



Conférence – Paris, 30 novembre 2021

Union des marchés de capitaux : libérer le potentiel de l'Europe

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr), Déborah Guedj
(deborah.guedj@banque-france.fr)

Mesdames, Messieurs,

C'est un grand plaisir d'être parmi vous aujourd'hui et je tiens à remercier chaleureusement tous les participants d'avoir accepté l'invitation de la Banque de France pour parler de l'Union des marchés de capitaux (UMC), en vue de la présidence française de l'Union européenne. Je remercie tout particulièrement Mairead McGuinness, Commissaire européenne en charge des services financiers, de la stabilité financière et de l'Union des marchés de capitaux, qui par son discours introductif honore la Banque de France.

Le projet d'unifier nos marchés de capitaux est en réalité aussi ancien que le projet de construction européenne lui-même. Déjà en 1966, un groupe d'experts mandaté par la Commissionⁱ a rédigé, sous la direction de l'Italien Claudio Segré, un rapport dans lequel ils s'engageaient à développer un marché européen de capitaux. Je vais tenter de répondre brièvement à trois questions : pourquoi, quoi et – enfin, et surtout – comment ?

**

I. Pourquoi l'Union européenne a-t-elle besoin de l'UMC ?

Même si l'union monétaire a été pleinement achevée avec la création de l'euro en 1999, l'UE peine encore à réaliser son intégration financière. Ce constat n'a rien de nouveau mais il a légitimement davantage attiré l'attention avec le Brexit et la crise Covid, qui ont tous deux révélé non seulement les forces des marchés financiers de l'UE mais aussi leurs faiblesses.

Du point de vue d'une banque centrale, il est nécessaire de disposer d'un système financier plus profond et plus intégré, étant donné que des marchés de capitaux intégrés améliorent la transmission de notre politique monétaire unique à l'ensemble de la zone euro. En outre, selon la théorie de la zone monétaire optimaleⁱⁱ, et les États-Unis en sont un bon exemple, la mobilité des capitaux constitue un canal d'ajustement majeur permettant d'absorber les chocs asymétriques.

Notre union économique et monétaire, telle qu'elle fut conçue à Maastricht il y a exactement 30 ans, peut être comparée à un trimaran. Sa **coque centrale forte et robuste** consiste en des atouts monétaires clés : notre monnaie unique, en laquelle une majorité croissante de citoyens européens, soit 79 %, ont confiance ⁱⁱⁱ, et notre politique monétaire crédible, conduite par l'Eurosystème. Cette politique monétaire ne peut toutefois être le seul instrument de stabilisation, sauf à courir le risque d'être surchargé. Il est impératif de compléter notre trimaran de deux flotteurs bien conçus et performants.

D'une part, nous avons besoin d'un **flotteur public doté d'une capacité budgétaire commune plus permanente** (ce qui ne signifie pas qu'il faille un budget annuel supplémentaire). Cela nous aiderait à mieux faire face aux chocs macroéconomiques. À cet égard, les programmes NGEU et SURE ont constitué des avancées majeures et ouvrent la voie à une capacité de ce type.

D'autre part, **un flotteur privé est nécessaire pour favoriser une meilleure allocation du capital dans l'UE**. La zone euro dispose d'une épargne abondante : l'excédent d'épargne domestique par rapport à l'investissement s'élevait à 340 milliards d'euros en 2019 ^{iv}. Pour autant, le plus grand réservoir d'épargne au monde n'est pas suffisamment affecté à l'investissement productif. Au cours de la dernière décennie, le ratio d'investissement rapporté au PIB a baissé, en particulier celui des sociétés non financières, avant d'augmenter à nouveau. Et nous avons d'énormes besoins d'investissement si nous voulons réussir deux transformations décisives : la transformation écologique et la transformation numérique.

En outre, dans le domaine de l'innovation, l'Union européenne est en retard par rapport à l'Asie et aux États-Unis. Le niveau des dépenses de R&D constitue un important facteur d'explication : en 2018, le montant total des dépenses publiques et privées en R&D dans l'Union européenne était équivalent à 2,2 % de son PIB, contre 4,5 % en Corée du Sud et 2,8 % aux États-Unis ^v. Comme je l'ai dit dans mon discours de Bruges en mars dernier ^{vi}, il est temps de se rappeler que Schumpeter, tout comme Keynes, était un Européen.

