

Dialogue &co – Épisode 1 : L'Union pour l'épargne et l'investissement

Voix off : Bienvenue dans Dialogue &co, un podcast où des experts et des expertes de la Banque de France font le point sur un grand thème de l'actualité économique. Aujourd'hui, le premier épisode sur l'Union pour l'épargne et l'investissement. Depuis le printemps 2024, cette union fait parler d'elle. Et pour cause, elle est l'objet de trois rapports, un français et deux européens. Tous pointent la nécessité, voire l'urgence, de l'accélérer. Pour en savoir plus, Vincent Bignon, économiste, interroge Agnès Bénassy-Quéré, sous-gouverneure de la Banque de France.

Vincent Bignon : C'est bon pour vous ? Eh bien alors, dans ce cas, on commence. Bonjour Agnès.

Agnès Bénassy-Quéré : Bonjour Vincent.

Vincent Bignon : Avant d'entrer dans le vif du sujet, est-ce que vous pouvez nous rappeler l'origine du projet d'union des marchés de capitaux qui, dans sa nouvelle phase, s'appelle maintenant l'union pour l'épargne et l'investissement ?

Agnès Bénassy-Quéré : Bien sûr. Ce projet date de 2015. À l'époque, l'idée était de fluidifier les mouvements d'épargne et d'investissement au sein de l'Union européenne. Bien sûr, dans le cadre du marché unique, ces flux de capitaux sont libres, théoriquement, mais en pratique, ils rencontrent de nombreuses barrières réglementaires et fiscales. Alors, il faut se remettre dans l'ambiance de l'époque : 2015, c'est peu de temps après la crise financière mondiale, la crise des dettes souveraines de la zone euro, donc une crise majeure. À l'époque, a été mis en place le fonds européen de stabilité financière, en 2010, pour venir en aide à la Grèce. Ce fonds a été transformé en 2012 en mécanisme européen de stabilité, que nous avons encore aujourd'hui. Mais plus fondamentalement, les Européens à l'époque se rendent compte d'un défaut de conception de l'union monétaire européenne, qui est que nous avons un marché unique mais pas de budget fédéral. Alors si on compare avec les États-Unis : aux États-Unis, on a des États fédérés. Prenons le Texas. L'économie du Texas dépend beaucoup du pétrole. Si le prix du pétrole baisse, les revenus des entreprises du Texas diminuent, ce qui fait qu'elles vont payer moins d'impôts, leurs salariés vont payer également moins d'impôts et, éventuellement, ils vont recevoir des aides fédérales pour l'indemnisation du chômage au Texas. Donc on a un élément de stabilisation par le budget fédéral. En Europe, rien de tel. On a un budget européen qui est de l'ordre de 1% du PIB et qui n'a pas pour objectif cet élément de stabilisation macroéconomique. Mais plus important encore, à l'époque, beaucoup de recherches montraient que même aux États-Unis, le budget fédéral, finalement, certes, jouait un rôle stabilisant, mais moins que le marché des capitaux fédéral, c'est-à-dire les échanges de capitaux entre les États fédérés. Donc, si je reprends mon exemple texan, les entreprises texanes qui sont touchées par une crise vont payer moins de dividendes à leurs actionnaires

et leurs actionnaires sont dans d'autres États fédérés. Elles vont payer également moins d'impôts, on l'a dit tout à l'heure, mais également moins de dividendes. Mais les salariés de ces entreprises texanes et les résidents du Texas vont continuer à percevoir des dividendes en provenance d'autres États fédérés, des entreprises qui sont situées dans d'autres États. Donc le fait que l'épargne des Texans soit diversifiée dans tous les États-Unis et que, d'autre part, l'actionnariat des entreprises soit également diversifié est extrêmement stabilisant, et c'est vraiment du premier ordre, plus important que le budget fédéral. Rien n'empêche de répliquer ce système dans l'Union européenne. Or, on observe que dans l'Union européenne, il y a un biais national, c'est-à-dire que l'épargne des ménages, qui est en général intermédiée par des fonds d'investissement, mais cette épargne est insuffisamment diversifiée : elle est trop localisée dans chaque pays et, par ailleurs, l'actionnariat des entreprises, particulièrement des PME, est peu diversifié, ce qui fait que ces éléments de stabilisation sont faibles dans l'Union européenne.

Vincent Bignon : C'est très intéressant Agnès parce que ça suggère qu'en fait, il y a un effet d'apprentissage, on est en train de savoir comment résoudre une partie de nos problèmes en Europe. Quel a été le plan d'action pour l'union des marchés de capitaux et qu'est-ce qui n'a pas fonctionné à partir de 2015 et qu'est-ce qui a fonctionné ?

