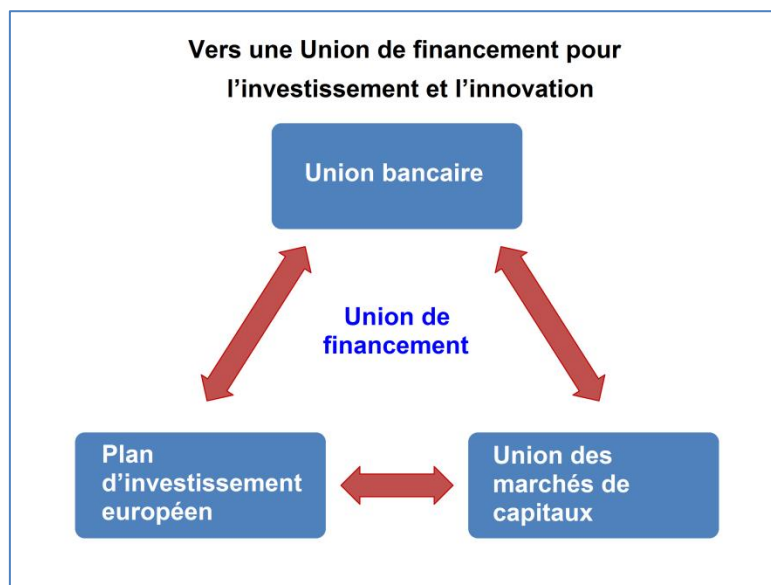


L'EUROPE A BESOIN D'UNE UNION DE FINANCEMENT POUR L'INVESTISSEMENT ET L'INNOVATION

Morgan Després, Édouard Vidon

Le renforcement de l'intégration financière, via les marchés de capitaux, peut soutenir la croissance et la résilience de l'économie européenne en encourageant l'investissement transfrontière en fonds propres. L'achèvement de l'Union bancaire nécessite de réaliser en parallèle des progrès dans la réduction du risque de crédit et dans le partage des risques, tout en gardant sous contrôle les risques systémiques. Ces priorités doivent être considérées comme faisant partie d'un même plan d'action et sont d'autant plus cruciales à l'horizon du Brexit.



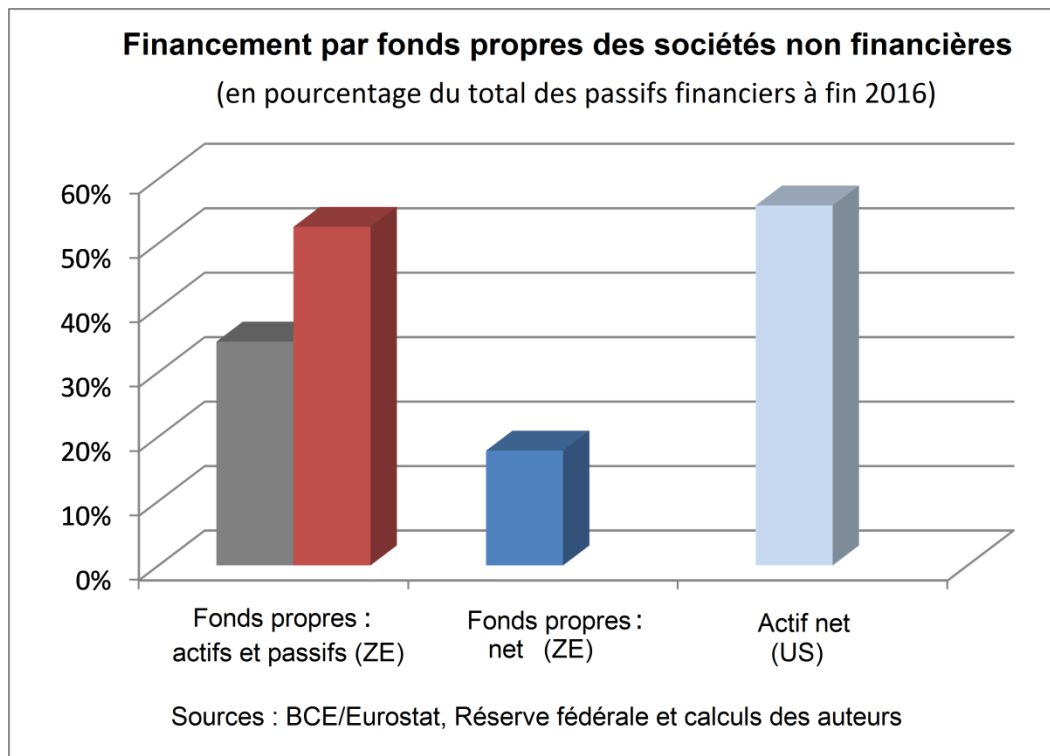
Malgré le Brexit, la dynamique politique du projet européen se renforce. Dans ce contexte, la Banque de France a souligné l'intérêt de poursuivre une stratégie collective de « triangle de croissance » en combinant trois leviers : les réformes structurelles nationales ; le dosage des politiques économiques dans la zone euro (*policy-mix*) ; et une véritable Union de financement ([F. Villeroy, 2017](#)). Si des réformes approfondies de la gouvernance peuvent prendre du temps, il y a néanmoins beaucoup à gagner d'une amélioration rapide de l'intégration financière poursuivant un objectif partagé : l'investissement et l'innovation. Il est nécessaire de définir clairement ces objectifs pour faire le lien avec des gains en termes d'emploi et de bien-être pour les citoyens européens. La coordination des énergies au service d'un projet ambitieux permettrait d'obtenir un soutien politique plus large au sein de la zone euro (ZE).