II. Quoi ? Des priorités essentielles pour l'UMC

Je vais être très court sur cette partie, car la Commissaire McGuinness va sûrement en donner la clé dans son allocution. Et je veux rendre hommage au travail tenace de la Commission : son plan d'action pour l'UMC lancé en septembre 2015, son nouveau plan de septembre 2020, vos propositions de la semaine dernière – premièrement, d'accroître la transparence du marché grâce à un point d'accès unique européen (*European Single Access Point*) et à un système consolidé sur les transactions effectuées sur des plateformes de négociation dans toute l'UE (« *consolidated tape* ») ; deuxièmement, d'accroître les flux transfrontières à long terme grâce au cadre relatif aux fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF) et à l'harmonisation partielle des règles d'insolvabilité. Ensemble, ils éclairent notre agenda possible, peut-être même plus que notre agenda nécessaire. Je formulerai donc deux remarques :

1/ Le **financement par fonds propres** constitue l'outil le mieux adapté aux projets innovants, étant donné le degré plus élevé de risques qu'ils comportent – ce qui appelle un rendement significatif en cas de réussite – et la nécessité de les financer sur le long terme. Sur ce point, nous sommes considérablement en retard par rapport aux États-Unis : au deuxième trimestre 2021, le financement par fonds propres ne représentait que 91 % du PIB de la zone euro contre 220 % aux États-Unis ^{vii}. Et, sur la base des fonds levés au cours de la dernière décennie, la plus grande société de capital-risque de l'UE est trois fois plus petite que la 10^{ème} société de capital-risque aux États-Unis.

Tableau : Les 10 plus grands fonds de capital-risque américains et européens (selon la somme des capitaux levés au cours de la période 2010-2019)

ÉTATS-UNIS			EUROPE		
Fonds de capital-risque	Pays	Mds €	Fonds de capital-risque	Pays	Mds €
Fonds US 1	US	15,2	Fonds européen 1	UK	1,6
Fonds US 2	US	12,1	Fonds européen 2	FR	1,4
Fonds US 3	US	11,4	Fonds européen 3	UK	1,4
Fonds US 4	US	9,7	Fonds européen 4	DE	1,4
Fonds US 5	US	8,4	Fonds européen 5	FR	1,3
Fonds US 6	US	6,9	Fonds européen 6	SE	1,2
Fonds US 7	US	5,7	Fonds européen 7	UK	1,2
Fonds US 8	US	4,8	Fonds européen 8	CH	1,0
Fonds US 9	US	4,2	Fonds européen 9	DE	1,0
Fonds US 10	US	4,2	Fonds européen 10	DE	0,9

Source : Crunchbase, calculs de la BDF.

2/ L'UMC devrait favoriser notre **autonomie stratégique** et permettre un renforcement du secteur financier européen. Le Brexit a certes été une mauvaise nouvelle pour l'Europe, mais il représente également l'occasion de rééquilibrer le poids des différentes places financières. Ce rééquilibrage a déjà eu lieu sur certains segments et doit être étendu aux activités de compensation. L'Europe a besoin d'un réseau solide et polycentrique sur le continent : en plus de l'Eurosystème **monétaire** qui a fait ses preuves, il est temps de construire un Eurosystème **financier**.

C'est pour cette raison que l'UMC va de pair avec l'achèvement de l'Union bancaire. Après une forte impulsion, qui a permis d'aboutir à un premier pilier efficient – la supervision –, l'Union bancaire a aujourd'hui perdu son élan initial. Disons même, pour être honnête, qu'elle est totalement à l'arrêt. En septembre dernier, je me suis prononcé en faveur ^{viii} de la création de grandes banques paneuropéennes. Nous, autorités publiques, devons adopter une nouvelle approche qui repose sur des progrès simultanés et parallèles sur plusieurs fronts, plutôt qu'une approche séquentielle et « intégrée » excessivement axée sur un système européen de garantie des dépôts (EDIS). Concernant l'Union bancaire et l'UMC, je salue les engagements positifs pris au titre du nouvel accord de coalition en Allemagne sur les banques. En parallèle, afin de garantir la solidité du système bancaire européen, la Commission a récemment publié

une proposition pour la transposition de Bâle III. Sur le fond, c'est le décalage de calendrier qui a retenu l'attention : je crois que cet écart – guidé par le réalisme – est mineur si par ailleurs (et seulement si) les exemptions temporaires proposées par la Commission restent bien temporaires, notamment sur le crédit immobilier. C'est ici que se jouent la crédibilité et la conformité de l'Europe par rapport à l'accord international de décembre 2017. Je veux saluer aussi l'application de l'*output floor* sur base consolidée : elle est déjà contestée, mais c'est l'esprit même de l'Union bancaire et de l'accord de 2017.

III. Comment ?

Que ce soit au Conseil Ecofin ou au Conseil des gouverneurs, tout le monde s'accorde en Europe sur les avantages et la nécessité de l'UMC. S'agissant de son contenu, les pièces du puzzle – nombreuses et importantes – sont sur la table, comme je l'ai indiqué.