Agnès Bénassy-Quéré : L'Union européenne a été très active, même si ce n'est pas très visible. Plusieurs directives ont été adoptées, plus de 30 textes pour harmoniser les règles du jeu, à la fois le droit des entreprises en difficulté, le cadre des fonds d'investissement ou bien des dépositaires centraux de titres, ce qu'on appelle parfois les notaires des marchés financiers, puisque ce sont eux qui conservent l'information sur les titres détenus par chacun. Donc ces actions ont permis des avancées notables. Nous avons d'ailleurs un bulletin de la Banque de France qui montre une certaine convergence dans le droit des entreprises en difficulté mais on n'est pas encore à bon port, cette convergence est encore insuffisante.

Vincent Bignon : Mais alors pourquoi le sujet ressurgit aujourd'hui, en 2024 ?

Agnès Bénassy-Quéré : Le sujet ressurgit dans un contexte non plus de crise financière ou de crise de la zone euro, mais de financement de la transition écologique, on pourrait dire aussi numérique, et des besoins d'innovation. Les besoins d'investissement sont évalués pour l'Union européenne dans son ensemble, dans une fourchette entre 400 et 600 milliards d'euros supplémentaires par an, c'est-à-dire en plus de l'investissement réalisé chaque année dans l'Union européenne, et compte tenu aussi du fait qu'on va moins investir dans l'économie brune. Ce sont des chiffres énormes. Le projet d'union des marchés de capitaux s'est redéfini un peu dans cette optique : il a changé de nom, vous l'avez dit en introduction, Union pour l'épargne et l'investissement, et il a aussi changé de motivation. Vous connaissez peut-être la classification de Musgrave sur les motifs de l'intervention publique : allocation, stabilisation, redistribution. En 2015, le motif central était clairement le besoin de stabilisation macroéconomique. En 2024, le besoin, c'est avant tout un motif d'allocation, donc élévation de l'investissement, sentier de croissance durable à long terme. Dans cette optique, l'Union européenne a la chance de disposer d'une épargne abondante, on pourrait même dire excessive, par rapport aux besoins d'investissement qui sont actuellement

inférieurs à cette épargne, ce qui fait que cet excès d'épargne est investi à l'étranger, ce qui correspond à l'excédent du compte courant. Cet argent pourrait être investi en Europe s'il y avait davantage d'opportunités d'investissement mais il faudrait pour cela que cet investissement soit rentable du côté des entreprises. Donc, en l'absence de ces opportunités, les épargnants placent leurs excès d'épargne hors de l'Union européenne. Mais il y a une marge pour financer des investissements supplémentaires dans l'Union européenne. Alors, ces épargnants pourraient bénéficier d'une meilleure rémunération, à risque inchangé, s'ils avaient accès à des produits d'épargne mieux diversifiés dans l'ensemble de l'Union européenne et plus de diversité, de taille par exemple, des entreprises. Ils pourraient aussi bénéficier d'une rémunération plus élevée à risque inchangé encore une fois, s'ils avaient des produits d'investissement de plus long terme. Le problème, c'est qu'investir à long terme, ça suppose de bloquer son épargne sur une certaine durée. Et donc, de manière compréhensible, les ménages préfèrent de l'épargne liquide. Mais si le marché européen des capitaux était plus actif, plus liquide, avec plus de gens qui, chaque jour, achètent et vendent, alors un ménage qui achète un titre à long terme prendrait moins de risques de liquidité, puisqu'il saurait que demain, s'il en a besoin, il peut revendre sans perte parce qu'il aura trouvé facilement un client. Donc on voit ici que le marché européen des capitaux est un allié vraiment de l'épargnant européen. C'est aussi un allié des entreprises puisque ça permettrait d'abaisser le coût de financement pour les entreprises européennes.

Vincent Bignon : Donc Agnès, si je comprends bien, ça peut bénéficier aux entreprises et aux épargnants. Est-ce que ce n'est pas aussi le point qui a été fait par Enrico Letta, qui est un ancien président du Conseil italien, dans un rapport qu'il a remis récemment ?

Agnès Bénassy-Quéré : Tout à fait. Enrico Letta, dans son rapport, met l'accent sur le fait que ce qu'on appelait l'union des marchés de capitaux, qui paraît être quelque chose d'un peu technocratique, un peu éloigné du citoyen, en réalité, est un projet au service des épargnants d'une part et des entreprises d'autre part, dans une perspective d'investissement et de transition écologique. Ça, c'est un point très important qui nous ramène au motif d'allocation de cette intervention publique et qui nous éloigne du même coup, même si en fait ce n'est pas contradictoire, de l'objectif de stabilisation.

