

CONFRONTATIONS



EUROPE

CONFRONTATIONS EUROPE

REPONSE A LA CONSULTATION
SUR LES « PROJECT BONDS »

1. INTRODUCTION

Par souci de respecter la méthode de consultation, les réponses qui suivent se limiteront au champ défini par l'initiative, c'est-à-dire celui des emprunts obligataires Europe 2020 pour le financement de projets d'infrastructures.

Le diagnostic de l'initiative est pertinent : devant l'impécuniosité des États et l'aversion au risque des investisseurs privés, il est nécessaire d'attirer ces derniers vers le financement des projets de long terme en utilisant l'effet levier des capitaux publics.

Mais il nous paraît essentiel de souligner que pour apprécier cette initiative, il faudrait pouvoir la replacer dans le cadre général d'une politique de financement des investissements de long terme.

Or, tel n'est pas le cas.

Ce n'est pas le cas du point de vue des investissements à financer. La consultation souligne, à juste titre, l'ampleur des besoins de financement. Mais elle se focalise immédiatement sur une partie des investissements d'infrastructures. Or, les infrastructures ne se limitent pas aux transports, à l'énergie et aux TIC ; et les besoins en investissements de long terme, ne se limitent pas aux infrastructures. L'Europe doit relever une grande variété de défis : vieillissement de la population, désindustrialisation, menaces sur l'environnement, perte de compétitivité... C'est l'ensemble des réponses en termes d'investissements qu'il faudrait décrire, analyser, évaluer. Et même en se limitant aux projets d'infrastructures, nous avons besoin, pour la réflexion et l'action, d'une typologie des besoins d'investissements.

Ce n'est pas le cas du point de vue des instruments de financement. Devant l'importance et la diversité des besoins, il est clair qu'un seul instrument n'y suffira pas. Il est donc indispensable d'explorer toutes les formes de partenariat public-privé, et leur place par rapport aux investissements publics directs. La consultation prend soin de distinguer les « project bonds » des « eurobonds ». Pourquoi exclure ceux-ci ? Quelles pourraient être leurs complémentarités ? Quel est leur positionnement à côté des subventions et des participations en fonds propres... ? La typologie évoquée ci-dessus permettrait d'associer aux différentes sortes d'investissements le ou les instruments de financement les mieux adaptés.

En un mot, il est intéressant de lancer une consultation sur une pièce du puzzle, mais elle ne peut prendre son sens qu'en la replaçant dans l'ensemble.

On peut comprendre que confrontée à l'importance des besoins et à l'assèchement des financements, la Commission souhaite prendre une initiative rapide pour combler le vide laissé par la disparition des « monolines ». Mais **l'absence d'une vision d'ensemble** :

- **D'une part, risque de compromettre l'efficacité de cette initiative ;**
- **D'autre part, devra nécessairement être comblée à brève échéance pour promouvoir les biens publics européens, nécessaires à une croissance durable et compétitive.**

2. QUESTIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION

2.1. Questions générales

Question 1) Est-ce que le mécanisme choisi est susceptible d'attirer les investisseurs privés institutionnels vers les secteurs des transports, de l'énergie et des TIC ?

Dans son principe, le mécanisme choisi paraît apte à attirer les investisseurs privés institutionnels vers les secteurs sélectionnés. Le risque présenté par les investissements dans ces secteurs est limité et maîtrisable. L'intervention de financements publics pour le rehaussement de crédit peut rencontrer la demande des investisseurs institutionnels pour des investissements plus sûrs.

Mais le succès ou l'échec de cet instrument résidera plus dans ses modalités précises d'application (choix des projets, rating obtenu, liquidité ...) que dans les principes de son mécanisme.

En outre, il se heurtera au « court termisme » des règles comptables et prudentielles. Bâle 3 et Solvabilité II (au moins en l'état actuel, avant de connaître les infléchissements prévus dans Omnibus 2 et les arbitrages sur les mesures de niveau 2) font obstacle aux investissements de long terme. On ne peut continuer en même temps, à proclamer (à juste titre) l'importance vitale des investissements de long terme et pousser (dans les faits) les investisseurs institutionnels à réduire l'horizon de leurs portefeuilles à 3 ou 4 ans. Si les instances techniques s'enferment dans la seule défense de la stabilité (attitude qui risque de compromettre la croissance et donc à terme la stabilité elle-même !), **les organes politiques doivent arbitrer afin d'équilibrer la recherche de stabilité et la nécessité du financement des investissements de long terme.**

Question 2) D'autres secteurs ayant des besoins de financement d'infrastructures à grande échelle devraient-ils être inclus ?

Oui, d'autres secteurs devraient être inclus. A minima, c'est le cas des secteurs où des investissements d'intérêt général présentent les mêmes caractéristiques que celles décrites dans la consultation :

- Longue période de conception et réalisation sans revenus (quelques années)
- Très longue période d'utilisation (plusieurs décennies).

Ce schéma apparaît également dans **les secteurs de la santé (construction d'un hôpital), du logement social, de l'éducation, de l'innovation...**

Une autre limite du champ d'application mérite d'être interrogée. L'initiative s'adresse aux grands projets. Toutefois, certains investissements de taille plus modeste présentent les mêmes caractéristiques. Ils peuvent d'ailleurs parfois se regrouper en programmes plus vastes. **De gros besoins existent par exemple dans le domaine de la rénovation**

urbaine. Pourquoi les exclure du champ d'application des project bonds ? Ce nouvel instrument pourrait utilement compléter le recours aux fonds structurels.

Observons que l'élargissement du champ d'application permettrait de constituer plus facilement un portefeuille de projets diversifié, ce que la consultation identifie à juste titre comme un objectif permettant de mieux répartir les risques.

