

## Séminaire Confrontations Europe

Paris, jeudi 27 juin 2019

### Réflexions sur l'Union des Marchés de Capitaux

Il y a deux niveaux d'analyse :

- ✓ Celui des bases économiques d'un marché efficient des capitaux ;
- ✓ Celui de la supervision.

#### I – Les fondements économiques d'un puissant marché de capitaux.

L'idée centrale est que les marchés financiers ont été créés pour lever des fonds pour financer la création et le développement d'entreprises (et accessoirement les déficits publics).

##### 1) L'importance des Bourses est très diverse. Les USA dominent le tableau.

USA (62 Mds \$), soit :	50% de la capitalisation mondiale
LSE (UK)	12%
EUROPE (zone Euro)	10%
JAPON	12%

Les Sociétés US représentent 11 des 15 plus grosses capitalisations d'entreprises mondiales (Apple 500 Mds \$, Exxon 460 Mds, Facebook, Amazon, Google, ...).

Les infrastructures boursières US sont 3 fois plus importantes (en capitalisation) que leurs homologues en Europe (60 Mds \$ contre 20).

##### 2) Fondamentalement, les USA recourent, pour financer leur économie, aux marchés financiers à hauteur des ¾ des besoins (¼ par les banques).

En Europe le rapport est inverse :

¾ banques

¼ marchés financiers

### 3) Quelles sont les raisons sous-jacentes de cette prééminence des marchés financiers US ?

Outre le fait que les Etats-Unis soient une grande économie, réactive, efficiente et qu'ils soient la première puissance mondiale, il existe aux US un « capitalisme anglo-saxon » qui favorise l'enrichissement personnel et le goût du risque, ce qui n'est pas le cas de l'Europe.

Bien que la zone Euro ait un important excédent d'épargne (alors que les US ont, au contraire, un déficit d'épargne sur investissement), les entreprises européennes n'en profitent pas. Les surplus d'épargne européens n'irriguent pas les pays du « Sud », mais sont placés hors zone Euro (notamment en Asie). C'est un paradoxe fondamental : « Les excédents d'épargne de la zone ne contribuent pas à l'investissement en Europe ».

De fait, l'épargne européenne est constituée majoritairement :

- d'actifs monétaires (comptes bancaires, livrets, ...),
- et d'obligations,

et non d'actions.

D'où la nécessité, pour les entreprises européennes, de se financer en « equity » auprès du « reste du monde » (ce qui explique les nombreuses prises de participation d'entreprises et de fonds d'investissement étrangers US, Chinois, ... dans nos entreprises).

Tant que des investisseurs puissants en actions (comme des fonds de pension ou des systèmes de retraites complémentaires au régime de répartition) n'apparaîtront pas dans la zone Euro, on continuera de voir les fleurons de l'industrie européenne passer dans les mains étrangères (BlackRock est un détenteur important du CAC 40 ...).

Ainsi, le stock des actifs financiers détenus par les investisseurs européens sont-ils essentiellement détenus sous forme :

	<i>Zone EURO</i>
- d'obligations qui représentent	40% du PIB
- alors que les actions détenues représentent seulement	15% du PIB
- et les monétaires et liquidités représentent	40% du PIB

A cet égard, la structure de portefeuille des Sociétés d'assurance européennes est significative :

Obligations	38%
Parts d'OPCVM	33%
Actions cotées	5%
Actions non cotées	5%
Divers	10%

→ un renforcement de la part actions serait essentiel pour financer l'innovation en Europe. Mais cela nécessiterait un changement de réglementation : Solvency 2 (particularité européenne) décourage les compagnies d'assurance de détenir des actions.

D'une manière plus générale, l'avantage fiscal va à la dette (déduction des intérêts payés) et non aux actions.

L'absence de fonds de pension est au cœur du problème :

*En Europe :*

Partie publique des retraites	10% du PIB
Partie privée des retraites	0,8% du PIB

Alors qu'aux US la part privée est d'importance. Avec plus de 20 000 Milliards \$ d'actifs, les fonds de pension US sont les principaux investisseurs sur les marchés financiers (avant les sociétés d'assurance et les fonds mutuels)<sup>1</sup>.

4) La faiblesse des gains de productivité en Europe par rapport aux USA est un élément important de la comparaison US-Europe.

Les gains de productivité ont sensiblement augmenté aux USA alors qu'ils ont quasiment disparu en zone Euro (ceci est cohérent avec l'écart de modernisation des entreprises et de l'innovation entre les deux zones).

Le fait que l'Etat soit moins lourd qu'en Europe (dépenses publiques : 38% du PIB US contre 49% en Europe et 56% en France) favorise l'activité individuelle.

Ces phénomènes attirent les capitaux vers les USA et expliquent en partie l'écart de la valorisation des actions européennes.

Le fait que la croissance potentielle soit plus forte aux USA qu'en zone Euro explique aussi l'écart des taux d'intérêt (250 points de base de plus aux USA).

Tout ceci s'accompagne d'une relativement faible valorisation des entreprises Euro par rapport à leurs homologues américaines.

---

<sup>1</sup> Actifs des fonds de pension en % du PIB :

Royaume-Uni	95%
Pays-Bas	180%
Suisse	126%
USA	79%
Allemagne	6%
France	0,5%

5) Les banques - intermédiaires essentiels de tout marché financier - sont plus rentables et plus capitalisées aux US qu'en Europe.

JPM	320 Mds \$	capitalisation boursière	
Bank America	250 Mds \$	”	”
City	140 Mds \$	”	”

Contre 30 à 60 Mds \$ pour des grandes banques européennes comme Santander, BNPP/UBS, Intesa, BBVA.

Cela explique, pour une part, la puissance du marché financier US.