Vincent Bignon : C'est pour les entreprises et c'est pour les épargnants, mais en Europe, le financement des entreprises repose traditionnellement sur les banques. Pourquoi alors vouloir développer les financements de marché ?

Agnès Bénassy-Quéré : Comme l'explique très bien Mario Draghi dans son rapport, les banques ont du mal à financer l'innovation, notamment l'innovation qui est faite par des start-up qui ont peu de capital physique qu'elles pourraient mettre en garantie pour obtenir des prêts bancaires. Par ailleurs, les banques proposent des prêts, mais ne proposent pas nécessairement de rentrer dans le capital des entreprises. Or, dans les entreprises innovantes, c'est de cela qu'elles ont besoin. Il ne s'agit pas du tout, dans ce projet, de mettre les banques de côté. Au contraire, il s'agit d'aider les banques à avoir plus de force de frappe en développant le marché des capitaux de manière complémentaire au financement bancaire. En parallèle, l'Union bancaire européenne, qui est un qui date à peu près de la même époque,

un peu avant, est très avancé aujourd'hui, avec de belles réalisations. Elle n'est pas totalement achevée. La dernière étape est la plus difficile, c'est la gestion de crise et l'assurance des dépôts. Il est important de l'achever pour avoir à côté d'un marché pan-européen des capitaux, une véritable union bancaire avec des banques qui sont transfrontières.

Vincent Bignon : Comment procéder en pratique pour réaliser cette union de l'épargne et de l'investissement ? Quelles propositions concrètes ?

Agnès Bénassy-Quéré : De nombreuses propositions concrètes ont été faites, par exemple dans le rapport Noyer, Christian Noyer, ancien gouverneur de la Banque de France. À la Banque de France, nous insistons plus particulièrement sur quatre leviers sur lesquels il est possible d'avancer. La surveillance des marchés, la relance de la titrisation, le capital-risque, et enfin l'innovation dans le domaine post-marché.

Vincent Bignon : Post-marché, on reviendra sur ce que ça veut dire tout à l'heure. La première proposition de la Banque de France porte sur la surveillance des marchés de capitaux. Mais il existe déjà une autorité de supervision européenne. C'est l'autorité européenne des marchés de titres. Pourquoi alors faudrait-il modifier la manière dont est organisée la supervision ?

Agnès Bénassy-Quéré : En effet, aujourd'hui, l'Autorité européenne des marchés de titres, ou selon le sigle anglais ESMA, supervise déjà les agences de notation. Mais en général, elle ne supervise pas directement, elle coordonne des superviseurs nationaux, donc en France, l'Autorité des marchés financiers, l'AMF. C'est l'AMF qui vérifie que, par exemple, les exigences européennes en matière d'information des épargnants sont bien respectées. C'est aussi elle qui supervise les fonds d'investissement ou les infrastructures de marché comme les chambres de compensation ou les dépositaires centraux de titres, les fameux notaires, lorsqu'ils sont situés en France. Cette construction, donc à deux étages, mais avec un pouvoir qui est essentiellement au niveau national, fait que les règles européennes sont mises en œuvre de manière fragmentée. Et cette fragmentation multiplie les coûts. Par exemple, lorsqu'il s'agit de commercialiser un produit d'épargne dans toute l'Union européenne, à chaque fois, la commercialisation doit respecter les contraintes locales qui résultent de règlements européens, mais qui sont mis en œuvre de manière différenciée. De la même manière, un gestionnaire d'actifs qui voudrait offrir ses services aux épargnants dans un autre pays doit faire face aux supervisions spécifiques de chaque pays. La centralisation de la supervision permettrait de faire émerger des acteurs financiers à l'échelle européenne, tout en les surveillant étroitement, de manière cohérente, dans l'ensemble de l'Union européenne, ce qui permettrait de contrôler le risque pour la stabilité financière et également d'obtenir une meilleure confiance de la part des épargnants. Aux États-Unis, les marchés financiers sont encadrés par une autorité fédérale puissante, la Securities Exchange Commission, SEC. Cela permet une mise en œuvre uniforme des règles communes et de faire jouer ces fameuses économies d'échelle au bénéfice des entreprises et des épargnants. L'idée, ce serait de transformer l'ESMA en SEC européenne. Ça ne va pas se faire du jour au lendemain, mais on pourrait déjà commencer par les infrastructures de marché les plus importantes ou bien les gros fonds d'investissement. L'idée serait de répliquer pour la surveillance des marchés ce

qu'on fait déjà pour les banques, avec le superviseur unique européen qui a été mis en place progressivement, et dans lequel le superviseur au niveau européen a un pouvoir considérable, fait plus qu'en coordonner les superviseurs nationaux, mais supervise directement les entités considérées comme systémiques, les banques considérées comme systémiques. Et on a vu récemment que cette architecture a été totalement validée, puisqu'on a eu, en 2023, une crise bancaire aux États-Unis puis en Suisse qui n'a pas entraîné d'effet de domino dans les pays de l'Union européenne. Donc la supervision a bien permis de rendre le système plus résilient dans le domaine bancaire.

