

VI / L'union des marchés de capitaux : la nouvelle frontière de l'Union européenne ?

Hubert Kempf

L'Union des marchés de capitaux (UMC) est l'expression qui recouvre le programme politique consistant à développer les flux de capitaux au sein de l'Union européenne (UE) afin de relancer la croissance et trouver les financements de l'innovation et de la transition énergétique et environnementale. Ce programme est actuellement en phase de discussion et de proposition sans que rien de concret n'ait encore été arrêté par les instances politiques de l'UE. La mise en place effective d'un tel programme dépendra de la façon dont diverses ambiguïtés seront levées. Décision éminemment politique, elle sera une des priorités des instances politiques de l'UE, en particulier le Parlement européen élu en juin 2024 et la nouvelle Commission européenne.

L'UMC, un chantier actuel

L'UMC a été présentée avec emphase par la Commission comme la « nouvelle frontière de l'Union européenne » [Hill, 2014]. L'expression désigne le programme politique consistant à renforcer le système financier couvrant l'UE par le biais d'une meilleure intégration, voire de son unification [Quaglia *et al.*, 2016]. Ce renforcement consiste en une transformation des modes de financement des investissements productifs en Europe, dans le sens d'un renforcement du financement par les marchés financiers et non par le crédit bancaire, d'une meilleure mobilisation de l'épargne vers des actifs de long terme, d'un financement facilité des projets d'innovation technologique. Ce renforcement devrait résulter d'une meilleure intégration financière par le

biais d'une harmonisation de la réglementation en vigueur et de la diminution de la fragmentation des marchés sur des bases nationales, que celle-ci soit due à l'absence de produits financiers paneuropéens ou à la préférence, peut-être forcée, des épargnants pour des solutions financières nationales. Cette intégration peut aller jusqu'à la constitution d'un marché unique des capitaux couvrant l'ensemble de l'UE et réglementé par une ou des autorités supranationales.

Le projet a été relancé avec vigueur par divers responsables éminents de l'UE depuis l'an dernier, ce qui, en creux, montre que bien peu a été réalisé jusqu'à maintenant. Reste à savoir ce que recouvre une telle rhétorique et si la relance actuelle se traduira par des avancées effectives, de nature réglementaire ou fiscale.

Historique de l'Union des marchés de capitaux

Le thème de l'union des marchés de capitaux est né en 2014. Le premier à l'utiliser est Jean-Claude Juncker en juillet 2014, dans son programme de nouveau président de la Commission européenne. La perspective de l'UMC est un moyen pour Juncker de se concilier le Royaume-Uni, déjà aux prises avec des mouvements favorables à la sortie de l'UE. Londres restant de loin la première place financière de l'Union, elle devait de fait profiter d'un projet d'intégration et de renforcement des marchés financiers. La Commission européenne a présenté un premier rapport sur l'UMC en 2015 [Commission européenne, 2015]. D'après ce rapport, l'UMC a six objectifs :

- 1) améliorer le financement de l'innovation, des « jeunes pousses » et des entreprises non cotées ;
- 2) faciliter les introductions en Bourse et la levée de capitaux des entreprises sur les marchés ;
- 3) investir sur le long terme, dans les infrastructures et avec des critères d'investissement durable ;
- 4) favoriser l'investissement dans le commerce de détail pour le rendre plus concurrentiel ;
- 5) renforcer le système bancaire pour soutenir l'économie réelle ;
- 6) faciliter les investissements transfrontaliers au sein de l'Union.

Cette opération de séduction n'a pas suffi. Le 23 juin 2016, lors du référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE,

le « non » l'emporte avec un pourcentage de 51,89 % des votants. Le processus s'achève en 2020 avec la ratification de l'accord officialisant la sortie du Royaume-Uni de l'UE par les Parlements britannique et européen. Une des conséquences de la décision du peuple britannique de sortir de l'Union a été que l'UMC a perdu de son actualité aux yeux des dirigeants européens. Les « commissaires à la stabilité financière, aux services financiers et à l'union des marchés des capitaux » qui se sont succédé et ont été en charge du dossier ont bien sûr fait des propositions pour une meilleure intégration des marchés financiers et l'élimination des freins divers, en particulier réglementaires, qui l'obèrent, mais il s'est agi, pour reprendre l'expression utilisée par le premier commissaire Jonathan Hill (de nationalité britannique), de « cueillir les fruits les plus accessibles » (*low-hanging fruits*) d'un tel chantier.

