

Vers une véritable Union des marchés de capitaux

par F. Villeroy de Galhau et J. Weidmann

Le Brexit nous plonge dans l'incertitude, mais une chose est désormais claire : il est coûteux de sortir du marché unique. Notre marché commun est un vrai succès. Il a permis de stimuler l'activité économique et d'élargir le choix des biens et des services disponibles, tout en réduisant les prix pour les consommateurs. Mais nous pouvons faire en sorte qu'il fonctionne mieux. Nous ne tirons pas encore pleinement les bénéfices d'une intégration plus poussée des marchés de capitaux. Alors que la diversification géographique est déjà bien engagée dans certains segments de marché, les activités transfrontières restent limitées dans d'autres domaines, et n'ont pas progressé au cours des dernières années.

En démantelant les barrières qui entravent encore la liberté des mouvements de capitaux et les investissements, nous pouvons renforcer l'intégration financière, tirer profit de notre marché commun et recueillir le double dividende d'une croissance plus élevée et d'une résilience plus forte. *In fine*, ce sont les citoyens européens qui en tireront les bénéfices. De nombreuses propositions de réformes visent à renforcer notre Union économique et monétaire, et à éviter de surcharger la politique monétaire : la poursuite de l'Union bancaire ou encore la mise en place de mécanismes budgétaires, qui sont discutées par les gouvernements. Mais aucune réforme ne fait l'objet d'un consensus aussi large que l'Union des marchés de capitaux. Pourtant, malgré quelques réalisations récentes, l'avancée de ce projet s'avère lente et difficile. Il est désormais temps d'aller de l'avant pour finaliser l'Union des marchés de capitaux.

Une véritable Union des marchés de capitaux permettrait de mieux diriger l'épargne abondante – en zone euro, l'excès de l'épargne sur l'investissement s'élève à 340 milliards d'euros en 2018 – vers les besoins d'investissement concrets comme la transition énergétique, l'innovation numérique ou encore le développement des PME. Mais elle faciliterait aussi l'ajustement macroéconomique au sein de notre Union économique et monétaire. Des marchés de capitaux intégrés peuvent en effet amortir les chocs qui affectent certaines parties d'une zone monétaire. Lorsque l'actionnariat d'une entreprise est fortement diversifié géographiquement, les bénéfices et les pertes sont également largement répartis. Aux États-Unis par exemple, on estime que, grâce aux marchés de capitaux, près de la moitié de l'impact d'un choc économique est répartie entre les différents États – soit plus que par les transferts budgétaires. Dans la zone euro, seul le dixième d'un choc économique est amorti par un partage privé des risques.

Le financement par fonds propres est particulièrement propice au partage des risques, car les bénéfices et les pertes sont partagés de la même façon. En outre, le financement par fonds propres est davantage adapté aux projets innovants, avec leur niveau élevé d'incertitude et l'horizon souvent lointain de leurs revenus. L'un des principaux moteurs de la croissance de la R&D aux États-Unis dans les années 1990 a été une offre abondante de fonds propres. Le capital-risque, en particulier, semble favoriser l'innovation. Ce segment reste cependant sous-développé dans l'Union européenne. Rapporté à la taille de l'économie, le marché américain du capital-risque est au moins cinq fois plus important que le marché européen. Il importe donc de lever les obstacles au développement du marché du capital-risque. L'adoption du règlement sur les fonds européens de capital-risque (EuVECA) constitue une avancée utile. L'harmonisation de la réglementation devrait également favoriser le développement de l'investissement transfrontière. Le Traité d'Aix-la-Chapelle, signé en janvier 2019, prévoit la

création d'une zone économique franco-allemande avec des règles communes, notamment en matière de droit des affaires. Ceci pourrait servir de laboratoire pour les initiatives européennes, également dans la perspective d'une coopération renforcée et d'une convergence accrue en matière d'insolvabilité.

Le sujet des retraites offre un bon exemple de la manière dont l'Union des marchés de capitaux peut compléter le marché unique. La mobilité du travail restera entravée tant que les salariés ne pourront pas emporter leurs produits d'épargne retraite lorsqu'ils souhaiteront aller travailler dans un autre État membre. Le nouveau produit de retraite pan-européen (PEPP), récemment adopté, est transférable d'un État membre à l'autre et offre au consommateur une gamme plus large de possibilités d'investissement.

Des marchés de capitaux intégrés nécessitent une supervision efficace. Dans un premier temps, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA en anglais) devrait contribuer à davantage de convergence des pratiques de supervision, conformément à son mandat, sans préjuger du débat ouvert sur les futures étapes d'intégration. L'accord récent sur le cadre du Système européen de surveillance financière contribuera aussi à plus d'harmonisation.

L'Union des marchés de capitaux peut favoriser la croissance et la stabilité dans l'Union européenne dans son ensemble. Avec l'Union bancaire, elle pourrait constituer une véritable « Union de financement pour l'investissement et l'innovation ». Une telle Union de financement constituerait une étape décisive, et réalisable, pour compléter notre Union économique et monétaire.