Vincent Bignon : Donc en quelque sorte, il s'agit d'assurer une égalité de traitement entre les différents pays européens sur les questions d'épargne et de financement de l'investissement. C'est ça ?

Agnès Bénassy-Quéré : Exactement. Que vous soyez situé à Paris, à Berlin, à Ljubljana, vous aurez accès aux mêmes produits d'épargne et si vous êtes une entreprise, vous avez accès aux mêmes pools de financement.

Vincent Bignon : Le deuxième axe de proposition de la Banque de France, c'est la titrisation. Pouvez-vous nous rappeler de quoi il s'agit ?

Agnès Bénassy-Quéré : Il s'agit pour une banque de transformer un portefeuille de créances, par exemple des prêts immobiliers ou des prêts aux PME, en titres échangeables sur le marché financier. Vincent, avez-vous déjà emprunté de l'argent à la banque ?

Vincent Bignon : Oui.

Agnès Bénassy-Quéré : Moi aussi. Donc ça fait deux prêts. La banque va prendre ces deux prêts, va les grouper avec d'autres prêts qu'elle a fait à d'autres personnes, elle va faire évaluer ce portefeuille de prêts en termes de qualité de crédit. Je ne doute pas que votre qualité est excellente. Elle va transformer ce portefeuille en titres de niveaux de risque différents, éventuellement plusieurs titres, et va les vendre, soit les vendre sur le marché, soit les garder dans son bilan et les utiliser quand elle aura besoin de liquidités, par exemple, pour mettre en garantie pour obtenir de la liquidité sur le marché interbancaire ou auprès de la banque centrale. Pour vous et pour moi, c'est transparent. Vous continuez à rembourser votre banque chaque mois. Mais l'argent est en fait transféré au porteur du titre et ce porteur de titre peut changer au cours du temps, au cours de la durée du prêt. Donc, à votre niveau, il n'y a rien de changé mais pour la banque, ça change tout, parce qu'elle a maintenant des titres dont elle va pouvoir partager le risque avec des investisseurs sur le marché. Et ces investisseurs sur le marché vont eux-mêmes pouvoir diversifier le risque en achetant des titres en provenance de différentes banques. Donc ça permet, pour la banque, de sortir des crédits de son bilan, donc d'avoir moins d'exposition à certains risques, de les transférer à des investisseurs. Donc ça va lui permettre de faire de nouveaux prêts, de prendre de nouveaux risques, puisqu'elle a réduit son exposition aux risques. C'est ça l'intérêt, c'est que ça va permettre, ça va augmenter la capacité des banques à faire des prêts, et donc à financer de nouveaux investissements, soit, là on a pris l'exemple immobilier, mais ça peut être

évidemment auprès des PME pour les investissements, par exemple dans la transition écologique.

Vincent Bignon : Pour la banque, la titrisation est un instrument de gestion de son bilan et de sa liquidité. Ça facilite l'octroi des prêts ? Ça augmente le financement de l'économie ?

Agnès Bénassy-Quéré : Exactement. Ça augmente la force de frappe des banques. On sait que les banques sont dans une position tout à fait spéciale sur le marché financier puisqu'elles connaissent leurs clients, elles savent évaluer le risque. C'est une qualité très précieuse. Elles savent évaluer le risque des particuliers et le risque des PME. Donc, elles vont rester aux avant-postes pour octroyer les prêts. Mais ensuite, en titrisant leur portefeuille de prêts, elles vont faire de la place, d'une certaine manière, dans leur bilan pour faire de nouveaux prêts, parce que les banques doivent contrôler évidemment leur exposition au risque. C'est dans leur intérêt, mais c'est aussi l'intérêt de la collectivité. On parlait tout à l'heure du superviseur européen qui les surveille de manière à ce qu'elles ne prennent pas trop de risques, puisqu'on sait l'histoire de la prise de risque des banques systémiques dans la zone euro. Et donc, pour ne pas renouveler ces dérives, maintenant, les banques sont surveillées très étroitement.

Vincent Bignon : Mais alors du coup, quel est l'intérêt pour l'épargnant ? Si moi, par exemple, j'ai envie d'épargner, est-ce que la titrisation va m'apporter quelque chose ?