Les choses ont changé avec la double crise de la Covid-19 puis du déclenchement de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Les gouvernements européens et les dirigeants des institutions de l'UE ont brusquement pris conscience de la fragilité structurelle des économies de l'Union et du décrochage face à ses compétiteurs majeurs, les États-Unis et la Chine. Le pari d'une mondialisation heureuse, par le développement du commerce et les échanges internationaux, apparaît rétrospectivement naïf, pour reprendre le terme utilisé par le président Macron dans son second discours de la Sorbonne [Macron, 2024]. L'UE, pénalisée par des cours de l'énergie beaucoup plus élevés que ses concurrents, handicapée par une trop grande dépendance d'importations de produits intermédiaires, a connu une moindre croissance que les autres grandes économies au cours de la décennie 2010. Pour rattraper le retard pris, pour relever les défis de la numérisation et de la transition énergétique rendue nécessaire par la crise climatique et environnementale, un bond des investissements dans la formation de capital productif à long terme est nécessaire. L'impératif de cette réorganisation de l'économie européenne ramène alors l'attention sur les marchés de capitaux et les problèmes de financement de l'investissement. Le thème de l'UMC revient sur le devant de la scène et devient le nouveau cheval de bataille des responsables européens. De plus, le plan *Next Generation EU* adopté en 2020 et prévoyant un endettement considérable de l'UE, via la Commission européenne, au profit des États européens mis en difficulté par la Covid-19, a brisé un tabou, celui du « chacun pour soi » en matière de finances publiques.

Le diagnostic fait par les responsables européens les amène à vouloir trouver de nouveaux relais de croissance pour freiner le décrochage ou le contenir, et trouver les moyens d'un renforcement stratégique et militaire des États européens. Différents discours récents, notamment celui de Christine Lagarde [2023], présidente de la BCE, de François Villeroy de Galhau [2024], gouverneur de la Banque de France, du président de la République française évoqué plus haut, ainsi que plusieurs rapports, dont ceux d'Enrico Letta [2024] et de Christian Noyer [2024], témoignent de cette activité intellectuelle et politique. L'UMC apparaît maintenant comme le moyen de mobiliser les potentialités financières européennes pour assurer le financement des investissements nécessaires à la relance.

De nouveaux défis

L'ambition renouvelée autour de l'UMC résulterait de la prise de conscience de la nécessité de mettre en place les politiques publiques capables d'accélérer l'intégration financière en Europe et de réorienter l'épargne européenne vers des investissements « d'avenir », pour utiliser le terme consacré par les politiques, et de long terme. L'UE fait en effet face à trois défis majeurs devenus évidents dans les années récentes.

Le décrochage de l'économie européenne

Il était attendu que la Chine rattrape les économies développées. En revanche, le déficit de croissance de l'UE vis-à-vis des États-Unis — un écart de 17 % depuis 2000 — ne s'explique pas par un phénomène de rattrapage d'une économie américaine moins développée que l'économie européenne, mais par des raisons structurelles. Les États-Unis bénéficient d'atouts qui manquent à l'économie européenne : la disposition de sources d'énergie considérables, une monnaie dominante à l'échelle mondiale, une capacité à l'innovation sans commune mesure avec ce dont les Européens sont capables et un marché des capitaux profond et diversifié qui permet de lever des fonds aisément. Il apparaît impératif aux dirigeants européens de faire disparaître ce dernier frein s'ils veulent éviter la perte de substance et d'attractivité de l'Europe. Selon Charles Michel, président du Conseil européen, « la meilleure réponse à l'*Inflation Reduction Act* [la loi américaine proposée par l'administration Biden et votée par le Congrès en 2022

pour soutenir la compétitivité américaine et financer la transition environnementale], c'est l'union des marchés de capitaux » [Malingre et Jacqué, 2024]. On ne saurait être plus clair.

La fragmentation en cours de l'économie mondiale

La guerre déclenchée en Ukraine par la Russie a mis en évidence une tendance de fond, liée à l'émergence de l'économie chinoise depuis le début de ce siècle, à la fragmentation de l'économie mondiale. Celle-ci se traduit par une montée des politiques protectionnistes, une volonté de réduire les risques représentés par des chaînes de valeur trop longues, la reconnaissance par les États de biens « trop importants pour être importés », l'émergence de réseaux de paiements régionaux, et des velléités de s'affranchir de l'hégémonie du dollar. Dans ce cadre, l'UE, première puissance commerciale mondiale, mais sans grande unité ni capacité géostratégique significative, apparaît singulièrement fragile.

