

# Le rôle du capital-investissement dans la reprise en France et en Europe : une opportunité pour les investisseurs

par **Christian Saint-Etienne**

juillet 2021

**andera**  
PARTNERS'  
VIEWS

# Sommaire

<b>Executive Summary</b> .....	3
<b>Introduction</b> .....	4
<b>I- LA SITUATION ECONOMIQUE DANS LES PAYS DEVELOPPES : LE RETARD DE L'EUROPE ET LA DESINDUSTRIALISATION DE LA FRANCE</b> .....	5
1. Le retard de l'Europe : une perte de poids relative de l'économie européenne par rapport à l'économie mondiale .....	5
2. Le déficit de la France : symptôme de sa désindustrialisation.....	5
3. Vers une stabilité de l'inflation et des taux à horizon 18 mois.....	7
<b>II- LA SITUATION DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN FRANCE ET EN EUROPE : LE RETARD PAR RAPPORT A LA CHINE ET AUX ETATS-UNIS</b> .....	8
1. Le capital-investissement en Europe : une classe d'active résiliente et rentable .....	8
2. Crise du covid et capital-investissement en France : un recul technique suivi d'un retour à la normale .....	9
3. Le cas des biotech : l'Europe dépassée par les Etats-Unis et par la Chine .....	12
<b>III- QUELLE POLITIQUE POUR RELANCER DURABLEMENT LA CROISSANCE EN FRANCE ?</b> .....	13
1. Rebondir par les PME et ETI en croissance.....	13
2. Rebondir par le capital-investissement .....	14
<b>Conclusion</b> .....	17

Christian Saint-Etienne est économiste universitaire, Docteur d'Etat en économie et titulaire d'un Master en économie de la *London School of Economics* et d'un Master en Economie mathématique de l'Université Carnegie Mellon, et auteur de nombreux ouvrages. Le dernier, *Le libéralisme stratège*, est paru aux Editions Odile Jacob en septembre 2020.

## Executive Summary

La crise sanitaire a démontré la résilience et la rentabilité du capital-investissement en France et plus largement en Europe : les capitaux levés en 2020 en Europe ont dépassé les 100 milliards d'euros dont le quart en France.

Sur 10 ans, le rendement annuel du capital-investissement en France dépasse de 60% le rendement du CAC 40 pour atteindre plus de 13% sur les trois dernières années.

La classe d'actifs est donc rentable et résiliente et gagnerait à être davantage mobilisée dans le cadre de la sortie de crise pour permettre à l'Europe de rattraper son retard par rapport aux Etats-Unis et à la Chine, et à la France de juguler son déficit extérieur et d'inverser les mouvements délétères de désindustrialisation et de surendettement public.

La balance courante déficitaire de la France illustre l'insuffisance de l'offre en lien avec sa désindustrialisation massive sur les vingt dernières années.

Pour réduire son déficit, la France doit créer 1 million d'emplois productifs dans des ETI et PME en croissance et restructurer 1/7ième de son économie.

C'est ici que le capital-investissement a une opportunité et une mission historiques : la France doit tripler sous cinq ans sa mobilisation en capital-investissement. Les investisseurs institutionnels, publics comme privés, purement financiers comme mutualistes, doivent se mobiliser pour régénérer le tissu productif français, particulièrement dans les secteurs de la tech et de la biotech.

## Introduction

Le capital-investissement connaît un développement très rapide en France et en Europe depuis quelques années. Il a bien traversé la crise du Covid et devrait fortement rebondir en 2021. Ses perspectives à moyen terme sont très positives.

Sur 10 ans, le rendement annuel du capital-investissement en France est supérieur de 60% au rendement du CAC 40 et proche du double du rendement de l'immobilier.

En dépit de son essor, il faudra fortement augmenter les montants investis en capital investissement si l'on veut réussir la transformation du pays.

# I- LA SITUATION ECONOMIQUE DANS LES PAYS DEVELOPPES : LE RETARD DE L'EUROPE ET LA DESINDUSTRIALISATION DE LA FRANCE

La crise de 2020 va laisser des traces d'autant plus profondes que toutes les zones économiques ne sont pas touchées de la même façon.

## 1. Le retard de l'Europe : une perte de poids relative de l'économie européenne par rapport à l'économie mondiale

En cumul sur la période 2020-2022, - il s'agit du cumul de croissance sur 3 ans et non du taux annuel moyen -, **l'économie de la zone euro devrait croître de 2,1%**, l'économie allemande de 2,6%, **l'économie française de 1,7%**, l'espagnole de 1,9%, la britannique de 0,5%, la japonaise de 0,8% et l'américaine de 6,6%. A l'intérieur de la zone euro, l'Italie continue de s'affaiblir en poids relatif même si le plan de relance européen devrait lui être bénéfique en 2022-2023.

