

Plan Juncker et policy-mix européen

Valérie Malnati*, Laurent Ménard**

Au moment de son élection comme président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker a pris l'engagement, devant le Parlement européen, d'impulser un plan en faveur de l'investissement dans l'Union européenne (UE). Le 26 novembre 2014, la Commission a ainsi présenté un projet dans lequel elle pose un triple diagnostic : en 2013 il manquait deux points de PIB d'investissement dans l'UE, soit environ 300 milliards d'euros, par rapport à la moyenne de long terme ; les marges de manœuvre budgétaires sont trop limitées pour envisager de substituer massivement de l'investissement public à l'investissement privé ; ce déficit d'investissement ne résulte pas d'un manque de liquidités mais d'une prise de risque insuffisante des investisseurs.

Cet article décrit le mécanisme de garantie imaginé par la Commission européenne pour combler le déficit d'investissement de l'UE, et tâche de l'inscrire dans le cadre plus général de la politique économique européenne.

1. Un meccano financier...

La Commission propose la création, au sein de la Banque Européenne d'Investissement (BEI), d'un nouveau Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques (FEIS). Pour établir ce fonds, une garantie de 16 milliards d'euros sera mise en place dans le budget de l'UE et la BEI engagera 5 milliards d'euros. Le FEIS servira de protection de crédit permettant à la BEI et au Fonds Européen d'Investissement (FEI), sa branche finançant les PME, de développer de nouvelles activités plus risquées : créances privilégiées à long terme pour des projets à risque plus élevé, prêts subordonnés, fonds propres et quasi-fonds propres pour la BEI, capital-risque, garanties, titrisation et financement de croissance pour le FEI. On note que la subvention n'entre pas dans la palette des outils envisagés par la Commission pour stimuler l'investissement.

La Commission estime que chaque euro de protection de crédit du FEIS permettra de créer trois euros d'activités nouvelles de la BEI ou du FEI, et que chaque euro d'activité nouvelle de la BEI, ou du FEI, entraînera avec lui quatre euros de participation d'autres investisseurs. D'où un effet de levier total attendu de 15 et un effet global sur la dépense d'investissement de 315 milliards d'euros, 240 milliards pour les investissements stratégiques, via les activités nouvelles de la BEI, et 75 milliards pour les PME et les entreprises à moyenne capitalisation, via les activités nouvelles du FEI.

Les conditions de mise en place du plan Juncker permettent d'envisager son succès

Le plan Juncker renforce et diversifie clairement les moyens d'action de la BEI, unique opérateur à bénéficier directement des garanties assises sur le budget de l'UE. Un accord entre la Commission européenne et la BEI est en cours de discussion. Cet accord comporte trois fenêtres :

- Une fenêtre « prêts » : la BEI s'engage à produire 44 milliards d'euros de prêts à des projets d'infrastructures et d'innovation, sur les trois années à venir, pour lesquels elle bénéficiera d'une garantie première perte. Si un débiteur est défaillant, la BEI déclarera le sinistre auprès du FEIS et récupérera l'intégralité des sommes qui lui sont dues. La BEI aura la faculté de faire jouer ce mécanisme de garantie tant que le cumul de ses appels en garantie ne dépassera pas 11 milliards d'euros.
- Une fenêtre « prises de participation dans des sociétés de projet » : la BEI s'engage à prendre 5 milliards d'euros de participation dans des sociétés de projet, pour lesquelles elle bénéficiera d'une garantie de 50%. Si la société de projet consomme l'intégralité de ses fonds propres et périclité, la BEI déclarera le sinistre au FEIS et récupérera la moitié de ses fonds.
- Une fenêtre « financement des PME et des entreprises de taille intermédiaire » : le FEI, qui fait partie du groupe BEI, s'engage à produire 11,8 milliards d'euros de financement pour accompagner la croissance des PME et des entreprises de taille intermédiaire. Le FEIS mettra à sa disposition 2,5 milliards d'euros de garantie que le FEI aura la liberté de gérer.