La transition écologique et énergétique

Enfin, l'UE, soucieuse des risques économiques et sociaux que représente le dérèglement climatique en cours, est engagée dans une transition énergétique et environnementale qui implique des investissements considérables. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime que, au niveau mondial, les dépenses d'investissement dans son scénario zéro émissions nettes d'ici 2050 (ZEN) devraient être d'environ 4 500 milliards de dollars par an d'ici 2030 [AIE, 2022]. Pour l'UE, le besoin d'investissement annuel moyen global est estimé à au moins 813 milliards d'euros, soit 5,1 % du produit intérieur brut (PIB) de l'UE [Institute for Climate Economics, 2024]. Ces chiffres montrent l'effort financier à accomplir, qui implique d'être capable de drainer l'épargne européenne vers ces investissements « verts » de long terme par le biais de marchés financiers paneuropéens.

Les carences de l'Union européenne en matière financière

Faire face à ces défis nécessite de trouver les financements de ces investissements considérables, mais, selon les promoteurs de l'UMC, l'UE souffre de trois maux en matière financière.

Le paradoxe de l'épargne

L'épargne des résidents privés dans l'UE représente 33 000 milliards d'euros, détenus essentiellement sous forme de dépôts à vue (34,1 %). Or, quoique considérable, elle est mal utilisée. D'une part, elle s'oriente de façon importante vers des placements liquides ou quasi liquides et non vers des placements de long terme qui, sous forme d'actions ou d'obligations, financent directement les investissements à long terme des entreprises. Les épargnants assument ainsi collectivement trop peu de risques et l'innovation technologique, pourtant au cœur de la compétitivité et de la croissance, est insuffisamment soutenue en Europe.

Au surplus, elle est sujette au « biais domestique » (*home bias*), c'est-à-dire au fait que l'épargne agrégée d'un pays tend de façon disproportionnée à être placée sur des supports ou des titres émis par des institutions de ce même pays.

Un recours très important, probablement excessif, des entreprises au crédit bancaire

Ce mode de financement n'est pas sans inconvénient et peut même être une source de fragilité majeure, comme l'a montré la crise de 2008. L'une des raisons qui expliquent que les États-Unis s'en sont remis plus rapidement que les pays européens vient du fait que les entreprises américaines recourent plus que leurs homologues européens à l'épargne levée sur des marchés financiers pour le financement de leurs investissements. Or le crédit bancaire est plus fragile que le financement par les marchés financiers, les banques le finançant par des ressources de court terme. Dans le cas de l'UE, cette fragilité est accrue par l'absence de la protection offerte par les taux de change qui n'isolent pas les régimes bancaires des États membres. Structurellement, il en découle que les maturités des crédits bancaires ont tendance à être de court et de moyen terme : le financement des investissements de long terme est difficile. De même, les banques sont peu enclines à financer des projets reposant sur des innovations technologiques à cause du risque qu'ils représentent, par essence plus élevé que pour des financements dans des entreprises et des technologies éprouvées.

Au contraire, quand une entreprise sollicite les épargnants *via* les intermédiaires financiers, les épargnants arbitrent en fonction du risque associé et qu'ils assument directement. La suppression

du risque financier lié au crédit bancaire auquel sont confrontées les banques et qui explique leur prudence facilite donc le financement des investissements dans des projets de long terme ou innovants.

Une fragmentation trop grande de l'espace financier en fonction des frontières nationales

Les difficultés de financement sont accrues par la fragmentation de l'espace financier européen qui épouse les frontières nationales. Nous avons évoqué plus haut le biais domestique. La préférence des épargnants pour des produits financiers domestiques (confinés dans des frontières nationales) ou des modalités d'épargne nationales s'explique en grande partie par l'inexistence de réseaux paneuropéens de collecte de l'épargne du fait de la coexistence de cadres juridiques et d'autorités réglementaires nationales. Les politiques publiques nationales ont été instaurées et pensées à une époque antérieure à l'intégration européenne ou lorsqu'elle n'en était qu'à son début, avant donc la mondialisation économique et financière. La création de l'euro en 1999 a accru l'ouverture des économies nationales européennes. Mais, hormis une très forte intégration des marchés des titres de dettes publiques, les autres segments de marchés de capitaux sont faiblement intégrés et demeurent domestiques à plus de 70 %. Les économies d'échelle et d'envergure, considérables en matière de réseaux financiers, ne sont que très insuffisamment exploitées par les acteurs financiers de l'Union.