L'économie de la zone euro, sur la période 2020-2022, perd en cumul 4,5 points de croissance par rapport aux Etats-Unis et plus de 10 points de croissance par rapport à la Chine, ce qui ne fait qu'accroître la perte de poids relatif de l'économie européenne par rapport à l'économie mondiale.

**Figure 1 - Croissance économique annuelle du PIB, 2017-2023 (en %)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	C 20-22
Zone euro	2,6	1,9	1,3	-6,6	4,3	4,4	2,1	2,1
Allemagne	2,6	1,3	0,6	-4,9	3,4	4,1	1,5	2,6
France	2,3	1,8	1,5	-8,1	5,6	4,2	2,0	1,8
Italie	1,7	0,9	0,3	-8,9	4,2	4,4	2,2	-0,3
Espagne	3,0	2,4	2,0	-10,8	5,9	6,8	2,8	1,9
Royaume-Uni	1,7	1,3	1,4	-9,8	5,0	5,3	2,5	0,5
Japon	1,7	0,6	0,3	-4,8	3,1	2,5	1,8	0,8
Etats-Unis	2,3	3,0	2,2	-3,5	6,3	3,8	3,1	6,6

Source : Prévisions de la Commission européenne sur 2021-2022, auteur 2023 Cumul 2020-2022

## 2. Le déficit de la France : symptôme de sa désindustrialisation

La France a du mal à suivre l'Allemagne d'autant plus qu'une partie de la croissance française est achetée par l'endettement public. La France avait un déficit supérieur de 4,6 points de PIB à celui de l'Allemagne en 2019 et l'écart de 4 points de PIB se maintient sur la période 2020-2022, en sorte que le problème budgétaire français est celui de son entrée dans la crise. La crise de finances publiques est permanente en France.

En effet, la France subit un déficit massif des comptes publics mais aussi de la balance courante des paiements. Le déficit public français était, en moyenne annuelle, de 3,3 points de PIB sur la période 2002-2006, de 5 points de PIB sur la période 2007-2011, de 4 points de PIB sur la période 2012-2016, de 2,8% du PIB sur la période 2017-2019 et de 8,1 points de PIB sur la période 2020-2022. La France avait un endettement public supérieur de 38 points de PIB à celui de l'Allemagne en 2019 et l'écart devrait passer à 46 points de PIB en 2022.

**La France est le seul grand pays de la zone euro à avoir un déficit extérieur avec une balance courante annuellement déficitaire de 1,6 points de PIB sur la période 2020-2022.** L'Allemagne a un excédent annuel de plus de 7 points de PIB, l'Italie un excédent annuel de 3 points de PIB et l'Espagne a un léger excédent. Ces différents éléments montrent que **la France a une insuffisance d'offre en lien avec sa désindustrialisation massive sur les vingt dernières années.**

**Figure 2 - Déficit public, 2018-2022 (% du PIB)**

	2018	2019	2020	2021	2022
Zone euro	-0,5	-0,6	-7,2	-8,0	-3,8
Allemagne	1,8	1,5	-4,2	-7,5	-2,5
France	-2,3	-3,1	-9,2	-9,4	-6,0
Italie	-2,2	-1,6	-9,5	-11,7	-5,8
Espagne	-2,5	-2,9	-11,0	-7,6	-8,2
Royaume-Uni	-2,2	-2,3	-12,3	-11,8	-5,4
Japon	-2,2	-2,9	-13,2	-9,5	-4,1
Etats-Unis	-6,2	-6,6	-16,1	-16,0	-6,8

Source : Prévisions de la Commission européenne sur 2021-2022

**Figure 3 - Endettement public, 2018-2022 (en % du PIB)**

	2018	2019	2020	2021	2022
Zone euro	87,7	85,8	100,0	102,4	100,8
Allemagne	61,8	59,7	69,8	73,1	72,2
France	98,0	97,6	115,7	119,0	118,2
Italie	134,4	134,6	155,8	159,8	156,6
Espagne	97,4	95,5	120,0	119,6	116,9