Agnès Bénassy-Quéré : Tout à fait. L'épargnant ou le gestionnaire d'actifs à qui il a confié son épargne va pouvoir investir dans une gamme plus large de produits d'investissement et notamment à long terme. En prêtant à long terme, il va pouvoir avoir un rendement plus élevé mais le fait que ces produits soient échangés sur un marché liquide va limiter le risque puisque à tout moment, en cas de besoin de liquidité, il va pouvoir revendre sur le marché les titres acquis. Pour vous donner un ordre de grandeur, aujourd'hui, les tranches les plus sûres de la titrisation (on a dit tout à l'heure qu'on pouvait transformer un portefeuille en plusieurs titres et non pas en un seul titre, et donc on va les classer par ordre de risque) bénéficient d'un supplément de rendement de l'ordre de 50 points de base, c'est-à-dire 0,5 point de pourcentage par rapport aux obligations souveraines. Donc, c'est un supplément de rémunération pas du tout négligeable pour une prise de risque qui est tout à fait minime.

Vincent Bignon : Est-ce que cela ne nous rappelle pas le mauvais souvenir de la crise financière mondiale ?

Agnès Bénassy-Quéré : Oui, bien sûr. Cette relance de la titrisation fait peur. Ça fait penser au rôle de la titrisation dans la crise financière de 2008. Mais à l'époque, les banques européennes avaient acquis des titres adossés à des créances américaines auprès de ménages dont on avait oublié de vérifier les capacités de rembourser leurs emprunts. Depuis la crise financière, les normes de titrisation ont été complètement rénovées, renforcées, l'opacité a été considérablement réduite. Les banques, comme on l'a dit tout à l'heure, sont mieux surveillées, leur portefeuille de créances présente des risques beaucoup plus faibles, très assainis, très surveillés. Et les banques ne peuvent plus aujourd'hui transférer l'intégralité du risque vers les marchés, ce qui fait qu'elles ont intérêt à bien contrôler les capacités de

remboursement des débiteurs. Donc, il ne faudrait pas jeter l'outil avec l'eau du bain, si on peut dire. Ce serait comme interdire l'usage des ciseaux, sous le prétexte qu'on peut commettre un crime avec des ciseaux. Les banques, de toute évidence, vont rester au centre du financement de l'investissement en Europe, avec ou sans titrisation. Simplement, la titrisation permet d'augmenter leur force de frappe. C'est vraiment ici la complémentarité dont on parlait tout à l'heure entre les financements bancaires et les financements de marché.

Vincent Bignon : Aujourd'hui, rien n'empêche les banques de titriser leurs créances. Pourtant, selon le rapport Draghi de septembre dernier dont vous parliez, l'émission annuelle de titrisation représentaient seulement 0,3% du PIB de l'Europe contre plus de 4% aux États-Unis en 2022. Pourquoi il y a cette différence des missions de titrisation entre les États-Unis et l'Union européenne ?

Agnès Bénassy-Quéré : L'écart entre les deux zones est tout à fait frappant. La Commission européenne, en 2022, s'est penchée sur le sujet et l'ESMA est en train aussi d'étudier la question, a fait une consultation. La Banque de France a répondu à cette consultation. Pourquoi ? Parce que la Banque de France a une vision quand même relativement précise des opérations de titrisation parce que les données qui sont fournies par les banques sont utilisées par la Banque de France pour évaluer la qualité des titres adossés aux créances, notamment parce que ces titres peuvent être utilisés ensuite dans les opérations de politique monétaire pour obtenir de la liquidité auprès de la Banque centrale en mettant en garantie ces titres. Il faut bien savoir quelle est leur valeur.

Vincent Bignon : Et du coup, vous avez une idée à peu près précise de comment on fait pour évaluer la qualité d'une titrisation, en fait ?

Agnès Bénassy-Quéré : Tout à fait. Et donc, on s'est rendu compte que parmi les données qui sont fournies par les banques à l'origine de cette titrisation, seulement une petite partie sont réellement utilisées pour l'évaluation de ces titres adossés aux créances. Ce qui nous laisse penser qu'on pourrait réduire assez drastiquement les exigences de reporting des banques sans diminuer aucunement la qualité de cette titrisation.

Vincent Bignon : Quelles pourraient être les autres initiatives qui pourraient être prises pour justement favoriser plus de titrisation au bénéfice des épargnants et des entreprises ?

