

Keynote speech – Markets4Europe (M4E)

Sylvie Goulard

SciencesPo, Paris School of International Affairs - 28 novembre 2019

10-15 minutes

Thème de la conférence : UN NOUVEL ÉLAN POUR UNE ÉCONOMIE EUROPÉENNE SOUVERAINE

(SLIDE 1 : présentation)

- **Le sujet « Union des Marchés de Capitaux » donne lieu à de nombreuses réflexions** → L'excellent rapport publié en septembre par « Markets for Europe » présente beaucoup de convergence de vues avec les positions de la Banque de France. Mêmes constats sur les défis que l'Europe va devoir affronter, même importance donnée au besoin de renforcement du rôle des marchés financiers et aux investissements transfrontières pour stimuler la croissance de l'UE.
- **Un autre point commun est de vouloir montrer que la CMU va bénéficier autant aux PME, particulièrement celles qui sont les plus innovantes, qu'aux investisseurs.** C'est d'ailleurs le sous-titre du rapport « *a roadmap to a CMU for companies and savers* ».
- **C'est également l'axe suivi dans cette présentation : 1- le constat des défis et des besoins 2- les bénéfices pour les entreprises 3- Les avantages pour les épargnants.**

► CMU : un constat largement partagé

- **Un retard d'investissement préoccupant en Europe : - (SLIDE 2)**
 - Faiblesse de l'investissement et hausse de l'épargne dans la zone euro depuis la crise de 2008 ⇒ Forte capacité de financement de la ZE
- **Investissements mal ciblés ou en tous cas, pas à la hauteur des défis européens :**
 - **Retard en matière de dépenses en R&D** : 1 point de PIB de moins qu'au Japon par an, 2,4 points de moins qu'en Corée (0,63 point de moins qu'aux USA)
 - Pour atteindre les ambitions européennes en matière d'énergie et de climat, **170 milliards d'euros d'investissements** additionnels seraient nécessaires par an¹.
 - Augmentation du coût de la dépendance : à l'horizon 2030, les dépenses liées au vieillissement devraient progresser de plus d'un point de PIB dans la zone euro².
- **Des efforts pour soutenir l'investissement ont déjà été menés.**
 - via le **plan Juncker** (devenu InvestEU) et son bras armé le FEIS (Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques) : a réalisé 450,6 milliards d'euros d'investissements supplémentaires au sein de l'UE depuis sa création en 2015. **D'ici à 2022**, sur la base des accords de financement approuvés avant fin juin 2019, **le PIB de l'UE aura progressé de 1,8 %, et 1,7 million d'emplois auront été créés**³.

¹ Source : Final report 2018 – High-level Expert Group on Sustainable Finance (présidé par Christian Thimann)

² Source : Commission européenne, The 2018 Ageing report.

³ Source : Commission Européenne – Octobre 2019

- S’y ajoutent des **initiatives nationales, publiques et privées**
 - En France la BPI (Banque publique d’investissement) : campagne de levée de fonds pour investir l’épargne allemande dans les PME FR plutôt que vers l’Europe de l’Est ou l’Asie : **Ambition de créer un accélérateur franco-allemand avec 5 entreprises familiales de chaque nationalité pour faciliter cette coopération.**

- Dans le même temps que le plan Juncker, **la COM a lancé la CMU qui offre une réponse concrète. Le projet est ambitieux mais les réalisations sont jusqu’à présent très partielles.**
 - D’un côté, des contraintes particulières : **le poids des traditions nationales** : peu de pays ont une culture de marché, celle-ci étant particulièrement faible dans les pays où il n’y a pas de retraite par capitalisation. Certains pays ont une préférence marquée pour certains produits d’épargne : dépôts (DE, ES), assurance vie (FR, RU).
 - Par ailleurs, la CMU s’inscrit dans un contexte dans lequel, en Europe, **le rôle d’intermédiation est assuré de façon prépondérante par les banques.** Ce rôle est essentiel et c’est pour cela que les banques ont été au centre des préoccupations européennes depuis la crise, avec la création de l’Union bancaire, qu’il faut achever, et les mesures permettant de préserver leur accès à la liquidité. Il est maintenant impératif de **compléter l’intermédiation avec d’autres moyens, ce qui constitue l’objet principal de la CMU. (SLIDE 3)**

- Pourtant, **on peut faire plus :**
 - 1- **Les moyens existent** (il existe un fort excédent d’épargne – cf. **SLIDE 4**), les besoins d’investissement sont élevés, notamment dans les GIPS et les PECO => Difficultés de matching

- 2/ **Le contexte est favorable** : taux bas durables, nouveaux acteurs (nouvelle COM) + urgence d'apporter des réponses aux défis européens
- 3/ **L'investissement est au cœur d'un enjeu stratégique** pour se doter d'une plus grande autonomie/souveraineté : importance de l'innovation dans un contexte de guerre commerciale

Transition : Les grands objectifs de la CMU ont déjà été discutés dans les tables rondes de cette conférence. Ce ne sont pas des projets abstraits : la CMU va concrètement améliorer le rapprochement en Europe de l'épargne disponible et des investissements nécessaires, aider les PME à investir et les épargnants à mieux placer leur épargne.