Source : Prévisions de la Commission européenne sur 2021-2022

**Figure 4 - Solde de la balance courante, 2018-2022 (en % du PIB)**

	2018	2019	2020	2021	2022
Zone euro	3,4	3,1	3,0	3,1	3,1
Allemagne	7,6	7,3	7,2	7,8	6,9
France	-0,9	-0,8	-2,0	-1,7	-1,2
Italie	2,5	3,2	3,5	2,9	3,1
Espagne	1,9	2,1	0,7	-0,1	0,3
Royaume-Uni	-3,7	-3,1	-3,5	-5,0	-4,8
Japon	3,5	3,7	2,6	3,3	3,2
Etats-Unis	-2,3	-2,3	-2,9	-3,4	-3,4

Source : Prévisions de la Commission européenne sur 2021-2022

### 3. Vers une stabilité de l'inflation et des taux à horizon 18 mois

Les années 2021-2022 sont des années de rattrapage de la chute observée en 2020 et de la stagnation au début de l'année 2021 dues à la crise sanitaire. Sans nouvelle résurgence de la crise sanitaire, la Zone euro et la France auront effacé le pire de la crise dans un an à la mi-2022. Mais la croissance qui aurait dû avoir lieu du **printemps 2000 au printemps 2022** n'est pas rattrapée, ce qui se mesure par **une perte de fonds propres de l'ordre de 100 milliards d'euros** pour les entreprises françaises et une **augmentation de l'endettement public de 20 points de PIB** en France sur cette période.

Les hypothèses techniques de la Commission européenne ne prévoient pas d'inflation d'ici à la fin 2022. Les taux d'intérêt à long terme nominaux devraient rester faibles jusqu'à l'automne 2022 mais vraisemblablement prendre 1 point dans les 12 mois suivants<sup>2</sup>. **Après les élections françaises, la pression pour réduire le déficit public en France va s'accroître.** Toutefois, **les taux réels** à long terme devraient rester nuls ou légèrement négatifs y compris dans le scénario alternatif.

La hausse des prix à la consommation a atteint 5% sur 1 an en mai 2021 aux Etats-Unis, après 4,2% en avril et 2,6% en mars. Corrigé des variations saisonnières, l'indice CPI a crû de 0,6% en mai contre 0,8% en avril. L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie et produits alimentaires) a atteint 3,8% en mai après 3% en avril. En mensuel, l'indice des prix sous-jacents a crû de 0,7% en mai après 0,9% en avril. L'indice des prix des voitures d'occasion et des camions a bondi de 7,3% au mois de mai (contre 10% en avril), contribuant pour un tiers à la hausse du CPI.

**Figure 5 - Hypothèse techniques : taux et change**

	2019	2020	2021	2022
Déflateur prix à la consommation	1,1	0,5	1,6	1,3
Déflateur du PIB	1,7	1,5	1,2	1,4
Salaires chargés	2,0	0,6	2,2	2,4
Coût unitaire du travail	1,9	4,4	-0,7	-0,6
US \$/ euro	1,12	1,14	1,2	1,2
3-month Euribor	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
10-year German Gvt bonds	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5

Source : Commission européenne

**Figure 6 - Scénario alternatif : Hypothèses techniques (en %)**

	2021	2022
Déflateur prix à la consommation	1,6	1,5
Déflateur du PIB	1,2	1,6
Salaires chargés	2,2	2,6
Coût unitaire du travail	-0,7	-0,4
US \$/ euro	1,2	1,25
3-month Euribor	-0,5	-0,2
10-year German Gvt bonds	-0,5	-0,2

Source : Auteur

<sup>2</sup> La hausse des prix à la consommation a atteint 5% sur 1 an en mai 2021 aux Etats-Unis, après 4,2% en avril et 2,6% en mars. Corrigé des variations saisonnières, l'indice CPI a crû de 0,6% en mai contre 0,8% en avril. L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie et produits alimentaires) a atteint 3,8% en mai après 3% en avril. En mensuel, l'indice des prix sous-jacents a crû de 0,7% en mai après 0,9% en avril. L'indice des prix des voitures d'occasion et des camions a bondi de 7,3% au mois de mai (contre 10% en avril), contribuant pour un tiers à la hausse du CPI.

## II- LA SITUATION DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN FRANCE ET EN EUROPE : LE RETARD PAR RAPPORT A LA CHINE ET AUX ETATS-UNIS

### 1. Le capital-investissement en Europe : une classe d'active résiliente et rentable

En Europe, les **capitaux levés** par 672 fonds ont atteint 100,5 milliards d'euros en 2020 (uniquement en capital-investissement) contre une moyenne de 104,7 milliards d'euros en 2017-2019 et 114,5 milliards d'euros en 2019. En 2020, les **fonds levés** par les fonds de buyout ont atteint 62,3 milliards d'euros contre 15,5 milliards d'euros pour les fonds de capital-risque et 15,4 milliards d'euros pour les fonds de croissance. Les fonds généralistes et mezzanine ont représenté 7,3 milliards d'euros.

