

L'intégration financière européenne, pièce maîtresse de la transition



Pierre Jaillet

Chercheur associé
Institut Jacques Delors
et Institut des relations
internationales et stratégiques (IRIS)

Professeur
IRIS sup

L'Union économique et monétaire (UEM) reste un espace fragmenté et intrinsèquement fragile. Y remédier est un prérequis. L'enjeu de l'intégration financière européenne est triple : consolider l'UEM, financer la transition écologique et relancer la croissance.

Après vingt-cinq ans, l'euro circule dans un espace financier toujours fragmenté. Lancé il a plus de trente ans, le marché unique demeure à cet égard plus virtuel que réel. En 1990, lors des travaux préparatoires au Traité de Maastricht, le rapport Emerson (« One market, one money ») avait démontré que la monnaie unique était l'ultime pièce requise pour que puisse bien fonctionner le marché unique. Renversons aujourd'hui l'ordre des facteurs : la zone euro est fragilisée par le défaut d'intégration financière.

Divers indicateurs attestent de cette fragmentation :

- le biais national dans la détention par les banques de la dette souveraine de leur propre juridiction (plus de 60 % en moyenne), non corrigé depuis la crise de la zone euro de 2010-2012 ;
- l'absence de groupes bancaires paneuropéens, les établissements cantonnant l'essentiel de leurs risques aux marchés domestiques (ce qui les fragilise en cas de choc idiosyncratique et rend leurs économies trop dépendantes de leurs systèmes bancaires) ;
- l'incapacité des investisseurs, surtout particuliers, à arbitrer sur une gamme d'instruments représentatifs des risques de la zone euro ;
- le maintien de régimes réglementaires et fiscaux spécifiques (plus favorables à l'épargne liquide qu'aux placements à risque) ;
- une structure de détention des actions très majoritairement nationale (la part des fonds propres dans le financement des entreprises étant moitié moindre qu'aux États-Unis).

Cette fragmentation affaiblit l'Union économique et monétaire (UEM) et favorise la polarisation spontanée des activités vers les régions initialement les mieux dotées en capital physique et humain – diagnostiquée dès l'origine par l'économiste Paul Krugman. En atteste l'inversion depuis 2010 de la dynamique de convergence, y compris entre les grandes économies de la zone. L'allocation non optimale des investissements favorise en outre un surplus chronique d'épargne (supérieur à 3 % du PIB), dont bénéficie le reste du monde, et plus particulièrement les États-Unis. Elle réduit aussi la capacité des économies à amortir les chocs



asymétriques, en complément des stabilisateurs automatiques nationaux et en l'absence d'un instrument commun de stabilisation macroéconomique. Ces divers facteurs renforcent l'hétérogénéité économique et financière de la zone et réduisent la fluidité des canaux de transmission et l'efficacité de la politique monétaire.

L'économie, talon d'Achille

Si le diagnostic est assez partagé, le débat public s'est jusqu'à présent focalisé sur le partage des risques publics et le volet économique de l'UEM – son talon d'Achille, comme l'a souvent souligné Jacques Delors. Mais le défaut d'avancées tangibles vers l'intégration budgétaire rend l'intégration financière encore plus cruciale. Les travaux empiriques sur longue période nous enseignent qu'aux États-Unis, par exemple, le crédit et les flux de capitaux amortissent les trois quarts des chocs régionaux, bien plus que les transferts budgétaires fédéraux. Les études similaires sur la zone euro montrent que le canal financier reste marginal, les transferts intracommunautaires (hors plans exceptionnels, par ex. NGEU) ne jouant par construction aucun rôle.

En résumé, sans partage des risques publics et diversification adéquate des risques privés, l'amortissement des chocs et les coûts liés au défaut de convergence incombent aux seuls États membres, dont les marges de manœuvre budgétaires sont souvent réduites. C'est d'ailleurs une des raisons de l'échec du cadre budgétaire européen depuis sa mise en œuvre. C'est aussi pourquoi en cas de choc majeur, comme lors de la crise de 2010-2012, une mutualisation implicite des risques publics s'est opérée, par la création d'instruments contingents de gestion de crise (comme le Mécanisme européen de stabilité, MES) et la mobilisation par la Banque Centrale Européenne (BCE) d'instruments non conventionnels destinés à préserver l'intégrité de l'UEM. Des solutions efficaces, mais de nature palliative.