Pourtant, l'Europe financièrement intégrée existe depuis longtemps. Dans les textes, pas dans les faits. L'Acte unique de 1986 avait inclus la liberté de circulation des capitaux parmi les quatre libertés fondamentales. Mais cette libéralisation formelle n'a pas été soutenue par des politiques publiques paneuropéennes. Les institutions européennes, une fois l'Acte unique adopté, ont probablement jugé que les dirigeants des entreprises financières et bancaires se saisiraient des opportunités ainsi ouvertes pour progresser dans la voie de l'intégration, sous-estimant les difficultés : la psychologie des épargnants, marquée par le biais domestique, la fragmentation réglementaire, la difficulté de mettre en place des synergies transnationales et le manque d'avantages fiscaux donnés à des produits financiers communs, commercialisés dans l'Union.

Les priorités de l'UMC

La phase actuelle d'intense réflexion sur l'UMC est celle des propositions, comme celles contenues dans les rapports Letta et Noyer.

Promouvoir de nouveaux outils de collecte de l'épargne

Une façon de lutter contre la fragmentation du système financier européen, en même temps que de financer des projets européens d'investissement en redirigeant l'épargne vers ces projets, est de proposer des supports paneuropéens. Il existe depuis 2022 un produit européen d'épargne, le plan d'épargne privé européen, connu sous son acronyme anglais PEPP (*Pan-European personal Pension Product* : eiopa.europa.eu). Ce produit n'a pas rencontré un grand succès, du fait notamment de l'absence de réseau de collecte de l'épargne proprement européen. Une option alternative proposée en particulier dans le rapport Noyer [2024] est de mettre en place une labellisation « épargne européenne » pour des produits d'épargne proposés par les réseaux bancaires et financiers européens et respectant un certain nombre de conditions conformes aux objectifs de l'UMC.

Il existe déjà des obligations européennes émises par des institutions européennes supranationales, la Commission européenne, la Banque européenne d'investissement et le Fonds européen de stabilité financière (*European Financial Stability Facility*). En mars 2024, les titres en circulation émis par ces institutions représentaient une valeur agrégée de plus de 1 000 milliards d'euros et disposaient de la notation la plus élevée (AAA). Ils trouvent donc preneurs sans difficulté, ce qui laisse à penser que la réforme des marchés financiers européens n'est pas si urgente ni impérative que l'avancent ses actuels promoteurs. Mais il est raisonnable de croire qu'une obligation-type européenne, parce que plus visible et mieux commercialisée, représenterait un progrès pour drainer une épargne qui, pour le moment, se dirige vers des produits financiers nationaux jugés plus sûrs.

Dans le même ordre d'idées, l'UE a créé en 2015 la formule du « Fonds européen d'investissement à long terme » (*European Long-Term Investment Fund* — ELTIF), au début des réflexions sur l'UMC. Ce fonds est destiné à financer les projets d'investissement des petites et moyennes entreprises (PME). Il a été amendé en janvier 2024, la formule n'ayant pas rencontré le succès espéré. Letta [2024] propose, d'une part, de donner accès aux épargnants

à une pluralité de fonds ELTIF et, d'autre part, de les soutenir par des avantages fiscaux.

Cela étant dit, le recours important au financement par le crédit bancaire est une donnée structurelle qui ne peut diminuer rapidement, malgré ses inconvénients rappelés plus haut. Letta et Noyer proposent tous deux, pour contourner ces inconvénients, de recourir à une politique ambitieuse de « titrisation ». La titrisation consiste à transférer un ensemble de prêts bancaires à un organisme financier (un « véhicule »). Celui-ci se finance en vendant sur les marchés obligataires un titre donnant la propriété sur cet ensemble. Ainsi, le financement d'un projet, lancé par un crédit bancaire, se trouve *in fine* assuré par un financement de marché. Autre avantage de la titrisation : l'attrait pour les produits titrisés encourage les offres de crédit par les banques, en plus grande quantité et/ou à des conditions plus avantageuses pour les PME incapables ou peu désireuses d'émettre directement des obligations ou des actions en direction du public, puisqu'elles pourront transférer ces crédits sous forme de titres aux marchés financiers. On peut ainsi espérer que des projets de (plus) long terme ou impliquant des risques plus élevés que la moyenne soient ainsi financés, y compris par des banques. La titrisation, initiée dans les années 1980, s'est effondrée en Europe avec les crises financières des *subprimes* (2007) puis la faillite de Lehman Brothers (2008), dans un mouvement général de réduction des risques financiers, mais surtout dans un contexte de renforcement de l'encadrement réglementaire de ces procédures. Cet encadrement est maintenant jugé trop contraignant et les rapports Letta et Noyer proposent son assouplissement et sa simplification pour assurer une meilleure lisibilité du marché de la titrisation. De plus, il est proposé que soit ouverte une plateforme unique pour la négociation et l'échange de ces actifs spécifiques. Cette plateforme pourrait bénéficier d'une garantie publique qui la rendrait attractive et contribuerait au succès de la titrisation.