Les **investissements** ont atteint 88,1 milliards d'euros dans 8 183 entreprises, dont près de 60 milliards d'euros pour les fonds de buyout (1 181 entreprises), 14,5 milliards d'euros (1 886 entreprises) pour les fonds de croissance et 12 milliards d'euros pour les fonds de capital-risque (5 005 entreprises). Les **désinvestissements** ont atteint 23,4 milliards d'euros en 2020, soit une baisse d'un tiers par rapport à 2019 dans la mesure où la crise sanitaire a bloqué les sorties. L'essentiel de la baisse est intervenu dans les désinvestissements des fonds de buyout.

La crise sanitaire a donc davantage impacté les sorties que les prises de participations : les levées et les investissements en capital-investissement se sont maintenus sur l'année 2020.

**Figure 7 - Levées de capitaux en 2017-2020 en Europe**

(en milliards d'euros)

	2017	2018	2019	2020
Capital-risque	10,3	12,6	16,7	15,5
Buyout	72,7	68,3	80,9	62,3
Croissance	7,4	10,1	10,9	15,4
Mezzanine	1,0	0,8	0,4	0,3
Généraliste	5,3	11,0	5,5	7,0
	-----	-----	-----	-----
Total	96,6	102,9	114,5	100,5

Source : Invest Europe (2021)

**Figure 8 - Investissements par les acteurs du capital-investissement en Europe 2017-2020**

(en milliards d'euros)

	2017	2018	2019	2020
Capital-risque	7,2	8,9	11,2	12,0
Buyout	53,2	60,2	67,4	59,7
Croissance	11,9	14,1	19,5	14,5
Autres	3,0	1,8	2,3	1,9
	-----	-----	-----	-----
Total	75,3	85,0	100,4	88,1

Source : Invest Europe (2021)



**Figure 9 – Désinvestissements par les acteurs du capital-investissement en Europe 2017-2020**

	(en milliards d'euros)			
	2017	2018	2019	2020
Capital-risque	2,1	2,3	2,7	2,3
Buyout	33,9	25,0	26,0	15,6
Croissance	6,8	8,2	5,7	4,4
Autres	1,7	1,7	1,0	1,1
Total	44,5	37,2	35,4	23,4

Source : Invest Europe (2021)

## 2. Crise du covid et capital-investissement en France : un recul technique suivi d'un retour à la normale

En France, les **capitaux levés** par le capital-investissement ont atteint 23,5 milliards d'euros en **2020** dont 18,5 milliards d'euros pour le capital investissement *stricto sensu* et 5 milliards d'euros pour les fonds d'infrastructures.

Les **investissements** ont atteint 23,1 milliards d'euros dans 2 148 entreprises et projets d'infrastructures, dont 17,8 milliards d'euros dans 2 027 entreprises pour le capital-investissement *stricto sensu* et 5,3 milliards d'euros dans 121 projets d'infrastructures. L'année 2020 marque un recul technique par rapport à la dynamique observée en 2017-2019 du fait de la crise du Covid. Mais l'année 2021 revient sur la tendance antérieure.

Les investisseurs français ont représenté 63% des **fonds levés** en 2020, alors que leur part dans les fonds levés était, en moyenne, de 49% sur la période 2017-2019, du fait de la moindre présence des investisseurs étrangers au cours de la crise du Covid. Les fonds européens hors France ont été présents (26% des fonds levés en 2020 contre 27%, en moyenne, sur la période 2017-2019), mais les fonds venus hors d'Europe ont temporairement baissé du fait de la crise sanitaire (11% au lieu de 24%).

Les **fonds levés en capital-investissement par destination** en 2020 se répartissent ainsi : capital transmission 7,97 milliards d'euros, capital développement 7,17 milliards d'euros, capital innovation 3,38 milliards d'euros, et capital retournement 32 millions d'euros, soit un total de 18,55 milliards d'euros. Les **fonds levés en capital-investissement par souscripteurs** en 2020 se répartissent ainsi : compagnies d'assurance et mutuelles 26%, fonds de fonds 17%, secteur public 15%, personnes physiques et *family offices* 13%, banques 10%, caisses de retraite et fonds de pension 9%, industriels 4%, fonds souverains 4%, autres 2%. Les **fonds levés en infrastructures par souscripteurs** en 2020 se répartissent ainsi : compagnies d'assurance et mutuelles 42%, caisses de retraite et fonds de pension 21%, banques 14%, industriels 7%, fonds souverains 6%, fonds de fonds 5%, secteur public 4%, personnes physiques et *family offices* 1%.