Agnès Bénassy-Quéré : On peut penser à deux autres types d'initiatives. La première touche au traitement prudentiel des créances titrisées qui pourraient être modifiées à la marge, c'est-à-dire pour les institutions qui détiennent ces créances titrisées, combien de capital elles doivent mettre en face de ces détentions. Et on se rend compte que ces exigences prudentielles sont parfois décalées par rapport au traitement plus général des risques encourus, donc incohérents avec les autres éléments prudentiels. Par exemple, la contrainte en capital pour détenir la tranche senior, c'est-à-dire la moins risquée des portefeuilles titrisés, cette contrainte en capital est la même que celle qui porte sur le portefeuille entier, sous-jacent. Or, par définition, le risque est moindre. C'est un peu bizarre. C'est ce genre de choses qu'on regarde actuellement. Autre idée, mettre en place une plateforme de titrisation

dédiée au niveau européen et de manière standardisée, de manière à abaisser les coûts de la titrisation, notamment pour les pays qui ont un centre financier moins développé et qui font face aujourd'hui à des coûts particulièrement élevés pour la titrisation et pour la mise sur le marché des créances titrisées.

Vincent Bignon : Donc l'idée, c'est que la standardisation de la titrisation permettrait d'augmenter la liquidité parce qu'il y aurait moins besoin de comprendre comment ça fonctionne parce que tous les produits se ressembleraient ?

Agnès Bénassy-Quéré : Exactement, et tout ça c'est cohérent, on voit bien que ça va avec une supervision unique des banques, une supervision unique des marchés, une standardisation des produits, une mise en œuvre de manière uniforme des réglementations, de manière à créer à la fois la confiance et la liquidité.

Vincent Bignon : La troisième proposition de la Banque de France porte sur les fonds de capital-risque, qui sont en fait des institutions qui prennent des parts dans le capital des entreprises innovantes, ce qu'on appelle les startups, et donc assument un risque élevé. Quel est le problème entre l'Europe et les Etats-Unis ?

Agnès Bénassy-Quéré : On voit que pour deux économies qui sont somme toute de taille comparable, le volume de capital-risque est totalement différent. Entre 2013 et 2022, en moyenne, 23 milliards d'euros ont été investis chaque année dans l'Union européenne contre 149 milliards annuellement aux États-Unis. Cet écart est particulièrement criant pour les stades avancés du développement des startups lorsque les tickets, ce qu'on appelle les tickets, les fonds nécessaires sont importants.

Vincent Bignon : Est-ce qu'on en sait plus sur les fonds de capital-risque européens ? Est-ce qu'on a des détails là-dessus ?

Agnès Bénassy-Quéré : Ce qu'on voit, c'est que les fonds européens de capital-risque, en réalité, sont peu européens. Ils investissent essentiellement dans leurs pays de résidence, dans les entreprises innovantes qui sont autour d'eux immédiatement, et ça limite leur taille et leur capacité de diversification. Ça correspond au fait que l'Union européenne manque de mise à l'échelle pour aller jusqu'au stade avancé de développement des startups, ce qui fait que les startups en question vont être dépendantes de financements américains ou asiatiques, et vont avoir une forte incitation à se relocaliser, par exemple aux Etats-Unis.

Vincent Bignon : Il y a donc un problème. Comment développer ce type de fonds pour développer l'innovation ? Quelles sont les propositions de la Banque de France ?

Agnès Bénassy-Quéré : Alors, on pourrait attendre que les différences de réglementation entre pays européens s'aplanissent, notamment avec une uniformisation du droit des entreprises en difficulté, avec la supervision unique et l'uniformisation de la fiscalité. Ces évolutions sont tout à fait souhaitables mais elles vont prendre du temps. Et donc, il ne vaut pas en faire un préalable. En tout cas, nous, nous pensons que l'intervention publique pourrait s'avérer utile pour temporairement corriger cette défaillance du marché unique, pour ce qui

concerne le financement des startups. Des initiatives ont été prises par le passé en Europe, tout à fait intéressantes, mais il s'agirait aujourd'hui spécifiquement d'encourager les fonds de capital-risque à devenir pan-européens, à la fois en termes d'origine des investisseurs et de déploiement des capitaux. L'intervention publique, par exemple via la Banque européenne d'investissement, pourrait être conditionnée à une diversification européenne des fonds.

Vincent Bignon : La quatrième proposition de la Banque de France, mais non la moindre, pour relancer l'union des marchés de capitaux, s'appuie sur l'innovation technologique. C'est ce que vous disiez au début sur la question du post-marché. Pouvez-vous nous expliquer ce que vous cherchez à faire dans cette quatrième proposition ?

