



Financement de l'économie

UMC : CINQ PROPOSITIONS POUR DES MARCHÉS PLUS EFFICIENTS



Arnaud Eard

Directeur des Affaires
européennes et internationales

Association française des
marchés financiers (AMAFI)

L'AMAFI formule cinq propositions de réformes essentielles au développement des marchés de capitaux européen.

Présentée en septembre 2015¹ comme l'une des mesures phares de la Commission Juncker et initialement pilotée par le Commissaire britannique Lord Jonathan Hill, l'Union des marchés de capitaux (UMC) avait pour objectif principal de créer un système financier européen intégré, avec le Royaume-Uni en son centre. Il s'agissait de réaliser le pendant de l'Union bancaire pour les marchés de capitaux, sans cependant chercher à créer l'équivalent du Mécanisme de supervision unique pour les marchés financiers européens, mais plutôt de les rendre plus profonds, plus efficaces.

Alors que la présidence Juncker touche à sa fin, force est de constater que pour les professionnels du secteur, cet objectif est pour le moment loin d'être atteint, alors même que les défis de financement auxquels fait face l'Union européenne (UE) nécessitent plus que jamais des marchés financiers plus efficaces et plus autonomes. Sans compter, bien entendu, la nouvelle donne créée par le Brexit.

1. DG FISMA, *Plan d'action pour la mise en place d'une Union des marchés de capitaux*, septembre 2015.

TROIS GRANDS DÉFIS DE FINANCEMENT POUR L'UE-27

La lutte contre le changement climatique est le premier défi d'envergure. Rappelons que la Commission européenne estime que l'UE présente un déficit d'investissement de 180 milliards d'euros pour atteindre ses objectifs en matière de climat et d'énergie d'ici 2030². L'adaptation des structures sociales au vieillissement de la population est également un challenge de taille puisque la Banque centrale européenne prévoit que les coûts associés vont passer de 26 % du PIB en 2016 à 28,2 % du PIB en 2040 au sein de la seule zone euro³. Autre grand défi : l'adaptation à la digitalisation de l'économie et le financement de la quatrième révolution industrielle. Dans ce domaine l'Europe se doit de rattraper son retard pour pouvoir prétendre jouer un rôle de puissance significative dans l'économie de demain. Pour mémoire, sur les 372 licornes recensées à travers le monde mi-juillet 2019, 182 étaient américaines, 94 chinoises et seulement 45 européennes, dont 21 britanniques⁴.

La place de l'UE-27 sur la scène internationale sera conditionnée à sa capacité à surmonter ces défis et donc à maintenir sa souveraineté en matière de finan-

2. DG FISMA, *Plan d'action pour une économie plus verte et plus propre*, mars 2018.

3. BCE, *Rapport 2018 sur le vieillissement de la population*.

4. Philippe Tibi, rapport « Financer la quatrième révolution industrielle, lever le verrou du financement des entreprises technologiques », juillet 2019.

cement. Comment en effet accepter de dépendre de ressources financières provenant des États-Unis ou d'Asie alors qu'une telle dépendance n'est pas sans risque, comme l'a illustré lors de la crise de 2011 le mouvement important de retrait par les banques américaines des ressources qu'elles consacraient au financement de l'économie européenne?

LE BREXIT BOULEVERSE LA DONNE

On ne peut par ailleurs ignorer que l'UMC a été pensée autour d'un centre financier, la City, qui très bientôt sera off-shore pour l'Union et que le secteur financier britannique est le plus important d'Europe. Il représente en effet presque un quart de la valeur ajoutée brute produite par les services financiers européens et exporte un peu moins de 33 milliards d'euros de services financiers vers l'UE-27⁵.

Dans ce contexte, il semble crucial de mener une réflexion d'ensemble sur les marchés dont l'UE-27 a besoin pour le financement de son économie – d'autant plus que la transposition des accords de Bâle IV réduit considérablement la capacité de financement des banques européennes. Le Comité de Bâle lui-même estime ainsi que la mise en œuvre de sa réforme va conduire à une augmentation de 17-18 % en moyenne du coût en capital pour les banques européennes, alors qu'elle sera neutre pour les banques américaines⁶.