Au total, en s'appuyant sur 16 milliards d'euros d'engagements de garantie du FEIS (11 + 2,5 + 2,5), le groupe BEI aura à produire 60,8 milliards de financement (44 + 5 + 11,8).

* Commissariat général à l'Investissement

** Commissariat général à l'Investissement

Les appels de la Commission aux Etats membres pour cofinancer le mécanisme de garantie ont débouché sur des engagements d'une autre nature et les redéploiements au sein du budget de l'UE font l'objet de discussions au Parlement européen, mais cela ne devrait faire obstacle ni à l'adoption, ni au succès du plan Juncker.

L'état des lieux

La Commission a essayé d'attirer des financements nationaux sur les garanties du FEIS en contrepartie d'une certaine mansuétude dans l'examen de leur incidence sur les trajectoires des finances publiques. Cela n'a eu aucun succès. Les engagements pris par les Etats, généralement à l'occasion des déplacements du vice-président de la Commission, Jyrky Katainen, ne concernent pas des dépenses budgétaires nationales destinées à muscler le mécanisme de garantie. Les 8 milliards d'euros annoncés par l'Allemagne puis la France correspondent, respectivement, à des cofinancements de la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) ou de la Caisse des dépôts et Consignations (CDC) et de BPI France, dans les projets financés par la BEI. En admettant que ces deux institutions ont une capacité d'entraînement similaire à celle de la BEI, les démarches allemande et française sont compréhensibles : consacrer quelques crédits budgétaires pour mettre en situation la KfW ou la CDC d'accompagner ou de démultiplier l'action de la BEI pour des projets sur les territoires allemand ou français est sans doute d'un meilleur rapport national que de renforcer les moyens d'intervention de la BEI sur l'ensemble du territoire de l'Union. Cela permettra en outre d'irriguer davantage de petits projets, pour lesquels ces deux institutions pourront jouer le rôle de plate-forme de regroupement auprès de la BEI.

La Commission rencontre quelques difficultés sur le volet budgétaire du plan Juncker. Elle a prévu de provisionner 8 milliards d'euros de crédits du budget de l'Union pour couvrir les 16 milliards d'euros d'engagements de garantie du FEIS. Ces 8 milliards sont dégagés d'une part en mobilisant 2 milliards d'euros de marges existantes et d'autre part en redéployant 6 milliards d'euros à partir des programmes européens Horizon 2020 (financement de la recherche) et MIE (financement des infrastructures de transport). Le milieu de la recherche s'est mobilisé contre cette ponction. Il anime les discussions, au Parlement européen comme en France, autour de l'idée qu'en procédant ainsi la Commission dégrade l'utilité de la dépense publique européenne.

Comme l'a montré le déroulement des opérations jusqu'à présent, la Commission veut tenir les délais sur le plan Juncker et ne rien sacrifier des termes de son accord avec la BEI. Elle est en train de concéder au Parlement des aménagements sur l'affectation et le calendrier des redéploiements budgétaires, et le Parlement a accepté d'entrer dans cette logique. Un accord Parlement-Commission-Conseil européen a été trouvé le 28 mai dernier pour une réduction de 550 millions d'euros de redéploiements de crédits en provenance de la recherche et de 450 millions d'euros en provenance des transports.

La facilité d'accès et la diversité des modalités de financement envisagées augurent bien du succès du plan, à condition d'éviter quelques écueils de mise en œuvre

La BEI invite les porteurs de projet à la saisir directement de leur dossier, sans que les Etats membres ne jouent le rôle de filtre. Ce dossier doit établir que le projet satisfait à l'un des objectifs de l'Union, qu'il a suffisamment de viabilité économique pour payer ses dettes ou rémunérer les fonds propres, suffisamment de risque pour justifier une garantie, et qu'il entraîne des dépenses avant la fin de l'année 2017. Ces conditions ne sont pas très difficiles à réunir. D'ores et déjà, la BEI entrepose des dossiers. Trois dossiers ont été signés par anticipation dès le conseil d'administration de la BEI d'avril, et quatre dossiers ont été validés par celui de mai. Les premières séances du comité d'investissement chargé de d'attribuer la garantie de l'Union sont prévues en octobre. Les premiers décaissements en régime de croisière sont envisagés pour la fin de l'année.