► Deux illustrations concrètes des apports de la CMU

Pour une PME (SLIDE 5)

- Imaginons une **PME qui a besoin de financer de nouveaux investissements.**
- Plus cette entreprise a une taille réduite (et si elle ne dispose pas des fonds propres nécessaires), plus son premier réflexe est **d'aller voir sa banque.**
 - Suivant où elle est localisée, le **taux de refus** sera plus ou moins élevé : quasiment nul en France ou en Autriche, mais près de 30% en Pologne en 2017 (source : OCDE).
 - Le **taux d'intérêt appliqué** sera également très différent : en sept 2019, le spread entre le taux d'intérêt moyen d'un prêt à une entreprise en Allemagne et celui appliqué à une entreprise en Grèce

était de plus de 250 points de base (source BCE). Du coup, le même investissement est rentable dans certains pays (lorsque le coût du financement est plus bas que le retour sur investissement espéré) et pas dans d'autres (lorsque le coût du financement dépasse le rendement espéré).

- La forte dépendance de l'entreprise aux conditions de crédit offertes par les banques nationales la rend plus **vulnérable aux chocs de conjoncture** et **joue de manière pro-cyclique** (l'entreprise aura plus de mal à se financer en phase de ralentissement de conjoncture, indépendamment de la qualité de son projet, ce qui en plus pénalise la reprise).
- L'entreprise peut aussi chercher **des aides au financement au niveau européen** (InvestEU ou COSME⁴)

- Mais, **si cette entreprise est, en plus, une start-up innovante**, elle n'aura pas forcément les moyens et la connaissance nécessaire pour construire un dossier de co-financement européen. Elle peut alors se tourner vers un recours à des **instruments financiers** (capital-risque⁵, financement participatif, etc). Mais cette option est très limitée aujourd'hui en UE : levée

⁴ Doté d'une enveloppe de 2,3 milliards d'euros sur la période 2014 – 2020, le programme COSME intervient surtout dans la phase de développement afin de renforcer la compétitivité et le développement durable des PME de l'UE.

⁵ Dans le cadre de la CMU, un cadre pour encourager les investissements en capital-risque (fonds EuVECA) a été créé en 2017.

de fonds des start-ups en 2018 (en % du financement mondial) US = 53% ; Chine = 27% (10% en 2013) et UE, seulement 10%. Sur les 372 « licornes » répertoriées dans le monde à la mi-juillet 2019, on compte 182 US, 94 Chinoises et seulement 45 UE⁶.

- Afin d'ouvrir de nouvelles possibilités de trouver un financement, il y aurait dès lors un **intérêt réel à recourir au financement transfrontière et à défragmenter nos marchés**. Ainsi, la PME du Sud de l'Italie ou en Grèce pourra bénéficier d'un financement plus avantageux en allant le chercher ailleurs dans l'UE ; la mise en concurrence des sources de financement permet d'abaisser les coûts de financement.
- **Mais cette pratique est difficile aujourd'hui du fait du manque d'information sur le cadre juridique, le cadre fiscal et sur l'entreprise elle-même qu'une banque étrangère rencontre. La CMU peut aider à lever ces obstacles :**

1/ Pour qu'une banque FR ou DE finance cette PME, il ne suffit pas que l'épargne existe ; encore faut-il **disposer de l'information nécessaire/pertinente** sur la PME qui est à la recherche de financement – l'accès aux données est un point essentiel pour faciliter l'accès des entreprises aux financements par les marchés. La CMU permettrait :

- D'étendre à l'ensemble de l'Europe des systèmes de cotation des entreprises qui existent déjà en DE ou FR (FIBEN à la BDF) ;
- **De soutenir le Projet Anacredit** : permettre aux établissements de crédit de disposer d'une information améliorée et normalisée sur

⁶ Source : rapport Tibi

le risque de crédit et de faciliter ainsi une affectation efficace du crédit, y compris transfrontalier partout en Europe ;

- **D'élargir le Legal entity identifier (LEI)** : permettre aux banques de consolider plus facilement les informations des détenteurs de crédits.