L'épargne agrégée au niveau de la zone euro excède largement l'investissement total

En lien avec la faiblesse prolongée de l'activité après la crise, l'épargne agrégée excède largement l'investissement de la zone euro, à hauteur de quelque 350 milliards d'euros par an (soit plus de 3 % du PIB), et ce malgré le rebond récent de la croissance. Même si la situation varie selon les pays et les secteurs, l'investissement total (public et privé), de l'ordre de 20 % du PIB dans l'ensemble de la zone euro, reste nettement inférieur à ses niveaux d'avant la crise. En particulier, les sociétés non financières sont globalement devenues prêteurs nets alors qu'elles étaient auparavant emprunteurs nets.

Cependant, les sources brutes de financement des entreprises restent largement dominées par l'endettement, principalement le crédit bancaire, et la fragmentation financière entre les différents pays persiste. Ce canal d'intermédiation peut correspondre au biais national des épargnants, à la préférence pour la sécurité, et au modèle de relation avec les banques, mais l'insuffisance du financement par fonds propres est préjudiciable à l'investissement innovant et au partage du risque privé. Le financement de l'innovation est effectivement plus risqué que l'investissement traditionnel. La plupart des entreprises innovantes ne parviennent pas à générer des flux de trésorerie réguliers aux premiers stades de leur développement. Le financement par fonds propres, par lequel les investisseurs misent sur une hausse de la valeur nette de l'entreprise à moyen terme, est donc une méthode efficace de financement des entreprises au stade initial du cycle de l'innovation. Bien que le financement par fonds propres représente environ la moitié des passifs des sociétés non financières de la zone euro, il est beaucoup plus faible en termes nets, notamment comparé à la valeur nette des entreprises américaines.

La révision des règlements relatifs aux fonds de capital-risque européens (EuVECA) et aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEf) effectuée dans le contexte du plan d'action pour l'Union des marchés de capitaux est une première étape nécessaire, mais il faudrait bien davantage, tant à l'échelle nationale qu'au niveau de la zone euro, pour que l'économie européenne se rapproche des États-Unis s'agissant du financement par fonds propres.



Les chocs asymétriques en Europe seraient mieux amortis, et les risques de crise de balance des paiements réduits, avec une détention transfrontière plus active des fonds propres (cf., par exemple [Garnier, 2014](#)). Par ailleurs, les évolutions récentes de la réglementation bancaire appellent un financement plus diversifié des économies européennes dans lequel le rôle des marchés est complémentaire de l'intermédiation bancaire.

Lorsque l'investissement agrégé n'est pas à la hauteur d'une épargne abondante, avec de grandes disparités d'un pays à l'autre, et que l'épargne reste dominée par l'aversion pour le risque, il est possible de mieux orienter les capacités de financement vers les besoins d'investissement à travers l'Europe au profit de la croissance à long terme.

Des efforts sont en cours pour renforcer l'intégration financière

Au printemps dernier, à la suite du [rapport des cinq présidents](#) de 2015, le [document de réflexion sur l'approfondissement de l'Union économique et monétaire](#) de la Commission européenne appelait à juste titre à de nouvelles mesures en faveur d'une Union financière, parmi lesquelles l'achèvement de l'Union bancaire ainsi que de l'Union des marchés de capitaux (UMC).