En septembre 2015, le premier plan d'action pour l'UMC avait déjà identifié plusieurs améliorations qui restent d'actualité aujourd'hui ; et cependant, sa principale faiblesse ne résidait pas dans son contenu mais dans l'absence de mise en œuvre des mesures. Les réalisations demeurent trop lentes, et décevantes. Quelles sont les raisons de cette situation et **comment**, dès lors, aller de l'avant ?

Premièrement et avant tout, la question est jugée technique et même parfois ennuyeuse. Sur le plan politique, elle est considérée comme moins attrayante que – par exemple – le *Green Deal*, alors qu'il devrait y avoir un lien. « Personne ne peut tomber amoureux du marché unique », disait Jacques Delors. Cette citation peut aujourd'hui aisément s'appliquer à l'UMC.

Deuxièmement, nous avons probablement toujours besoin de mieux **prioriser** nos actions *ex ante*, et de mieux les **suivre** *ex post*. L'UMC ne sera pas mise en œuvre du jour au lendemain et demeure un projet de long terme. Le développement d'un **cadre de suivi** avec une sélection de priorités et d'indicateurs serait par conséquent souhaitable, en particulier parce que le

projet entrera dans une phase importante en 2022, avec plusieurs textes législatifs en discussion.

Puis-je revenir au parallèle avec le marché unique ? C'était, on l'a un peu oublié, un ensemble d'environ 300 textes, inégalement séduisants... Mais le génie de Jacques Delors et de la Commission, cela a été de hisser sur cet ensemble technique un « drapeau » politique, une bannière qui en donne le sens : les quatre libertés, de circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux.

Sur le fond, ce sens me paraît aujourd'hui passer par le lien avec les **deux transformations décisives** pour l'Europe : **écologique** – où nous sommes en avance avec le *Green Deal* et *Fit for 55* –, et **numérique** – où nous sommes en retard par rapport aux États-Unis et à la Chine. Sur ces deux grands projets, la quasi-totalité des opinions européennes et des gouvernements est mobilisée. Il est temps je crois d'expliquer que la CMU est un levier décisif : pas unique – il faut bien sûr d'autres instruments – mais indispensable si nous voulons mobiliser les ressources d'épargne – que nous avons ! pour couvrir les énormes besoins d'investissement de ces deux transformations.

Pour construire ce pont entre les finalités et l'instrument, il faut peut-être renouveler « l'appellation » – Union des marchés de capitaux n'est pas vraiment révélateur des finalités du projet. J'ai proposé, il y a quelque temps, de la renommer « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » ou bien « Union de financement pour l'investissement durable » – Christine Lagarde, quant à elle, a suggéré « Union verte des marchés de capitaux »^{ix}.

Il ne s'agit là que de contributions à votre propre réflexion, Mme la Commissaire. Mais je suis persuadé qu'il y a une chose sur laquelle nous sommes d'accord : désormais, le succès de l'UMC ne dépend pas d'un programme technique en constante amélioration ; il dépend d'un élan politique beaucoup plus fort, impulsé par **toutes** les autorités européennes. Notre premier devoir est de préciser à nos concitoyens l'objectif et le sens du projet d'Union des marchés de capitaux, suscitant ainsi le désir de disposer d'une telle Union.

Ceci me ramène, pour conclure, à la prochaine Présidence française de l'Union européenne. Elle ne pourra pas tout régler, et s'inscrira dans une continuité plus longue. Mais soyez assurés que l'Union des marchés de capitaux, avec sa finalité mieux éclairée, fera partie de nos priorités choisies. La Commission et les acteurs européens peuvent en être certains : ils auront le plein soutien de la France et de la Banque de France. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Rapport d'un groupe d'experts nommé par la Commission de la CEE, *The Development of a European Capital Market*, novembre 1966

ⁱⁱ Robert Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, novembre 1961

ⁱⁱⁱ Eurobaromètre, Commission européenne, mai 2021

^{iv} Ce montant de 338.2 milliards d'euros en 2019 correspond à l'excédent net de financement de la zone euro (c'est-à-dire la capacité nette de financement moins le besoin net de financement ou solde du compte courant plus le solde du compte de capital). Source : Balance with the rest of the world, National Accounts, Ameco.

^v Commission européenne, *Science, Research and Innovation Performance of the EU*, mai 2020

^{vi} François Villeroy de Galhau, « Le retard de croissance de l'Europe : réconcilier Schumpeter et Keynes », discours, mars 2021.

^{vii} Zone euro à l'exclusion de l'Allemagne. Le financement par fonds propres des sociétés non financières correspond à des données consolidées incluant les actions émises par les entreprises cotées et par les entreprises non cotées, ainsi que d'autres participations.

^{viii} Villeroy de Galhau (F.), « Redémarrons l'Union bancaire », discours, 10 septembre 2021.

^{ix} Lagarde (C.), « Towards a green capital markets union for Europe », discours, 6 mai 2021.