La Commission et la BEI ont fourni au Parlement européen et aux Etats membres une liste d'exemples de projets et de moyens de financement envisageables dans le cadre du plan. Outre l'extrême diversité des projets présentés - d'une autoroute classique à la première ferme d'éoliennes flottantes -, les outils de financement cités sont calibrés pour débloquer le financement des autres banques sur les projets : renforcement de crédit, dette subordonnée, dette mezzanine. C'est un élément clé de la réussite macroéconomique du plan. La BEI doit absorber une part de risque plus importante que sa quote-part dans le financement d'un projet pour inciter les autres investisseurs à le financer, puisque ces derniers ne bénéficieront pas directement de la garantie de l'Union.

2. ... au service d'un policy-mix prudent

Dès l'origine, la conception du plan Juncker était basée sur des ambitions tant politiques qu'économiques.

Le but du plan Juncker est bien sûr de soutenir la reprise et la création d'emplois dans une Union Economique et Monétaire (UEM) en crise, qui doit faire face à un niveau de chômage élevé et un fort risque de déflation, et ce en relayant les efforts de la Banque Centrale Européenne (BCE). En effet, en dépit de l'extension de son bilan, l'action de la BCE ne suffit pas : dans un contexte réglementaire durci, les effets de la politique monétaire sur la production de crédit, qui émane des banques, sont amoindris, notamment dans la capacité de prise de risque.

La méthode du plan Juncker consiste aussi à imaginer une utilisation du budget de l'UE qui maximise son multiplicateur, à court terme, sans remettre en question les efforts nationaux d'assainissement des finances publiques.

Dans cette perspective, comme cela a été décrit plus haut, la dépense publique mise en œuvre vise à favoriser un flux d'investissements privés, dans un cadre de liquidités abondantes mais de faible appétence pour le risque : autrement dit, une stratégie économe et pragmatique dans un environnement fortement contraint.

La politique monétaire ne résout pas tout ...

Depuis le déclenchement de la crise, la stabilisation de la zone euro dépend essentiellement de la BCE, l'euro étant la seule monnaie au monde privée d'un pouvoir budgétaire centralisé. Sans union budgétaire, pendant de la politique monétaire unique de la BCE et projet essentiel à la bonne marche de cette monnaie unique, le fonctionnement de la zone euro ne peut pas être « optimal »¹.

A l'automne 2008, la gestion de la crise des dettes souveraines a suscité la mise en place de plusieurs dispositifs réglementaires desti-

nés à inciter les Gouvernements à maîtriser leurs déséquilibres budgétaires. En témoigne une capacité d'intrusion inédite de la Commission européenne dans les politiques budgétaires des Etats membres via les réformes institutionnelles lancées depuis 2010 : deux « paquets » législatifs (*Six-pack* et *Two-pack*) et un « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance » (*TSCG*) instaurant notamment l'inscription d'une « règle d'or budgétaire » dans chaque Constitution. Ces dispositions s'inscrivent dans le « Semestre européen », calendrier annuel fixant les tâches respectives des institutions responsables : Commission et instances réunissant les États concernés (Conseil européen, Conseil Ecofin, Eurogroupe, etc.). À l'intérieur de ce cadre, les États de la zone euro forment un sous-ensemble soumis à des règles plus strictes et assorties, le cas échéant, de sanctions quasi-automatiques. Enfin, avec la création d'un Mécanisme Européen de Stabilité (MES), les pays européens exercent une mutualisation partielle du risque attaché à leur dette publique.