Une transformation réglementaire

L'intégration financière européenne ne peut se faire que dans un cadre réglementaire transformé, simplifié et capable d'adopter une perspective supranationale sur les marchés financiers. Ce cadre souffre aujourd'hui de son caractère segmenté et de la pluralité des instances nationales. Il existe pourtant une instance européenne, l'Autorité européenne des marchés financiers (European Securities and Markets Authority — ESMA),

mais sa gouvernance est problématique. Son instance de décision, le « conseil des superviseurs », est composée, entre autres, des dirigeants des vingt-sept autorités de régulation nationales (pour ce qui est de la France, il s'agit de l'Autorité des marchés financiers — AMF). Il est difficile de penser que ces représentants, dont les agences sont sous le contrôle des gouvernements nationaux, puissent aisément adopter une perspective pan européenne en matière de réglementation. Il semble logique, dans la perspective pan européenne qui est celle de l'UMC, de vouloir que la gouvernance de l'ESMA s'affranchisse des frontières nationales et s'appuie sur un collège de décideurs choisis ès qualités et protégés par une forte indépendance juridique vis-à-vis des autorités politiques nationales, comme c'est le cas en matière de supervision bancaire. La Commission européenne a proposé en 2019 la création d'un organe exécutif (*Executive Board*) constitué de cinq membres indépendants des autorités réglementaires nationales, contrairement à l'actuel organe de gestion. Cette proposition a été rejetée par une majorité d'États membres, peu désireux de se voir déposséder d'une partie de leur capacité de surveillance financière. Les modifications adoptées alors ont été beaucoup plus modestes et d'ordre technique. Les rapports Letta et Noyer proposent de revenir à la proposition initiale de la Commission. Nul doute que la question se retrouvera au premier plan des négociations à venir entre les parties prenantes. Les responsabilités de l'ESMA seraient également étendues, en particulier en matière de supervision des structures de marché et de négociations financières, de façon à supprimer les multiplicités d'instances de supervision qui freinent le développement de structures intégrées comme Euronext.

Enfin, les actuelles réflexions sur l'UMC portent également sur le développement d'un système de transferts de titres intégré et couvrant tout l'espace financier européen. Un tel système pan européen ne peut fonctionner que si les titres qui y sont traités sont harmonisés, ou encore si le statut juridique des titres est similaire, voire identique. Il y a donc derrière une proposition apparemment technique un enjeu proprement politique pour les pays membres.

Développer l'actionnariat et les marchés boursiers

Pour permettre le financement par émission de capital des PME et, plus particulièrement, des entreprises innovantes, il est envisagé de créer des compartiments dédiés sur les marchés boursiers.

Le financement d'entreprises technologiquement innovantes (*deep tech firms*) est particulièrement épineux. Les projets de ces entreprises demandent beaucoup d'investissement, souvent sur un long ou très long terme, mais sont très risqués. Ils s'adressent à des investisseurs très solides financièrement et spécialisés dans l'analyse de ces projets. Les tech-entreprises doivent donc s'introduire en Bourse (*Initial Public Offering*). Letta propose la création d'un « marché boursier européen des tech-entreprises » (*EU Deep Tech Stock Exchange*). Seul un marché couvrant l'Europe lui semble en effet être d'une taille et d'une visibilité suffisantes pour attirer les opérateurs spécialisés et leur capacité de financement.

Il est aussi possible de créer un plan d'épargne salariale abondé par l'employeur et transférable tout au long d'une carrière en tout lieu du marché unique, aussi bien qu'un plan d'épargne retraite complémentaire, proposé et abondé par l'employeur, sauf refus du salarié, également déplaçable au sein du marché unique.