2/ Besoin d'un level playing field :

- **mêmes contraintes administratives et légales dans les pays de l'UE**, permettant une même qualité d'audit
- Un **droit des faillites plus efficace**, une harmonisation de ces droits n'étant pas envisageable à très court terme (ex. appliquer en Italie [GR] les meilleurs standards de droit des faillites permettrait de réduire le coût de la dette de 0,25 [0,5] point de pourcentage, source FMI, sept 2019).
- la mise en place de **garanties transfrontières** permettrait de sécuriser davantage les investissements. Or, aujourd'hui un bien en France ne peut garantir un financement obtenu en Allemagne (biais domestique + peu de biens à mettre en collatéral).

3/ Aménager la fiscalité des entreprises de façon à ne pas privilégier le financement par la dette.

Transition : La CMU permet également de mieux orienter l'épargne disponible. Ce sont notamment les petits épargnants qui vont en bénéficier.

Pour un épargnant (par exemple suédois ou néerlandais) **SLIDE 6**

- Prenons le cas d'un épargnant disposant d'une capacité d'épargne.
- **Hétérogénéité géographique** : certains pays ont des taux d'épargne des ménages élevés : SE 20% du revenu disponible en 2019T2, DE 18,5% ; NL 16,1%, FR 14,4%, d'autres très bas : SP : 4.8%⁷ Mais problèmes de diversification, de faible appétit pour le risque, de manque de lien avec les objectifs européens. **La CMU peut aider à lever ces obstacles** :
- **Rentabilité** : Si on est un investisseur, dans le contexte de taux bas, la CMU permet de proposer des placements qui sont plus rémunérateurs.
 - CMU apporte transparence, information, accès facilité par digitalisation
 - Permet de faire sauter les barrières (id aux marchés B&S)
- **Diversification de l'épargne - Un choix plus large et plus de sens donné à son épargne** :
 - La CMU favorise les conditions d'un marché large et liquide et offre ainsi davantage de choix au placement de l'épargne. Les ménages (investisseurs de détail) pourraient accéder à des investissements,

⁷ Moyenne UE = 11% ; moyenne EA = 13,2%. Source. Eurostat.

notamment transfrontières, accessibles, à plus faible coût et assortis d'une protection efficace des investisseurs.

- **L'harmonisation de la fiscalité entre pays de l'UE** permettrait d'investir indifféremment dans tous les pays, en choisissant son placement pour d'autres raisons que fiscales. Aujourd'hui la fiscalité permet surtout d'orienter l'épargne vers certains produits (cf. assurance vie en France). Les règles prudentielles sont désormais identiques en Europe, mais les produits d'épargne ne passent pas les frontières du fait des réglementations fiscales différentes (ex : assurance-vie) et des spécificités nationales qui rendent la portabilité des produits très faible (ex : épargne réglementée en FR).
- Si on est un petit épargnant, permet de **donner davantage de sens à son épargne**. Ex. **label européen vert** qui permettrait de flécher des fonds liés à la lutte contre le réchauffement climatique de manière plus visible.

Concernant à la fois les épargnants et les entreprises innovantes :

- **Participer à l'autonomie de l'UE et à ses décisions stratégiques (enjeux de souveraineté technologique) :**
 - **Mobiliser les investisseurs UE vers des projets UE.** Il est normal que l'épargne européenne finance des projets de développement et circule au niveau mondial. Cependant, depuis 2016, l'UE a remplacé la Chine dans le rôle de créancière des États-Unis et d'acheteuse de titres du Trésor américain (à hauteur de 1484 milliards de dollars en sept 2019).

- **Les futurs champions européens dépendent aujourd'hui trop des fonds non européens et principalement américains.** En Europe, les acteurs du capital-risque ayant levé des fonds de plus de 1 milliard, à l'image d'Index Ventures ou de Rocket Internet sont encore rares. Ils sont pourtant les seuls à pouvoir injecter des apports de 50 à 100 millions d'euros dans une start-up. Il est essentiel pour le financement des PME européennes innovantes d'augmenter ce type de financement, tant à leur démarrage (*early stage*) que pour leur développement (*late stage*).

▶ Conclusion

- Distinction entre :
 - les « low-hanging fruits » : les mesures d'ordre technique, à l'instar d'anacredit, de la rédaction des prospectus, pour lesquelles les banques centrales prennent leur part,
 - et les réalisations plus complexes dans le cadre de la CMU, soulignées par plusieurs rapports : questions de fiscalité, coopération entre les ministères de la justice et harmonisation du droit (ex. droit de la faillite), création d'une capacité d'endettement commune pour financer de grands projets communs (qui pourrait même initier une sorte d'actif sûr européen).
 - Par ailleurs, l'émission d'un actif sûr – par exemple par la BEI – visant à financer les projets communs permettrait de relever les grands défis de long terme tout en répondant au besoin d'actifs sûrs et liquides à l'échelle de la zone euro.

Une Europe souveraine doit nécessairement disposer d'instruments permettant l'exercice de cette souveraineté, notamment technologique. Or, pour l'heure, l'Europe en est dépourvue.