus élevé peut ne pas conduire à une augmentation de ce ratio.

**Cet argument ne tranche donc pas deux questions.** D'une part, la situation  $r < g$  est-elle durable ? Pour les années à venir, les anticipations sont en tout cas orientées dans cette direction. Ainsi, le dernier *Fiscal Monitor* du FMI projette un  $r-g$  négatif dans la quasi totalité des pays développés sur la période 2018-2023<sup>19</sup>. Ensuite, que faire des marges de manœuvre ainsi dégagées ? La réponse dépend du contexte et des priorités. **Par conséquent, notre proposition d'une séparation entre budgets de fonctionnement et d'investissement doit être envisagée indépendamment du contexte de taux bas et de l'argument  $r < g$ .**

### **4.3 Troisième principe : ne pas limiter les investissements supplémentaires aux seuls projets présentant un rendement interne important, mais chercher à agir sur les externalités et assumer leur inscription dans une stratégie nationale à long terme**

**L'augmentation de l'investissement public ne saurait se limiter à un soutien aux projets privés déjà envisagés ou programmés.** Le risque serait qu'une discussion sur la séparation éventuelle entre budget de fonctionnement et budget d'investissement aboutisse à la création d'une simple poche d'investissement, de montant modeste et de portée temporaire. Cette poche d'investissement ne serait pas articulée à une politique cohérente d'intérêt national à long terme dans deux ou trois domaines, mais se contenterait de venir en soutien direct ou

---

<sup>18</sup> A noter que cet argument comparant des valeurs  $r/g$  ne doit pas être confondu avec un autre argument  $r/g$ , qui était celui de Thomas Piketty dans son livre *Le capital au XXIème siècle*, paru en 2013. Dans l'argument  $r/g$  de Piketty,  $r$  ne désigne pas le taux d'intérêt nominal sur la dette publique (c'est-à-dire concrètement le coût auquel l'Etat se finance) mais le rendement du capital (qui, s'il est durablement supérieur à la croissance pour un certain type de placements par ailleurs détenu par une fraction déjà favorisée de la population, entraîne une concentration progressive des patrimoines et une augmentation des inégalités). Bien que formulés de la même manière ( $r/g$ ), ces deux arguments ne doivent donc pas être confondus, car en pratique le rendement du capital est sensiblement plus élevé que le taux d'intérêt sur la dette publique, car il reflète une prise de risque en moyenne plus forte.

<sup>19</sup> Fonds Monétaire International, *Fiscal Monitor* d'octobre 2019, page 69 (TableA23. Advanced Economies : Structural Fiscal Indicators)

indirect à des projets privés déjà envisagés, avec le risque d'un effet d'éviction en même temps que d'un sous-investissement.

**Cette augmentation doit à l'inverse chercher à agir sur les externalités, notamment en matière géographique et environnementale.** L'argument des externalités, dans la définition d'une politique d'investissement public est certes délicat à manier. A peu près tout projet d'investissement public peut être justifié sur la base de l'intuition de ses promoteurs quant aux externalités positives (ou la réduction d'externalités négatives existantes) que le projet est susceptible de générer. Pour surmonter cette difficulté, une première condition est la disponibilité d'un outil national de prospective et de stratégie dont le rôle serait de dégager, en concertation avec les acteurs publics et privés concernés, des orientations d'intérêt général à long terme. Comme le suggère l'ancien vice-président du Conseil d'Etat Jean-Marc Sauvé, l'affaiblissement de l'Etat en France depuis quarante ans tient peut-être moins à la décentralisation et au transfert de compétences vers l'Union européenne qu'à « *la réduction de ses capacités et de ses ressources en matière de conception et de stratégie* »<sup>20</sup>. Face à des défis historiques tels que la transition écologique ou le risque de déclassement technologique définitif de la France, nous croyons également que l'Etat doit à nouveau assumer, vis-à-vis de la société et des acteurs privés, une approche proactive et non simplement réactive.

**Tout en assumant une approche proactive et donc risquée à certains égards, ces investissements feraient l'objet d'évaluations transparentes.** Ces évaluations pourraient par exemple s'effectuer dans la continuité d'une loi de 2012 instaurant une évaluation socio-économique des projets d'investissements civils <sup>21</sup> . Dans l'hypothèse où un budget d'investissement serait effectivement créé, cette évaluation gagnerait, en particulier en matière de transition énergétique et environnementale, à privilégier une évaluation le plus en amont possible (c'est-à-dire au niveau des programmes qui précèdent les projets<sup>22</sup>), transparente, et encourageant le recours à des contre-expertises.

\* \*  
\*

---

<sup>20</sup> Entretien au Monde, 5 juillet 2019

<sup>21</sup>Article 17 de la loi n°2012-1558 du 31 décembre 2012 de programmation des finances publiques pour les années 2012 à 2017

<sup>22</sup>Inspection générale des finances, rapport sur l'évaluation des procédures d'évaluation socio-économique des projets d'investissements publics, décembre 2016, page 2