Les ambiguïtés de l'UMC

On pressent que ces différentes propositions apparaissent comme très générales et floues, eu égard à la complexité des contrats, des supports financiers et des marchés, tous soumis à des réglementations extrêmement détaillées, scrutées, analysées et exploitées avec attention par les opérateurs et les intermédiaires financiers. Autant dire qu'au stade actuel, celui des propositions de relance, l'UMC est marquée par beaucoup d'ambiguïtés. De fait, les résistances n'ont pas manqué de se faire jour à l'occasion de sa relance. On retrouve sur le sujet l'opposition traditionnelle au sein de l'UE entre les petits pays et les grands [*Financial Times*, 2024a]. Ceux-ci sont favorables au projet, comme en témoigne la « feuille de route franco-allemande pour l'union des marchés des capitaux », déclaration des ministres de l'Économie et des Finances français et allemands [Ministère de l'Économie et des Finances, 2023], ou plus récemment la déclaration commune du président Macron et du chancelier Scholz, lors de la visite d'État du président français en Allemagne [*Financial Times*, 2024b]. Les grands États, ayant nécessairement une perspective géostratégique du fait de leur taille et de leur histoire, sont en effet sensibles à la question du décrochage face aux États-Unis et à la Chine. Les petits pays craignent, eux, que l'harmonisation, voire la supranationalisation des règles financières ne se fasse au profit des grands États. De fait, une des faiblesses de l'Europe financière

dans son état actuel vient de son inflexibilité juridique : beaucoup de dispositifs sont édictés au niveau des lois européennes, sans laisser de marge de manœuvre à la Commission, sous la pression des petits États désireux de ne pas voir les choses évoluer, en fonction des circonstances, dans le sens d'une concentration financière favorable aux grands États, réduisant de fait leur capacité de peser sur le cadre législatif. On peut penser que les petits pays européens évaluent mal les bénéfices qu'ils pourraient tirer de l'UMC et que, au contraire, ils surévaluent les coûts d'opportunité qu'elle représente pour eux, mais le fait est là : l'UMC (ou son urgence) ne fait pas consensus dans l'UE, ainsi qu'en témoignent les ambiguïtés qui suivent.

La première se cache derrière une imprécision sémantique. S'agit-il de mettre en place une union des marchés des capitaux ou une unification du marché des capitaux ? Dans le premier cas, les politiques publiques visent à coordonner et à rendre plus faciles les arbitrages entre marchés des capitaux restant distincts, suivant le plus souvent des frontières nationales. Cela passe par une harmonisation des réglementations nationales des contrats et des opérateurs financiers. Dans le second cas, il s'agit d'adopter une politique explicitement supranationale : toutes les institutions financières opérant dans l'UE sont soumises aux mêmes réglementations, l'infrastructure de gestion des flux financiers est unique, les produits sont standardisés et proposés dans les mêmes conditions aux épargnants européens. Dit autrement, les frontières nationales deviennent inopérantes en matière financière. L'Union devra lever cette ambiguïté. Il serait douteux qu'elle choisisse l'option de l'unification sans y introduire au minimum des clauses de sauvegarde et d'exemptions.

Une deuxième ambiguïté réside dans les rapports entre l'union des marchés des capitaux et l'union bancaire européenne (UBE). L'union bancaire en Europe est l'une des réalisations importantes de l'UE dans la décennie passée, même s'il est possible d'en discuter la complétude [Kempf, 2023]. Cet objectif étant en passe d'être atteint, il n'est pas surprenant que l'attention se déporte sur les marchés financiers. Se pose alors la question de savoir si l'UMC est le prolongement naturel des politiques de réglementation du système bancaire mises en place dans les années 2010, celles-ci ayant atteint les objectifs qui leur étaient assignés, ou, au contraire, le signe de leur insuffisance ? L'opposition est trop radicale. Mais l'UBE, qui représente un progrès incontestable, est à la fois fragile et insuffisante. Elle est fragile parce que les arbitrages financiers se font dans des

environnements réglementaires encore fragmentés qui les rendent plus compliqués et plus opaques, et leur risque difficile à évaluer. Elle est insuffisante car elle renforce le recours au financement bancaire, déjà très important dans l'UE, et ne résout pas la question du financement des PME par le biais du marché des capitaux. L'UMC soulagerait donc l'UBE grâce à une clarification et une harmonisation des dispositifs réglementaires dans l'UE et par un rééquilibrage des canaux de financement, en particulier par le biais d'innovations financières comme la titrisation.