Le sujet du financement de l'économie est un enjeu majeur comme en témoignent les travaux menés par plusieurs États membres dans le cadre du Next CMU High-Level Group⁷ présidé par Fabrice Demarigny et ceux à venir du High Level Forum on Capital Markets Union⁸ de la Commission européenne. Les associations professionnelles ne sont pas en reste non plus à l'image de la récente initiative Markets4Europe⁹.

L'AMAFI souhaite apporter sa contribution aux réflexions en cours, comme elle l'a fait depuis les prémisses de l'UMC. Pour cela, elle a choisi de s'appuyer sur le Centre for European Policy Studies (CEPS) dont la richesse de la base de données statistiques et l'expertise analytique contribueront à mettre en perspective ses propositions de réformes dans un rapport qui sera rendu public au tout début 2020. Cependant, il est d'ores et déjà possible de dégager les axes forts autour desquels s'articuleront ces propositions. Elles s'appuieront en partie sur l'analyse des réformes qui ont été menées aux États-Unis dès la fin des années 1970. Examinons de plus près l'exemple américain.



Autre grand défi : la révolution digitale et le financement de la quatrième révolution industrielle. Dans ce domaine, l'Europe se doit de rattraper son retard pour pouvoir prétendre jouer un rôle de puissance significative dans l'économie de demain.



L'EXEMPLE AMÉRICAIN : LA TRANSITION D'UN MODÈLE BANCAIRE VERS UN MODÈLE DE MARCHÉ

Le modèle américain de financement de l'économie est souvent considéré comme celui dans lequel les marchés financiers sont le plus efficacement mis à contribution. Cela n'a pas toujours été le cas : ainsi, dans les années 1970, le bilan des banques accueillait près de la moitié (45 %) des actifs du secteur financier américain – proche des 47 % représentés actuellement par le secteur bancaire au sein de l'UE¹⁰.

Une analyse de la transition américaine du modèle de financement bancaire vers un modèle de financement par les marchés met ainsi en évidence qu'elle s'est appuyée sur cinq principaux piliers :

- un cadre légal, réglementaire et fiscal unifié où la profondeur du marché des bons du Trésor américain – actif sans risque unique et liquide – et le rôle international du dollar ont joué un rôle central ;
- la suppression des barrières entre états qui interdisaient tout mouvement de consolidation bancaire d'ampleur, et la libéralisation des activités dans lesquelles les banques pouvaient intervenir, qui ensemble ont contribué au développement de champions mondiaux dans le domaine de la banque d'investissement ;
- une intervention publique ciblée dans certains domaines où les initiatives privées seules n'apparaissaient pas en mesure de répondre aux enjeux (e.g. Fannie Mae et Freddie Mac pour le marché de la titrisation ou encore le Small Business Administration pour garantir l'accès des PME aux emprunts bancaires) ;
- la profondeur du marché de la titrisation permettant aux banques de libérer et de fluidifier une part importante de leurs capacités bilancielle ;
- la cohérence de l'écosystème des fonds de pension, contributeurs significatifs au développement des mar-

5. Source : CEPS/ECMI données.

6. BCBS *Basel 3 monitoring report*, mars 2019.

7. The Next CMU High-Level Group, *Savings and Sustainable Investment Union*.

8. DG FISMA, *High Level Forum on Capital Markets Union*.

9. *Markets4Europe Roadmap*, octobre 2019.

10. ECB, Federal Reserve System.



chés financiers américains et fournisseurs clés de financements à long terme pour les entreprises.