L'achèvement de l'Union bancaire demeure une priorité, comme convenu dans la [feuille de route](#) définie en 2016 dans le cadre de la présidence néerlandaise de l'Union Européenne, malgré la lenteur des progrès réalisés.

Dans le cadre du plan Juncker visant à créer un environnement propice à l'investissement, l'objectif de l'UMC, qui est de parvenir à une diversification du dosage de financement de l'économie réelle en évoluant vers davantage de financement de marché est également

souhaitable. La consultation menée par la Commission à l'occasion de [l'examen à mi-parcours de l'UMC](#) a permis d'élargir son ambition et de lui redonner de l'élan.

Le renforcement et le développement du [Fonds européen pour les investissements stratégiques](#) contribueront également au financement et à la mobilisation de capitaux privés pour les projets risqués et innovants, y compris pour les petites entreprises.

Fondée sur les mêmes objectifs de libre circulation de la liquidité et du capital pour garantir le bon financement de la croissance européenne, le renforcement de l'intégration des marchés de capitaux doit être considéré comme un complément à l'Union bancaire. Dans le cadre d'une Union bancaire robuste, les banques de la zone euro seront en mesure de s'engager dans des consolidations transfrontières sur une base saine et solide et contribueront donc à réduire la fragmentation financière. Renforcer conjointement l'Union bancaire et l'UMC, tout en élargissant le plan d'investissement pour l'Europe, permettra une meilleure allocation globale de l'épargne en Europe et un financement plus efficace de l'économie réelle.

Un plan d'action ambitieux qui nécessite une coordination efficace

Les progrès vers une Union de financement pour l'investissement et l'innovation nécessitent d'étoffer les propositions dans plusieurs domaines clés qui concernent tous les *risques* financiers : l'Union de financement doit continuer d'œuvrer à la réduction du risque de crédit et au partage de ces risques, à la prise de risque en fonds propres et à la distribution de ces risques, ainsi qu'à la maîtrise du risque systémique. Ces progrès nécessitent de trouver le juste équilibre entre différents degrés de culture du risque parmi les États membres et les institutions.

En conséquence, le travail qui reste à accomplir doit être axé sur les points suivants :

- ***Des progrès doivent être réalisés parallèlement en matière de réduction et de partage des risques pour achever l'Union bancaire.*** Cela implique, en priorité, de finaliser le second pilier de l'Union bancaire en poursuivant les travaux sur le filet de sécurité budgétaire commun pour le Fonds de résolution unique. Les mesures de réduction des risques concernent notamment le traitement des créances douteuses, l'harmonisation des régimes de faillite des entreprises et la mise à disposition d'actifs sûrs sur les marchés. Encourager la formation de groupes bancaires véritablement pan-européens est également primordial.
- ***La prise de risque transfrontière en fonds propres doit être encouragée par la révision des incitations,*** notamment des régimes fiscaux et réglementaires. Il faut également favoriser une plus grande convergence et transparence des normes comptables.
- ***La distribution adéquate des risques nécessite également de remédier aux insuffisances de l'intermédiation.*** Cela signifie déployer de nouveaux produits d'épargne pan-européens (comme les produits de retraite par exemple) et encourager de nouvelles

initiatives de marché, notamment en matière d'obligations vertes et de placements privés. Favoriser la standardisation de l'information facilitera les investissements en fonds propres ainsi que le financement des PME.

- ***Cependant les activités financières et les risques vitaux pour les économies européennes doivent être correctement contrôlés.*** C'est tout particulièrement le cas pour les activités de compensation libellées en euros qui sont d'importance systémique pour la zone euro.

Les différents axes de travaux existants ont parfois manqué d'élan, en raison de désaccords entre les pays, et entre institutions, sur les priorités et le rythme à suivre. Les marchés bancaires et de capitaux ne doivent pas être considérés comme une fin en soi, mais plutôt comme les éléments d'une ambition intégrée pour l'investissement et la croissance, à laquelle le Fonds européen pour les investissements stratégiques contribue également. Une approche globale favoriserait les synergies entre les initiatives existantes, entre les différentes institutions et les sources de financement européen, tout en garantissant la cohérence des politiques menées au sein de l'Union européenne.

Compte tenu de la diversité des entités concernées, qui regroupent notamment diverses filières de la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement, sans oublier le rôle du Mécanisme européen de stabilité en matière de résolution de crise, une méthode plus intégrée soulève la question du pilotage global du projet, afin d'assurer une coordination efficace entre institutions. Cela pourrait bien être l'une des tâches d'un futur ministre des Finances de la zone euro.