Enfin, on ne doit pas oublier que les flux et les marchés financiers ont leur autonomie par rapport aux exigences de la production. Les décisions d'arbitrage prises sur ces marchés, et les fonds mobilisés, ne résultent pas de considérations exclusivement productives et ne concourent pas nécessairement au financement d'investissements productifs. Cette autonomie de la sphère financière autorise les flux de capitaux à obéir à des logiques strictement financières, voire parfaitement spéculatives. Les marchés financiers sont ainsi le lieu d'une instabilité potentielle majeure qui pourrait se traduire par une crise financière de grande ampleur, comme celle qui s'est produite aux États-Unis en 2008. Il est impossible de toucher à l'architecture du système financier européen actuel sans avoir présents à l'esprit ces risques et la nécessité, le cas échéant, de se prémunir contre eux, par le biais de freins réglementaires et fiscaux (*sand in the wheels*).

Conclusion

À la mi-2024, la relance de l'UMC relève plus des déclarations d'intention que d'une réalité. On ne peut s'en étonner. La complexité intrinsèque de tout système financier dans une économie moderne se combine avec la complexité institutionnelle de l'UE et de ses modes de décision ainsi qu'avec d'évidents conflits d'intérêts. Il est impossible de prévoir quelle forme prendra l'UMC, voire si elle dépassera le stade du vœu pieux. Les étapes à venir seront déterminantes pour apprécier le sentiment d'urgence et de mobilisation collective dans les pays de l'UE. Les semestres à venir montreront l'inventivité des instances de gouvernance de l'UE tout autant que la volonté d'aboutir des pays membres. Cela dépendra autant des contours des nouvelles instances européennes mises en place à l'issue des élections de juin 2024 que des circonstances extérieures qui affecteront le caractère d'urgence et le degré de nécessité ressentis par les parties en cause.

Repères bibliographiques

- AGENCE INTERNATIONALE DE L'ÉNERGIE (AIE) (2022), « World Energy Investment 2022 », *Rapport*.
- BOCK S., ELEWA A., GUILLOU S., NAPOLETANO M., NESTA L., SALIES E. et TREIBICH T. (2024), « Le décrochage européen en question », *OFCE Policy Brief*, n° 128.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2015), « Capital markets union 2020 action plan : a capital markets union for people and businesses », finance.ec.europa.eu.
- Financial Times* (2024a), « Majority of EU states object to capital markets reform push », 18 avril.
- (2024b), « Macron and Scholz : we must strengthen European sovereignty », 27 mai.
- HILL J. (2014) « Capital Markets Union — finance serving the economy », discours, Bruxelles, 6 novembre.
- INSTITUTE FOR CLIMATE ECONOMICS (2024), « Déficit d'investissement climat européen : une trajectoire d'investissement pour l'avenir de l'Europe », 21 février 2024.
- KEMPF H. (2023), « L'union bancaire européenne : où en est-on ? », in OFCE, *L'Économie européenne 2023-2024*, La Découverte, « Repères », Paris, p. 96-111.
- LAGARDE C. (2023), « Une révolution kantienne pour l'union des marchés de capitaux », discours lors du Congrès bancaire européen, Francfort-sur-le-Main, 17 novembre.
- LETTA E. (2024), « Much more than a market. Speed, security, solidarity : empowering the single market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens », *Rapport*, avril.
- MACRON E. (2024), « Discours sur l'Europe », 24 avril.
- MALINGRE V. et JACQUÉ P. (2024), « En cherchant à se doter d'un "pacte pour la compétitivité", l'UE prend le virage de la croissance », *Le Monde*, 18 avril.
- MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES (2023), « Une feuille de route franco-allemande pour l'union des marchés des capitaux », 13 septembre.
- NOYER C. (2024), « Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir », *Rapport DG Trésor*, 25 avril.
- QUAGLIA L., HOWARTH D. et LIEBE M. (2016), « The political economy of European capital markets union », *Journal of Common Market Studies*, vol. 54, n° S1, p. 185-203.
- VILLEROY DE GALHAU F. (2024), « D'une union des marchés de capitaux à une véritable union pour le financement de la transition », discours, Eurofi, Gand, 23 février.