Au total, la zone euro est gouvernée par des règles et non par des choix de politique économique, du fait de l'absence d'institutions et de procédures politiques au sein desquelles ces choix peuvent être décidés et contrôlés.

... et les choix budgétaires restent prudents

Le plan Juncker n'injecte pas de ressources publiques nouvelles dans l'économie ; il redéploie certes des crédits budgétaires, mais il respecte scrupuleusement les projections de financement du budget de l'UE et des budgets nationaux.

Il est vrai que la Commission européenne dispose d'un pouvoir d'appréciation non négligeable s'agissant de déclencher ou non une procédure de déficit excessif à l'encontre d'un Etat membre qui ne respecterait pas les règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), venues compléter les critères de Maastricht en fixant notamment un objectif de déficit structurel, dit Objectif à Moyen Terme (OMT).

Dans ce contexte, l'idée d'exclure tout ou partie des dépenses d'investissement du calcul des soldes budgétaires a été un moment relancée à l'occasion du plan Juncker. Les dépenses d'investissement constituent en effet, pour nombre de responsables politiques, un enjeu très important dans un contexte de faible croissance économique. Pour ces derniers, les règles budgétaires européennes ne doivent pas freiner le potentiel de croissance que constituent les investissements publics. Pour d'autres, la soustraction des dépenses d'investissement du déficit public est injustifiée. Le capital public ne serait pas suffisam-

¹ Cf « Théorie des zones monétaires optimales » : Selon la théorie de R. Mundell, une zone monétaire est dite optimale lorsque les facteurs de production (capital et travail) y circulent sans entrave et plus facilement que vis-à-vis de l'extérieur de la zone. Celle-ci doit être stabilisée par un mécanisme de transfert budgétaire, notamment lorsqu'il s'agit de répondre à des chocs dits 'asymétriques'. Or c'est bien là le défaut de construction de l'UEM. On ne peut en effet envisager une stabilisation automatique avec un budget de l'UE limité à 1,27% du PIB communautaire et par ailleurs exclusivement dédié à des fins autres que l'action contra-cyclique (l'agriculture représente environ 45% du budget UE, et les fonds structurels, environ 1/3 du budget, ce ne sont pas des instruments de régulation contra-cyclique) – Mundell R. (1961) : A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4.

ment productif pour que son augmentation ne suscite pas d'accroissement du taux d'endettement public au-delà de ce qui serait souhaitable.

Dans le cadre du plan Juncker, la Commission a tranché en faveur d'une dérogation très limitée aux règles en vigueur ; elle a indiqué que d'éventuels versements des budgets nationaux aux mécanismes de garantie seraient regardés avec indulgence lors de l'examen des trajectoires des finances publiques des Etats concernés (on l'a vu plus haut, les Etats membres ne se sont pas saisis de cette possibilité pour le moment). Pour les autres dépenses, les règles budgétaires continuent de s'appliquer, et c'est seulement pour les pays dont le déficit conjoncturel est inférieur à 3 % que le calcul de la trajectoire budgétaire ne tiendra pas compte de toute dépense engagée, conjointement avec l'UE, dans la construction d'une infrastructure ².

Il n'est donc pas question de relâcher les efforts budgétaires demandés aux Etats. Le plan Juncker n'a pas vocation à augmenter les dépenses publiques d'investissement, il souhaite augmenter les seules dépenses privées d'investissement.

Ainsi la philosophie qui sous-tend le plan Juncker est différente de celle du Programme d'Investissements d'Avenir (PIA) en France.

Le PIA a été engagé par le Gouvernement français lors de la loi de finances rectificative du 9 mars 2010, avec un objectif d'amélioration du potentiel de croissance de long terme de l'économie française et la volonté de renouveler les modalités d'action publique en matière d'investissement. Un investissement initial de 35 Mds € a ainsi été lancé (PIA 1), suivi de 12 Mds € en 2013 (PIA 2).