Les **fonds investis** ont atteint 23,1 milliards d’euros en 2020 contre 21,3 milliards d’euros en moyenne en 2017-2019. Ces investissements ont bénéficié à 2 148 entreprises et projets d’infrastructures en 2020 contre 2 356 en moyenne en 2017-2019. Les **désinvestissements** ont conduit à la cession de 1 322 entreprises pour 7,1 milliards d’euros et de 40 projets d’infrastructures.

Autrement dit, le capital-investissement en France a suivi la tendance européenne à savoir un léger recul des désinvestissements, et donc des sorties, et le maintien, voire l’augmentation, des levées et des prises de participations. La crise sanitaire a eu comme effet positif d’augmenter la part des investisseurs français dans les fonds levés de près de 15%, conséquence directe des moindres investissements des fonds étrangers (hors Europe).

**Figure 10- Levées de capitaux 2017-2020 en France**

	(en milliards d’euros)			
	2017	2018	2019	2020
Capital-investissement	16,5	18,7	20,9	18,5
Infrastructures	4,2	12,1	9,9	5,0
	-----	-----	-----	-----
Total	20,7	30,8	30,8	23,5

Source : France Invest (2021)

**Figure 11 – Investissements par les acteurs du capital-investissement en France 2017-2020**

	(en milliards d’euros)			
	2017	2018	2019	2020
Capital-investissement	14,3	14,7	19,3	17,8
Infrastructures	4,5	3,9	7,2	5,3
	-----	-----	-----	-----
Total	18,8	18,6	26,5	23,1

Source : France Invest (2021)

Sur le long terme, le capital-investissement français affiche des rendements élevés et résilients. Sur 15 ans, le rendement annuel du capital-investissement est proche du double de celui du CAC 40, dividendes réinvestis, et supérieur de 50% à celui de l’immobilier. Sur 10 ans, le rendement annuel du capital-investissement est supérieur de 60% au rendement du CAC 40 et proche du double du rendement de l’immobilier. Sur 3 ans, le rendement annuel moyen du Capital-investissement a été de 13,3%, dont 8,1% pour le capital-innovation, 11,6% pour le capital-développement et 16,5% pour le capital-transmission.

### **Figure 12 - Rentabilité du capital-investissement sur 15 ans en France**

(Rendement annuel moyen en % sur la période 2005-2019)

Capital-investissement	<b>11,4%</b>
CAC 40 *	6,0%
Immobilier	7,4%
Hedge Funds	3,6%

\* Performance sur 15 ans du CAC 40 avec dividendes réinvestis

Source : Invest Europe (2021)

### **Figure 13 - Rendements des classes d'actifs sur 3 ans en France**

(Rendement annuel moyen en % sur la période 2017-2019)

Capital-investissement	<b>13,3%</b>
Capital-innovation	8,1%
Capital-développement	11,6%
Capital-transmission	16,5%
Fonds généralistes	9,8%

Source : France Invest (2021)

La figure suivante fait ressortir la forte augmentation du financement apporté aux entreprises du secteur Médical-Pharma-Biotechs de 2019 à 2020 (48%) pour atteindre un montant de **4,29 milliards d'euros** au bénéfice de 321 entreprises.

Les secteurs 'Informatique et Numérique' et 'Télécoms et Communications' voient leur financement augmenter de 27% à **4,20 milliards d'euros** au bénéfice de 627 entreprises.

En revanche, le financement des Biens et services de consommation et Biens et services industriels chute de 28% à 7,53 milliards d'euros au bénéfice de 845 entreprises.

Les autres secteurs voient leur financement passer de 2,70 milliards d'euros à 1,73 milliards d'euros au bénéfice de 234 entreprises.

Les secteurs Méd-Pharma-Biotechs et Numérique-Télécoms ont ensemble vu leur financement augmenter de 37% à 8,49 milliards d'euros en 2020 par les acteurs français du capital-investissement alors que le capital-investissement baissait de 8%. Ces fonds sont investis à 71% dans des entreprises françaises, soit 6 milliards d'euros.