Agnès Bénassy-Quéré : Bien sûr, nous partons d'un constat simple, mais souvent méconnu : une levée de fonds pour une entreprise ne se fait pas d'un claquement de doigts. Au contraire, quand une entreprise fait des levées de fonds sur les marchés, qu'il s'agisse d'émissions d'actions ou d'obligations, puis quand ces titres sont échangés sur les marchés, et enfin quand ils sont remboursés pour ce qui est des obligations, différents intermédiaires financiers vont rentrer en jeu. Les plateformes de négociation, les chambres de compensation, les dépositaires centraux de titres, donc les notaires, et les systèmes de paiement bien sûr et de règlement. Ces institutions sont souvent différentes selon les pays, les cadres réglementaires varient eux aussi et les types de titres financiers également. Donc on a un circuit de titres financiers qui n'est pas le même selon les pays et également selon la taille des entreprises. »

Vincent Bignon : Concrètement, c'est quoi les conséquences pour les entreprises ?

Agnès Bénassy-Quéré : Pour les petites entreprises, les opérations sont beaucoup plus complexes puisque le règlement des titres se fait en monnaie commerciale par des virements d'une banque à une autre banque. Le cycle de vie du titre est beaucoup plus complexe : ces titres ne sont pas déposés chez les dépositaires centraux, ça ne se passe pas sur la plateforme T2S, mais de manière séquentielle avec les différents intermédiaires, ce qui engendre des coûts d'émission élevés et agit comme une vraie barrière à l'émission, comme on peut le lire dans le rapport Noyer d'avril 2024. Les coûts opérationnels d'émissions sont trop élevés et les PME ne peuvent pas émettre pour cette raison.

Vincent Bignon : Ce serait donc important de baisser les coûts d'émission des titres pour les plus petites entreprises ou pour les entreprises de taille intermédiaire. La Banque de France propose un registre unifié, ce qui immédiatement fait penser à la question de la blockchain ou des tokens. Pourquoi est-ce que cela aiderait à baisser les coûts ?

Agnès Bénassy-Quéré : Il faut peut-être préciser ce qu'est un token ou un jeton. Le jeton, c'est la représentation numérique et authentique de l'actif considéré, qui peut être une obligation, une action échangée sur un marché. Pourquoi est-ce que la tokenisation pourrait abaisser les coûts tout en assurant la sécurité des transactions ? Parce que cette technologie permet des transactions instantanées et irréversibles. Cela réduit les délais et les risques de marché. Par exemple, le délai sur un marché financier, c'est embêtant parce que ça introduit des risques sur la valeur des titres entre les deux dates, puisque les valeurs fluctuent. Ça peut

être les fluctuations de change ou les fluctuations de taux d'intérêt qui modifient la valeur des titres. En abaissant les délais, on réduit les risques de marché. Et ça réduit également les risques opérationnels, les risques d'erreur dans la chaîne des intervenants. Cela abaisse du même coup les coûts de vérification et de contrôle des transactions. Il n'y a pas besoin de faire les vérifications à chaque stade de la chaîne d'échange. Les transactions sont enregistrées de manière immuable et transparente pour tous les acteurs du marché. C'est un registre distribué et qui permet à tous les acteurs du marché d'avoir accès aux informations à tout moment.

Vincent Bignon : On sait en économie que la transparence est une condition importante du fonctionnement des échanges, des échanges du quotidien, mais aussi des échanges financiers. Qu'est-ce que la blockchain offrirait particulièrement dans ce cas concret ?

Agnès Bénassy-Quéré : Pour les investisseurs, c'est très intéressant dans la mesure où, par exemple, s'ils souscrivent à des titres qui sont liés à des indicateurs de performance, comme ça peut être le cas avec des critères sociaux ou des critères environnementaux, la transparence est essentielle et la blockchain va permettre de suivre ces indicateurs en temps réel. Ça permettrait aussi, par exemple, à un gestionnaire d'actifs financiers de connaître la composition de son passif de son fonds, qui a investi, quand, combien, et notamment pour pouvoir anticiper mieux les chocs de liquidités quand des gens veulent retirer leurs investissements.

Vincent Bignon : Pour les entreprises ?

Agnès Bénassy-Quéré : Du côté des entreprises, par exemple les entreprises de taille intermédiaire, pourraient, grâce à ce registre unifié, connaître en temps réel l'identité de leurs actionnaires pour un très faible coût. Aujourd'hui c'est possible, mais c'est très compliqué. En supplément, la blockchain permet aussi d'envisager des titres tokenisés associés à des contrats intelligents, ce qu'on appelle des smart contracts, qui sont en fait des programmes informatiques auto-exécutables en suivant des conditions contractuelles sans intermédiaire. Cela permet par exemple l'automatisation des paiements, les paiements pour les obligations, les dividendes ou les transferts de titres. Mais aussi, la smart contract, le contrat intelligent, permet d'embarquer des différentes législations de l'Union européenne. Donc, avant même l'uniformisation de ces législations, on peut introduire dans les smart contracts les spécificités nationales qui permettent d'encadrer la réalisation des contrats.