Les projets, sélectionnés au terme d'une analyse indépendante, couvrent un spectre très large - de la recherche fondamentale jusqu'à

la mise sur le marché - et font appel à tout l'éventail des interventions publiques (subventions, avances remboursables, etc.). Sur l'aval, un effet de levier sur l'investissement privé est systématiquement recherché, permettant ainsi l'optimisation du retour sur investissement pour l'Etat et la collectivité en termes d'activité, d'environnement et d'emplois. A ce jour, les engagements de cofinancements privés représentent 27,41 Mds€, soit quasiment autant que les engagements de 28,48 Mds€ d'argent public contractualisé par le Commissariat Général à l'Investissement (CGI) qui pilote le PIA.

Outre la cible, la principale différence avec le plan Juncker tient aussi au fait que le PIA accepte l'idée de creuser le déficit et sélectionne très soigneusement les projets, tandis que le plan Juncker redéploie les crédits sans sélectionner *a priori* les investissements. Contrairement au PIA, le plan Juncker n'est pas un programme d'investissements mais un dispositif destiné à inciter les banques et les investisseurs privés à prendre des risques en acceptant de financer des projets viables qui ne trouvent pas de financement sur le marché actuel du crédit en dépit de l'abondance de liquidités et de la faiblesse des taux d'intérêt. Soutenue par le FEIS, la BEI pourra ainsi assumer plus de risques. Il s'agira donc de contribuer à faciliter ces financements, alors que la BCE a d'ores et déjà bien entamé son programme d'achat de titres privés.

Un policy-mix européen qui renforce la coordination des décisions de politique économique ?

Dans son examen annuel de la croissance 2015, la Commission européenne a identifié les investissements, les réformes structurelles et la responsabilité budgétaire comme des éléments essentiels de la stratégie de politique économique de l'UE.

Le plan Juncker, couplé avec la politique monétaire accommodante de la BCE et améliorant son efficacité conjoncturelle, vient temporairement à l'appui de cette stratégie sans vraiment modifier les caractéristiques structurelles du financement de l'économie européenne, même si le texte en manifeste l'intention. Le plan Juncker correspond à un moment très particulier de l'histoire du secteur financier européen, engagé dans la mise en place de nouvelles normes prudentielles. Le policy-mix mis en œuvre aujourd'hui est calibré en fonction de cette situation très particulière, comme le montre la possibilité récemment offerte à la BCE d'acheter la dette de la

² Cf. « *Matrice d'ajustement budgétaire* » établie par la Commission européenne pour déterminer les efforts de chacun en fonction des variations économiques nationales (en terme structurels, hors effets liés à la conjoncture) : le point de référence choisi est celui de l'écart de production. Il désigne la différence entre ce qu'une économie est censée produire en une année et ce qu'elle produit vraiment. Si celui-ci est situé entre -1,5% et 1,5% (situation normale), les États dont la dette est supérieure à 60% de leur PIB devront réduire leur déficit d'au moins 0,5%. Pour ceux en dessous de ce seuil, l'effort sera égal à 0,5%. Lorsque le fossé se creuse de -1,5% à -3%, les efforts respectifs seront moindres, respectivement entre 0 et 0,25% et entre 0,25% et 0,5%. Entre 3,% et 4%, les seuils seront fixés à 0 et 0,25%. A -4% d'écart de production, soit une situation de crise grave, aucun ajustement budgétaire ne sera demandé à personne.

BEI dans le cadre de son assouplissement quantitatif.

Ce policy-mix n'a pas vocation à se substituer à une évolution plus profonde, indispensable à la stabilité future de la zone euro.

NB. Cet article ne représente que l'opinion de ses auteurs et n'engage pas le Commissariat général à l'Investissement (CGI).