**Figure 14 - Répartition des investissements 2019-2020**

	2019	2020	Nb d'entreprises en 2020
<b>Capital-investissement</b>	<b>19,30</b>	<b>17,75</b>	<b>2 027</b>
Médical-Pharma-Biotechs	2,90	4,29	321
Biens et services de conso	5,34	3,89	453
Biens et services industriels	5,06	3,64	392
Informatique et numérique	2,86	3,51	564
Services financiers	1,70	1,13	109
Télécoms et Communications	0,44	0,69	63
BTP/Construction	0,43	0,33	51
Energie	0,41	0,18	53
Autres secteurs	0,16	0,09	21

Source : France Invest (2021)

### 3. Le cas des biotech : l'Europe dépassée par les Etats-Unis et par la Chine

**La question centrale est celle de la capacité de la France et de la zone euro à créer de nouvelles activités dans les prochaines années. Analysons la situation dans la Tech et les Biotechs.**

Les montants cumulatifs **d'IPO recueillis dans les biotechs** sur la période 2010-2020 atteignent 3,9 milliards de dollars en Europe, 27,9 milliards de dollars en Asie-Pacifique et 51,6 milliards de dollars aux Etats-Unis, **soit 10 fois le montant européen en Asie Pacifique et 18 fois le montant européen aux Etats-Unis.**

Les montants cumulatifs de **follow-on capital pour les biotechs** sur la période 2010-2020, ont atteint 12,2 milliards de dollars en Asie Pacifique, 12,12 milliards de dollars en Europe et 145,93 milliards de dollars aux Etats-Unis, **soit 13 fois le niveau européen aux Etats-Unis.**

Les montants cumulatifs d'IPO dans les **biotechs** sur la période 2016-2020 ont atteint 710 millions de dollars en Europe et 38,7 milliards de dollars aux Etats-Unis, soit 53 fois plus.

Les montants cumulatifs d'IPO **dans l'IT** sur la période 2016-2020 ont atteint 27,6 milliards de dollars dans l'Union européenne et 34,8 milliards de dollars aux Etats-Unis, soit 1,3 fois plus. **Il en ressort que sur la période récente, les fonds européens investissent des montants comparables à ceux des Etats-Unis dans l'IT mais non dans les biotechs.**

Si l'on compare les trois grands acteurs, dans les **biotechs en 2020**, la Chine investit plus que l'Europe (6,4 contre 5,2 milliards de dollars) mais les Etats-Unis investissent 23,7 milliards de dollars.

Dans **l'IT en 2020**, les Européens ont investi 38,4 milliards de dollars contre 42,7 milliards de dollars en Chine et 135 milliards de dollars aux Etats-Unis.

### III- QUELLE POLITIQUE POUR RELANCER DURABLEMENT LA CROISSANCE EN FRANCE ?

**Le recul de 2,5 points de l'activité en 2020-2021 est la moyenne résultant d'une hausse de 2% de l'activité pour les entreprises assurant la moitié du PIB marchand et un recul de 7% de l'activité pour les entreprises assurant l'autre moitié.** Même si les faillites ont baissé du fait des aides publiques, on peut estimer que la proportion d'entreprises *zombies* est passé de 7% avant la crise à 11% après la crise (entreprises incapables de rembourser leurs dettes).

**La question centrale pour l'économie française en 2021-2022 concerne la restructuration massive d'1/7e de l'économie et la création de nouvelles filières de croissance et d'exportation afin d'éliminer le déficit extérieur et de créer des emplois dans la nouvelle économie au cours des 5 prochaines années.**

#### 1. Rebondir par les PME et ETI en croissance

**La France n'éliminera pas son déficit extérieur sans créer un million d'emplois productifs dans des ETI et PME en croissance.** La France comptait **5 700 ETI** en 2020 (entreprises ayant entre 250 et 5 000 employés et un CA inférieur à 1,5 milliard d'euros), dont environ **1 200 ETI industrielles** employant 38% des effectifs industriels, contre 12 500 ETI en Allemagne, 10 000 au Royaume-Uni et 8 000 en Italie.

Les ETI représentent 19,8% des effectifs salariés du secteur marchand (3,4 millions sur 17,2 millions<sup>3</sup>), 23% des dépenses privées de R&D, 27% de la valeur ajoutée marchande et 30% des investissements des entreprises. Elles exportent 34% de leurs chiffres d'affaires et effectuent un tiers des exportations françaises.<sup>4</sup> **Sur le dernier quart de siècle, seules les PME et ETI en croissance ont créé de l'emploi en net.**

L'emploi salarié atteignait 25,3 millions de personnes au 30 mars 2021 dont 17,2 millions dans le secteur marchand et 8,1 millions dans le non-marchand dont 5,8 millions dans la fonction publique<sup>5</sup>. 70% des ETI sont contrôlées par des capitaux majoritairement français et 70% de ces dernières sont à capitaux familiaux. Une ETI sur six a mis en place un centre de formation d'apprentis (CFA).