De nouveaux enjeux

Cependant l'intégration financière répond aujourd'hui à de nouveaux enjeux. L'Europe va devoir dans les années à venir investir massivement dans la transition écologique (pour des montants estimés à plus de 700 milliards d'euros par an), mais aussi dans l'économie numérique et les dépenses militaires (pour faire face à la montée des risques géopolitiques et respecter les engagements de l'OTAN d'un relèvement à 2 % du PIB des budgets de défense). Elle devra financer les dépenses « d'avenir » destinées à renforcer sa croissance et son autonomie stratégiques, dans des domaines où ses concurrents mondiaux ont déjà pris une avance considérable, en mobilisant des instruments puissants et rapides à mettre en œuvre (à l'image de l'*Inflation Reduction Act* aux États-Unis). Or ces investissements à forte externalité justifient des financements communautaires et ne pourront être que partiellement pris en charge par des États membres déjà très endettés. La mobilisation en synergie des capitaux privés européens est donc devenue une priorité.

L'électrochoc de la crise financière a incité les États membres à mettre en place un cadre harmonisé de réglementation et des mécanismes uniques de supervision bancaire (MSU) et de résolution (MRU). Les progrès vers un système communautaire d'assurance des dépôts ou la supervision unique des marchés de capitaux sont plus laborieux, mais l'Europe dispose désormais d'un socle légal, réglementaire et prudentiel. C'est une condition nécessaire mais non suffisante de l'achèvement d'une union des financements.

En ligne avec le Plan d'action de la Commission de 2020, les États membres et les autorités européennes semblent enfin saisir les enjeux et se mobilisent, comme en attestent la « Déclaration des cinq présidents » (mars 2023) ou le train de mesures proposées par l'Eurogroupe pour parachever l'UMC d'ici 2029. Le rapport d'Enrico Letta sur l'avenir du marché unique, présenté le 22 avril 2023 aux chefs d'État et de gouvernement de l'UE, de même que le rapport présenté le 25 avril par Christian Noyer au gouvernement tracent une feuille de route détaillée : création de produits

« Le rapport Letta préconise de constituer un large marché d'actifs non risqués, attractif pour les investisseurs internationaux. »

d'épargne européens ; promotion de fonds d'investissement à long terme et d'un marché unifié de titrisation ; mise en place d'un point d'accès unique pour l'information des investisseurs ; recours facilité des PME et des entreprises innovantes aux fonds propres ; harmonisation des régimes d'insolvabilité et des garanties bancaires ; rôle-pivot de l'autorité de supervision européenne des marchés financiers (ISMA), etc.

Le rapport Letta préconise aussi l'essor de partenariats public-privé pour le financement de la transition climatique et des émissions communes de titres par la Commission, la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et le MES, dans le but de constituer un large marché d'actifs non risqués, attractif pour les investisseurs internationaux.

Les obstacles subsistent : la réticence des États membres à renoncer à certaines prérogatives, la frilosité de l'industrie vis-à-vis de la concurrence, l'hétérogénéité des systèmes d'imposition et plus généralement, l'impuissance des instances européennes à faire prévaloir l'intérêt commun sur les intérêts nationaux. La question de l'intégration financière est en outre restée jusqu'à présent trop confinée au champ technocratique et ne mobilise guère les responsables politiques nationaux, sur un sujet pourtant exempt de clivages de doctrine – *a contrario* des questions relatives au budget fédéral ou à la mutualisation des dettes publiques, par exemple. Il est vital de surmonter ces blocages. À défaut, l'UEM restera un espace fragmenté et intrinsèquement fragile et l'Europe ne pourra effectuer les investissements indispensables pour faire face aux défis de la transition climatique et maintenir son rang dans l'économie mondiale. ■