Vincent Bignon : Et ça fluidifie les échanges, en fait ?

Agnès Bénassy-Quéré : Et ça les sécurise et ça les rend plus transparents.

Vincent Bignon : Donc ça contribue à l'union des marchés de capitaux entre les pays européens. Mais en quoi consiste la proposition de registre unifié ?

Agnès Bénassy-Quéré : L'idée du registre unifié, c'est de surmonter la fragmentation persistante des marchés financiers européens en s'appuyant sur la technologie blockchain. Chaque entité financière spécialisée, la chambre de compensation, la banque centrale, le

dépositaire central, resterait responsable de sa tâche, mais la chaîne d'opération serait mise en œuvre de manière rapide et sécurisée. Le registre unifié permettrait d'accueillir tout type d'actifs tokenisés dans le cadre d'une gouvernance unique, soutenue par l'Eurosystème et donc par la monnaie banque centrale, qui elle-même serait tokenisée. L'idée de ce registre distribué, c'est de surmonter la fragmentation persistante des marchés financiers européens. Cette fragmentation peut également augmenter avec l'innovation : On voit le développement de plateformes d'échange privées qui ne sont pas interopérables, donc qui pourraient au contraire accentuer la fragmentation. L'idée, c'est de récupérer cette innovation technologique en la mettant dans un cadre européen unifié qui répliquerait d'une certaine manière, dans l'univers de la blockchain, ce qu'on connaît aujourd'hui avec un système financier qui est hiérarchisé, avec la banque centrale qui réalise les paiements de gros entre les banques, et puis les banques commerciales qui elles ont leurs clients qui sont non bancaires. Donc de transposer dans l'univers de la blockchain, ce système pyramidal qui est résilient et qui empêche justement cette fragmentation monétaire cette fois-ci, puisque au sommet de tout ça, il y a la monnaie banque centrale qui unifie l'ensemble du système de paiement.

Vincent Bignon : Merci, c'est très intéressant. S'il fallait un mot pour conclure, pouvez-vous nous résumer pourquoi une meilleure intégration des marchés de capitaux serait bonne pour les Européens et pour la planète ?

Agnès Bénassy-Quéré : Si on récapitule, l'Europe fait face à des besoins d'investissement très importants. Elle a, comme richesse, une épargne importante. Cette épargne n'est pas actuellement bien utilisée. Elle est trop nationale, elle n'est pas assez long terme et elle est trop coûteuse pour les investisseurs. Donc l'idée, c'est permettre d'augmenter l'investissement dans la transition écologique en Europe avec moins de coûts pour les entreprises, une plus grande opportunité d'investissement pour les épargnants qui vont pouvoir diversifier leur épargne et avoir un rendement plus élevé pour un risque identique. Et faire cela, ça suppose un certain nombre d'ajustements du marché européen des capitaux. On a parlé de quatre initiatives qui nous paraissent, à nous, Banque de France, tout à fait clés. Il ne faut pas perdre de vue néanmoins que pour augmenter l'investissement dans la transition écologique, ce qui est important, c'est que les investissements soient rentables. C'est une chose d'abaisser le coût de financement, mais c'est encore plus important d'augmenter le rendement de l'investissement lui-même en termes de valeur actuelle nette pour les investisseurs, les entrepreneurs. Et ce qui suppose des politiques de transition écologique. Donc, le marché financier va accompagner la transition, mais ne peut en aucun cas se substituer. Ce qui est absolument clé, c'est ce qu'on connaît, la tarification carbone, les réglementations qui permettent aux entreprises de présenter à leurs banques et donc au marché financier par extension, des projets d'investissement rentables.

Vincent Bignon : L'Union pour l'épargne et l'investissement ne peut donc pas se substituer à une politique publique autre, mais elle peut l'accompagner, elle peut la dynamiser.

Agnès Bénassy-Quéré : Voilà, elle peut la faciliter mais pas s'y substituer.

Vincent Bignon : Merci Agnès.

Agnès Bénassy-Quéré : Merci Vincent !

Voix off : Merci à celles et ceux qui nous ont aidés à préparer cet épisode. Si vous l'avez aimé, n'hésitez pas à vous abonner à Dialogue &co, à laisser des commentaires et des étoiles. À bientôt pour une prochaine conversation économique avec les experts de la Banque de France.