

Rapport Draghi : quelle feuille de route pour la finance européenne ?

Présentation par Patrick Artus

- Patrick Artus, Économiste, membre du comité de rédaction de la *Revue d'Économie Financière*, du Cercle des économistes et du Conseil scientifique de l'Autorité des Marchés Financiers

Le constat

Le rapport rédigé par Mario Draghi s'interroge sur les causes du déclin relatif de l'Union européenne depuis 20 ans. Le poids de l'Europe dans le PIB mondial est passé dans ce laps de temps de 30 % à 15 %.

Ces causes sont nombreuses : politique de la concurrence mal calibrée, gains de productivité en berne, dépendance à l'égard du commerce mondial et de l'énergie, insuffisance d'entreprises technologiques de premier plan, aversion pour le risque des prêteurs et des investisseurs, absence de lien entre politique climatique et politique industrielle menant à une dépendance à l'égard des produits chinois, prix élevés de l'énergie (rapport de un à huit entre les Etats-Unis et l'Europe s'agissant du gaz), sous-dimensionnement du capital-investissement, manque d'interconnexion entre les réseaux, niveau des compétences, ou encore excès de bureaucratie.

Les remèdes dans les domaines non financiers

De nombreuses pistes sont esquissées, même si une partie des remèdes proposés relève du wishful thinking.

Il s'agit de relocaliser l'industrie verte (greentechs) et notamment sa composante technologique (s'agissant des éoliennes, l'Europe ne produit pratiquement que les fûts) ; d'infléchir la politique de la concurrence avec l'objectif de mieux protéger les industries naissantes ; de modifier la tarification de l'électricité, pour l'instant basée sur le coût marginal, en passant par exemple au coût moyen ; de parachever le marché unique avec des politiques industrielles cohérentes (jusqu'ici, les membres de l'Union européenne sont restés en posture de concurrence) ; de rendre moins contraignantes certaines règles (le rapport n'est pas précis à cet égard) ; d'augmenter fortement les dépenses de recherche et développement, y compris dans le secteur de la défense ; de remédier à la dépendance du continent à l'égard des semi-conducteurs et des métaux stratégiques, que l'Europe importe à hauteur de 80 % ; de réduire les délais d'obtention des brevets et permis de construire ; de renforcer les compétences au moment où pour huit entreprises européennes sur dix, la pénurie de compétences constitue un obstacle et où seulement 10 % des étudiants empruntent les filières scientifiques ou de l'ingénierie (25 % aux Etats-Unis).

Parmi les remèdes, apparaissent prioritaires : la protection des industries naissantes ; l'obtention d'énergie à bas coût (l'objectif est difficile à atteindre, selon Patrick Artus, car les coûts sont pour partie, notamment pour le gaz naturel liquéfié, structurels : transport, liquéfaction, regazéification) ; la définition d'une politique industrielle, ce qui nécessite de déterminer un nombre réduit de cibles, de renoncer au saupoudrage pour investir dans les pays selon leurs avantages compétitifs. En ce qui concerne les approvisionnements, ils peuvent être sécurisés, par exemple par des contrats à long terme, sans avoir forcément besoin de procéder à des relocalisations, selon

l'orateur.

Les remèdes dans le domaine financier

Les besoins annuels d'investissements supplémentaires se monteraient à 800 milliards d'euros, soit près de 5 points de PIB. En l'état actuel des choses, l'Europe n'a pas la capacité de les financer, sauf à voir les taux d'intérêt à dix ans majorés de 250 points de base.

Pour les financer, il faudrait : disposer d'un puissant secteur du capital-investissement, aujourd'hui très peu développée par rapport aux Etats-Unis ; assouplir les règles bancaires, notamment pour faciliter les transferts de liquidités d'un pays à l'autre ; réformer Solvabilité II afin de favoriser la détention d'actifs risqués par les assureurs ; augmenter sensiblement la taille des prêteurs publics comme Bpifrance ou KfW en Allemagne et l'appétit au risque de ces acteurs, notamment la BEI ; harmoniser le droit des faillites ; homogénéiser la réglementation financière en mettant en place une supervision unique (en renforçant les prérogatives de l'Autorité européenne des marchés financiers - ESMA) ; disposer d'une instance unique de règlement-livraison ; favoriser l'éclosion des fonds de pension (ils représentent 200 % du PIB aux Etats-Unis, 1 % en France) ; augmenter la part non-bancaire des financements des entreprises (aux Etats-Unis, les banques prêtent peu aux entreprises et ont largement recours à la titrisation : leurs bilans sont ainsi légers) ; disposer d'un actif sans risque en se dotant d'une dette publique européenne susceptible d'être achetée par tous (les banques centrales étrangères achètent de la dette publique allemande ou néerlandaise, mais pas italienne ou espagnole) et permettant de conserver en Europe l'épargne européenne s'investissant aux Etats-Unis ; et enfin relancer la titrisation.

Lecture critique du rapport

Aversion au risque et fonds de pension

Un certain nombre de pistes envisagées sont sous-tendues par l'hypothèse que l'aversion au risque des prêteurs et des épargnants pourrait être combattue. Or, il semble peu probable que l'on y parvienne.