<sup>3</sup> L'emploi salarié atteignait 25,3 millions de personnes au 30 mars 2021 dont 17,2 millions dans le secteur marchand et 8,1 millions dans le non-marchand dont 5,8 millions dans la fonction publique (Source INSEE, Note du 10 juin 2021).

<sup>4</sup> 70% des ETI sont contrôlées par des capitaux majoritairement français et 70% de ces dernières sont à capitaux familiaux. Une ETI sur six a mis en place un centre de formation d'apprentis (CFA).

<sup>5</sup> Source INSEE, Note du 10 juin 2021

## 2. Rebondir par le capital-investissement

**L'Europe se fait doubler par la Chine en capital-investissement, à la fois en biotechs et en IT, et se trouve déclassée par rapport aux Etats-Unis d'un facteur 4.** Il faudrait au moins tripler notre effort pour stopper le décrochage de l'économie française en Europe et dans le monde.

**Il est donc impératif que tous les acteurs institutionnels européens se donnent pour objectif de tripler sous 5 ans leurs investissements en capital-investissement** si l'on veut éviter de se faire marginaliser dans la Nouvelle révolution industrielle en cours dont le rythme s'accélère vivement sous l'effet de la compétition entre la Chine et les Etats-Unis pour la domination économique et technologique mondiale.

**Le même défi de triplement des investissements en capital-investissement sous 5 ans s'impose aux Investisseurs institutionnels français** qui investissent très peu dans ce secteur comme l'atteste le tableau suivant.

**Figure 15 - Répartition du portefeuille des investisseurs institutionnels français, 2019-2020**

(Par classe d'actifs, en % des actifs gérés)

	2019	2020
Obligations	71,0	69,6
Actions	13,7	12,8
Immobilier	6,3	6,1
Liquidités	3,9	4,1
Prêts	2,0	3,3
Infrastructures	1,0	1,8
<b>Capital-investissement</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>
Autres	0,8	0,9
Gestion alternative	0,2	0,3

**Actifs totaux des investisseurs ayant donné leur répartition d'actifs : 2 340 milliards d'euros**

Source : enquête annuelle de l'AF2I, juin 2021

**Le montant investi en 2020 dans les entreprises françaises dans les secteurs biotechs et IT, la somme des deux étant appelée Tech, était de 6 milliards d'euros** (6,8 milliards de dollars au taux de change de 2020). **En pourcentage du PIB, la France a investi 3 fois moins qu'aux Etats-Unis dans la Tech en 2020 (23 fois moins en dollars investis).** Pour suivre le rythme de la mutation économique mondiale, **il faudrait multiplier par 3 le montant annuel investi en fonds propres dans la Tech française, soit 18 milliards d'euros par an.**

**Pour réindustrialiser le pays, le montant investi en capital-investissement en France par les capitaux-investisseurs (et institutionnels français) devrait passer d'environ 12 milliards d'euros par an - tous secteurs confondus - à, au minimum, 36 milliards d'euros par an, dont 15 milliards d'euros par an dans la Tech.**

En cumulé, si l'on suppose le sentier d'investissement suivant après une réforme intervenue à l'automne 2021, **en milliards d'euros : 12 en 2020, 15 en 2021, 20 en 2022, 28 en 2023, 36 en 2024, 40 annuellement en 2025-2026, le surplus d'investissement annuel en capital-investissement pour réindustrialiser la France dans l'ensemble des secteurs de production, et notamment la Tech, par rapport à 2021** est le suivant : 5 en 2022, 13 en 2023, 21 en 2024 et 25 annuellement en 2025-2026, soit **89 milliards d'euros sur la période 2022-2026**.

**Il s'ensuivrait un quinquennat de régénération du tissu productif français pour un surplus de capital-investissement sur fonds privés de 89 milliards d'euros sur la période 2022-2026**, à condition que les fonds d'épargne de la France soient bien fléchés. A comparer au coût de la réponse de la France à la crise de 424 milliards d'euros sur la période 2020-2022 pour seulement revenir au niveau de fin 2019 (Evaluation d'Olivier Dussopt du 14 avril 2021). Et à comparer aux **2 279 milliards d'euros dans les fonds d'assurance-vie et les livrets (A et LDDS)**.

Ces **89 milliards d'euros de sur-investissement en fonds propres des entreprises représentent 3,90 % - en cumulé sur 5 ans - des fonds d'assurance-vie et livrets de mars-avril 2021**.