2.2 Questions spécifiques

Question 3) Le rehaussement de crédit est-il susceptible de faciliter/accélérer la conclusion des programmes de financement ?

En soi, le rehaussement de crédit peut favoriser la conclusion des programmes de financement. Comme le représentant de la Commission l'a souligné au cours de la journée du 11 avril, le mécanisme proposé se concentrera sur les projets solides assurés d'une rentabilité certaine, quoique différée. Dans ces conditions, il paraît vraisemblable que le « coup de pouce » apporté par les « project bonds » pourrait faciliter le bouclage des financements.

On pourrait même craindre un processus de substitution, particulièrement dans les pays soumis aux plus fortes pressions d'assainissement budgétaire, de recours aux project bonds plutôt qu'aux investissements publics directs. **On ne peut exclure l'effet d'aubaine.**

Questions 4) et 5) Quel niveau minimum de rating des obligations serait suffisant pour attirer les investisseurs ? Quel degré de rehaussement de crédit serait nécessaire pour atteindre ce rating ?

Bien sûr, la réponse à ces questions appartient aux investisseurs eux-mêmes.

Mais on peut s'interroger sur le niveau de « rating » visé dans la consultation. Est-ce que le niveau A sera suffisant pour attirer les investisseurs ? **Les assureurs paraissent plus exigeants : un tiers de leurs placements en obligations sont couramment AAA et leur cotation moyenne est AA.** Ceci est supérieur à l'objectif « A » annoncé dans la consultation.

En outre, cette limitation va se combiner avec celles résultant des règles comptables et prudentielles « court termistes » déjà signalées. Dans Solvabilité II, les placements à long terme sont d'autant plus pénalisés que leur rating est faible. Par exemple, pour une maturité de 12 ans ou de 20 ans la charge en capital est la suivante, selon le rating :

A = $12 \times 1,40\% = 16,8\%$, pour 12 ans et $20 \times 1,40\% = 28\%$ pour 20 ans

AA = $12 \times 1,10\% = 13,2\%$, pour 12 ans et $20 \times 1,10\% = 22\%$ pour 20 ans.

Le rehaussement de note par l'intervention de la BEI ne compense pas suffisamment la pénalisation prudentielle des longues maturités.

On retrouve, ici, deux observations déjà présentées :

- La nécessité absolue de rendre cohérents les objectifs de financement de la croissance et ceux de stabilité financière : **il faut a minima prévoir un cadre prudentiel adapté à ces instruments financiers de long terme.**
- Le fait que le succès de l'initiative se jouera plus sur ses conditions de réalisation que sur les principes du mécanisme : **ce n'est pas le niveau de rating en soi qui est décisif, mais la combinaison des conditions, notamment prudentielles et de rating.**

Question 7) Est-il essentiel qu'une seule entité agisse en tant que créancier de contrôle ?

Ce qui est essentiel, c'est que toute la chaîne de décision, partant de la sélection des projets jusqu'à l'éventuelle mise en jeu des garanties, en passant par le contrôle des réalisations, soit transparente et incontestable. Il est important de formaliser toutes les fonctions à remplir, dans des conditions auditable par la Commission elle-même, le Parlement, la Cour des Comptes, etc.

Or, de ce point de vue, les propositions de la consultation ne sont pas satisfaisantes.

Pour le choix des projets, elle évoque, certes, au paragraphe « 5.3. Le rôle de l'UE et de la BEI », une collaboration entre la Commission et la BEI, « sur la base d'un cadre d'admissibilité clairement défini ». Mais en amont des critères de sélection, se pose la question de la procédure. Est-il souhaitable que les choix relèvent d'un simple dialogue entre des services de la Commission et la BEI ? **Ce type de procédure risque de prêter le flanc à des critiques sur l'opacité et le caractère technocratique du processus.**

Pour répondre à ces critiques, pour assurer la transparence du processus et en permettre le contrôle démocratique, pour replacer le choix des projets dans l'ensemble des investissements de long terme, **il serait judicieux de créer une « Agence européenne des investissements », distincte de la BEI.** Celle-ci aurait vocation à étendre son rôle à l'ensemble de la politique européenne des investissements de long terme, préconisée ci-dessus en introduction.

Cette suggestion serait de nature à réduire les risques de contestation des choix, d'accusation de distorsion de concurrence, voire de soupçon de favoritisme.

La BEI pourrait alors se concentrer sur son cœur de compétences et son rôle s'étendre à celui de créancier de contrôle.

3. QUESTION COMPLÉMENTAIRE

La sécurité juridique nécessaire au lancement de gros projets à long terme, précédés de longues et difficiles négociations, devrait être renforcée. Il serait utile, par exemple, de préciser les frontières entre marché public, concession, autres PPP (pour les infrastructures précisément), les règles du « dialogue compétitif » et les conditions de renégociation des contrats.

Pour des projets couvrant des décennies, la seule certitude c'est que des événements imprévisibles se produiront. Il est donc important de prévoir un cadre de discussion et des modalités d'arbitrage face à leur survenance. Mais ce cadre ne peut se limiter aux clauses juridiques et financières, car ces projets ont une dimension d'utilité sociale à prendre en compte (leur rentabilité ne peut se calculer sans choix d'un taux d'actualisation et prise en compte des effets externes).

De même que le critère d'opportunité de leur lancement ne peut se réduire à leur taux de rentabilité interne, de même la nécessité de soutenir leur réalisation ne peut se limiter aux aléas de ce taux. Il faut donc pouvoir apprécier les divers projets en les replaçant dans le contexte d'ensemble des besoins de financement des biens publics européens.

Ceci ramène à la nécessité d'élaborer une grille d'analyse complète de la politique européenne des investissements de long terme.

2 mai 2011