Il n'est pas aisé de créer des fonds de pension ex nihilo : il faut d'abord les capitaliser avant d'en tirer des revenus, tandis que dans cette période d'amorçage, il faudrait continuer de financer les systèmes de retraite existants.

Probablement faut-il préférer l'intermédiation de l'épargne par les banques, les assureurs (pour autant que l'on déserte les contraintes prudentielles) et par des banques publiques puissantes pouvant financer ou garantir des investissements risqués. Compte tenu des rendements élevés du capital-investissement par exemple, ces garanties publiques ne coûteraient quasiment rien aux Etats.

Innovation

L'Europe n'est pas en retrait en matière de recherche fondamentale par rapport aux Etats-Unis ou à la Chine, au contraire. Les obstacles à l'innovation tiennent plutôt au peu d'appétit pour le risque des entreprises européennes et au sous-dimensionnement du capital-risque.

Modèle social et partage des revenus

La capacité des Etats-Unis à attirer des capitaux extérieurs est liée à la rentabilité de leurs entreprises, celle du capital atteint 16 % (moins de 10 % en Europe). Outre-Atlantique, un tiers seulement des gains de productivité va aux salariés, tandis qu'en Europe, c'est la totalité. Or l'Union européenne ne va pas changer de modèle social.

Quels projets ?

Le rapport Draghi estime qu'il faudrait pouvoir financer 800 Md€ (milliards d'euros) d'investissements supplémentaires par an. Est-ce possible alors que jusqu'ici 120 Md€ seulement, sur une somme de 230 Md€ versées aux États membres, ont été investis dans le cadre du plan « NextGenerationEU » ? Il convient de faire émerger des projets d'envergure européenne dans le cadre d'une véritable politique industrielle établissant des choix d'investissement, en visant si possible - mais est-ce réaliste ? - des spécialisations nationales (comme par exemple une filière des turbines éoliennes au Danemark, qui possède des fleurons industriels dans ce secteur) et en évitant le gâchis de l'émiettement des soutiens publics nationaux.

En résumé, Mario Draghi dessine dans son rapport les contours d'une Europe idéale. Mais de nombreuses propositions sont difficiles à mettre en œuvre, tandis que le déclin relatif de l'Union européenne est essentiellement dû à la faible rentabilité du capital de son tissu industriel. Cependant, le rapport a le mérite d'établir un constat convaincant, de comporter des annexes sectorielles très riches, et de comporter des remèdes - assouplir les ratios prudentiels des compagnies d'assurance, réformer la tarification de l'énergie, harmoniser les droits des faillites, etc. - qu'il serait judicieux de mettre en œuvre.

Questions-réponses

A propos de la politique industrielle

L'Europe pâtit d'un manque de coordination. Les fonds européens sont octroyés selon des critères politiques, tandis que les Etats membres privilégient jalousement leurs propres intérêts industriels. Il faudrait une instance capable de se monter dirigiste ou pousser plus loin le curseur du fédéralisme.

A propos de la fiscalité

Ce thème est absent du rapport. Des avancées sont possibles, comme celle visant à harmoniser le taux de cotisations sociales des entreprises par exemple.

A propos de démographie

Sans dynamique démographique, pas de croissance. Or, la population active diminue de 0,7 % par an en Europe. La baisse est pour l'instant compensée par la progression du taux d'emploi, mais ce taux atteindra rapidement une limite. En Corée, pays qui connaît un véritable effondrement démographique, l'effort de modernisation (robotisation, etc) est très important et les gains de productivité en progression de 2 % par an. Aux Etats-Unis, la population active augmente en raison d'une forte immigration.

A propos de la taille idéale des banques publiques

Pour faire face à tous les besoins en termes de soutien aux entreprises et aux projets, la taille de banques comme Bpi France devrait être quasiment décuplée.

A propos de formation

Deux populations devraient être ciblées prioritairement : les demandeurs d'emploi et les plus de 50 ans.

A propos des ratios de solvabilité

Les ratios de Bâle III et de Solvabilité II privilégient le court terme et retiennent les pires scénarios, pénalisant ainsi la capacité des assureurs à intervenir dans le financement des entreprises. Il y a des marges de manœuvre pour permettre aux investisseurs institutionnels d'augmenter significativement leurs investissements en capital-investissement.

A propos du fléchage de l'épargne

En France par exemple, toute l'épargne est déjà mobilisée. La flécher, c'est prendre le risque de favoriser certains investissements au détriment d'autres.

Au niveau européen, le problème central est celui d'une trop faible rentabilité des investissements.

A propos du plan d'épargne retraite créé la loi PACTE

C'est un succès, car le produit a été intelligemment conçu. Il a contribué à ramener les épargnants vers les actions.

A propos de la politique européenne de la concurrence

Le problème réside de la détermination du périmètre pertinent. Il semble que la doctrine évolue dans le bon sens en situant ce périmètre à l'échelon mondial plutôt qu'à l'échelon européen, lequel avait été retenu pour bloquer, notamment, le rapprochement d'Alstom et de Siemens.