C'est loin d'être inatteignable. Les **encours d'assurance-vie à fin mars 2021 était de 1 812 milliards d'euros, en progression de 4% sur 1 an et les encours livret A et LDDS à fin avril 2021 étaient 467 milliards d'euros**. Le surplus d'épargne des ménages français en lien avec la crise s'élève à 160 milliards d'euros. Mais, la mobilisation de cet « argent qui dort » suppose une **stratégie déterminée de numérisation et robotisation de l'économie française et de développement massif de la Tech française sur la période 2022-2026**.

Pour mobiliser l'épargne des Français vers l'investissement en fonds propres, on peut proposer par exemple la création d'un nouveau PEA, en plus des PEA<sup>6</sup> et PEA-PME actuels. Il serait fléché sur les investissements en fonds propres des entreprises de moins de 5 000 salariés (au moment de l'investissement), comme le PEA-PME, mais il aurait un plafond propre de 225 000 euros en sus du plafond actuel de 225 000 euros pour la somme du PEA et PEA-PME, sous réserve d'investir dans des entreprises de la Tech (notamment Biotechs, Fintechs, Agri-techs, Environnement-techs, etc.) ayant leur siège dans l'Union européenne, avec une orientation française, et de garder les fonds dans ce **PEA-Fonds propres** plus de 8 ans<sup>7</sup>. Les fonds seraient investis directement par le détenteur ou par l'intermédiaire de *fonds de capital-investissement*. Les revenus et plus-values seraient défiscalisés en contrepartie d'une garantie en capital de 80% du montant initial investi dans les fonds de capital-investissement (la garantie ne s'applique pas aux fonds investis en direct par le détenteur). En cas de décès du détenteur, le PEA-Fonds propres serait transmis sans fiscalité.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> PEA bancaire ou assurance. Le PEA bancaire permet d'acquérir des actions d'entreprises européennes sous un plafond de versement de 150 000 euros tandis que le PEA Assurance est un contrat de capitalisation en unités de compte (c'est l'assureur qui détermine les produits qui constituent l'enveloppe : pas d'actions en direct mais uniquement des OPCVM éligibles). Le PEA-PME peut recevoir 225 000 euros de versements mais cette limite s'applique également à la somme PEA et PEA-PME.

<sup>7</sup> Une étude de l'équipe *Investing Initiative* montre que les dispositifs et incitations destinés à influencer les décisions d'affectation de l'épargne en France conduisent les flux d'épargne à 80% au bénéfice de l'Etat et des grandes entreprises (ADEME-France Stratégie, avril 2017 : *Fiscalité de l'épargne financière et orientation des investissements*).

<sup>8</sup> Cette proposition diffère de celle Michel Didier (Rexecode, Repères, juin 2021) qui propose un quasi-PEA investi uniquement en parts de fonds d'investissement de croissance durable dans des entreprises non cotées (santé, numérique, transition climatique) au bénéfice des épargnants moyens réticents au risque, avec un plafond de 150 000 euros s'inscrivant apparemment dans le plafond actuel de 225 000 euros. Ces fonds d'investissement seraient à capital garanti et resteraient liquides dans la mesure où l'épargnant pourrait sortir à tout moment à la valeur initiale de son investissement. Ce quasi-PEA investirait presque uniquement en entreprises déjà existantes pour 'accompagner leur développement'. Les parts de ces fonds seraient évalués périodiquement avec une garantie en capital et une garantie de liquidité. C'est une Caisse publique, sous la forme d'un fonds de fonds, qui assurerait le remboursement à la valeur d'origine et porterait les parts jusqu'à l'échéance de la liquidation des fonds. Cette proposition, moins puissante en termes de fonds investis et coûteuse pour les finances publiques, est complémentaire de celle faite ici.



## Conclusion

1. **Le capital-investissement est très rémunérateur** au global en tant que classe d'actifs, y compris dans les biotechs et medtech.
2. Les taux longs nominaux peuvent remonter mais les **taux longs réels devraient rester en territoire négatif ou proches de zéro**, sauf rupture dans l'environnement économique et politique. La classe d'actifs doit donc bénéficier d'arbitrages favorables de la part des institutionnels à moyen terme, c'est leur intérêt et celui des épargnants.
3. **C'est d'autant plus vrai qu'une remontée des taux nominaux, même faible, pourrait amorcer un krach obligataire lent, ce qui va en réalité également dans le sens d'une augmentation des allocations en capital-investissement.**
4. On ne peut relancer une croissance durable en France qu'en agissant sur **deux leviers** :
  - augmenter significativement le nombre de grosses PME et d'ETI tout en les faisant croître par la numérisation, la robotisation et l'eupéanisation ;
  - augmenter fortement le nombre de start-ups en croissance pour multiplier le nombre de licornes françaises.

andera  
PARTNERS