Bien sûr, ces réformes ne peuvent être transposées en l'état, ni à l'identique, en Europe. Ne serait-ce tout simplement parce que l'Union n'étant pas une fédération, elle ne dispose pas des mêmes leviers d'action. Pour

lisation des dettes souveraines pourrait s'appuyer sur la titrisation de pools paneuropéens de prêts hypothécaires sélectionnés par une agence paneuropéenne.

2. Développer le rôle des fonds de pension : ces fonds de pension, qui compléteraient les systèmes de retraite par répartition dans les États qui ont fait ce choix, permettraient de s'assurer de leurs performances en dépit du vieillissement des populations européennes, tout en garantissant l'acheminement du capital vers des projets long terme et risqués nécessitant des investisseurs patients. Leur développement contribuerait en outre à assurer une plus grande implication des ménages européens sur les marchés financiers, mais dans des conditions de risque maîtrisées. Si le développement d'un tel écosystème est étroitement lié à la stratégie fiscale de chaque État membre, il n'en reste pas moins que l'échelon européen doit jouer un rôle de facilitateur dans l'émergence de solutions, au-delà de l'initiative du PEPP.

3. Envisager une intervention publique dans certains domaines : cela sous-entend la nécessité d'une révision des modalités du partage public des risques à l'échelle européenne. Sans mésestimer les obstacles en la matière, l'exemple américain indique que cette intervention publique est indispensable, et doit se concevoir sur le long terme, avec en ligne de mire l'efficacité en matière de financement de l'économie plutôt qu'une réponse *ad hoc* à des situations de crise.

4. Faciliter la mise en œuvre d'un véritable marché européen de la titrisation : le Règlement STS est loin de produire les résultats escomptés. Le futur régime devra être moins contraignant en matière d'exigence prudentielle, et considérer malgré les difficultés à surmonter la création d'une agence européenne pouvant jouer un rôle équivalent à Fannie Mae & Freddie Mac.

5. Maintenir l'accès aux pools de liquidité internationaux : le développement du rôle des marchés financiers dans le financement de l'économie européenne suppose de trouver le bon équilibre en la recherche d'une certaine autonomie et l'ouverture aux flux internationaux. En particulier, l'accès des établissements localisés au sein de l'Union au marché interbancaire mondial sera critique pour assurer leur capacité à continuer d'offrir la même qualité de services à leurs clients.

Ces réformes sont certes ambitieuses ; elles n'en sont pas moins absolument indispensables pour permettre à l'Union de faire face aux défis colossaux auxquels elle doit faire face. ●

Il paraît désormais indispensable, pour assurer le développement et l'intégration des marchés financiers européens, d'adopter des réformes structurelles ambitieuses, associées à une vision de long terme.

autant, elles peuvent et doivent servir de pistes permettant de donner un cadre aux solutions à rechercher.

QUELLES RÉFORMES POUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE L'UE-27 ?

Alors que diverses initiatives ont déjà été engagées lors de la mandature qui s'achève, ciblées sur des sujets importants mais avec des ambitions limitées (réforme STS de la titrisation, initiative PEPP, etc.), il paraît désormais indispensable, pour assurer le développement et l'intégration des marchés financiers européens, d'adopter des réformes structurelles et ambitieuses, associées à une vision de long terme, allant au-delà des cinq années de la mandature de la nouvelle Commission européenne. L'un des objectifs centraux doit être de rendre les acteurs européens des marchés financiers suffisamment compétitifs, pour que ces derniers soient en mesure de contribuer efficacement au financement de l'économie de l'Union. Parmi les propositions de réformes qui seront présentées dans le rapport, cinq apparaissent essentielles.

1. Créer un *safe asset* européen : outre son rôle d'étalon dans la valorisation des actifs, un tel *safe asset* jouerait un rôle de stabilisateur, notamment en réduisant le lien entre le risque souverain de chaque État membre et son secteur bancaire. Il servirait de garantie, facilitant les transactions transfrontalières et assurerait une meilleure répartition des risques. Il contribuerait également à développer le rôle international de l'euro. Pour générer un tel actif de référence, une alternative à la mutua-