Il faudrait donc se poser la question de la rentabilité des banques Européennes, qui est largement influencée par les taux d'intérêt et les dispositifs réglementaires (sans même parler des organes de titrisation US - Fanny Mae, Freddy Mac - qui déchargent les banques US d'une part essentielle de leur bilan)<sup>2</sup>.

6) L'hétérogénéité des marchés financiers européens (19 systèmes différents) ajoute son influence à cette analyse.

Mais ce serait une erreur de voir dans ces différences l'essentiel du problème.

## II – L'appareil réglementaire.

On aurait pu imaginer que l'Europe unifie sa réglementation et sa surveillance en matière de marchés financiers (comme elle l'a fait avec le SSM pour les banques). Nous aurions eu, ainsi, une « SEC européenne ».

Cependant, pour des raisons diverses mais bien ancrées (désir de protéger, par des réglementations nationales, le « retail » et les consommateurs-investisseurs ...), on a préféré conserver les réglementations propres aux différents Etats-membres<sup>3</sup>.

L'accent a donc été mis sur :

- L'unicité de la réglementation générale (« common rule book ») ;
- et l'harmonisation des mises en œuvre nationales de cette règle commune.

---

<sup>2</sup> Les parts de marché en Europe des banques d'investissement US sont égales (50%) à celles des banques européennes.

<sup>3</sup> Il est à souligner que les UCITS sont un grand succès européen et que les directives MIFID ont abouti à une meilleure protection des investisseurs.

C'est dans cet esprit que les ESAs (European Surveillance Authorities) ont été créées sous l'inspiration du Rapport de 2009 sur la surveillance financière en Europe.

A cet égard, l'ESMA, chargée des marchés des capitaux, a accompli un remarquable travail :

- en établissant, dans le détail, les textes d'application du « common rule book » ;
- en s'efforçant d'harmoniser l'application de ces règles par les différents Etats-membres.

Mais il demeure que si l'on veut vraiment développer une Union Européenne des Marchés de Capitaux (CMU), il faudrait renforcer les ESAs. Or l'exercice qui vient de s'achever sur la négociation d'un renforcement des ESA's a été décevant :

- la négociation n'a pas abouti à changer en substance la situation actuelle (en particulier, la proposition tendant à renforcer l'«exécutif» des ESA's par le recrutement de quelques experts de haute compétence technique, a été rejetée). Or il semble, pourtant, que le temps est venu de « rebalancer » un peu les compétences en faveur des instances européennes ;
- cette attitude – dominée par le nationalisme et le repli sur la compétence des autorités nationales – est en contraste avec les déclarations politiques d'ordre général favorables à l'Union des Marchés de Capitaux. Ceux qui prônent le plus l'UMC, sont ceux qui ne souhaitent pas renforcer les seules structures susceptibles d'y parvenir ...

Mais ne nous appesantissons pas sur ces contradictions et ces hypocrisies.

L'essentiel est de repartir d'un bon pied.

A cet égard, je suggérerais les lignes d'action suivantes :

- permettre à l'ESMA d'assurer concrètement une meilleure harmonisation de la mise en œuvre des règles communes. Personne ne conteste cet objectif. Encore faudrait-il que l'ESMA puisse conduire directement des investigations pour s'assurer que les règles sont respectées.

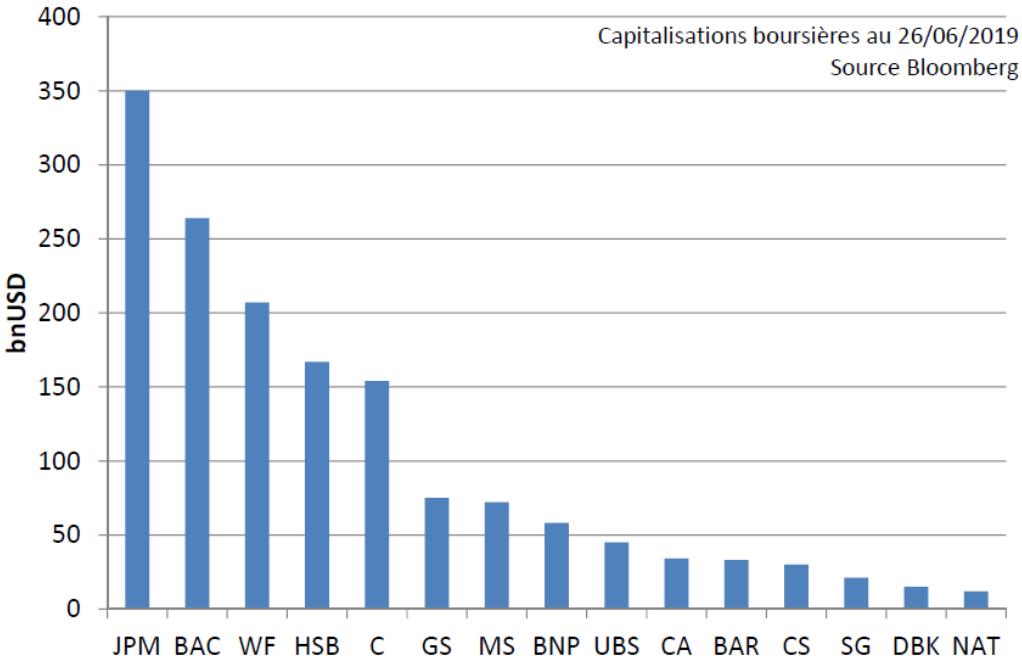
C'est le minimum. Comment faire fonctionner le système si le gendarme n'a pas l'autorité d'arrêter les conducteurs en excès de vitesse ? Il faudrait que l'ESMA – avec les Etats membres – puisse définir le « cadrage » des contrôles ;

- centrer le rôle de l'ESMA sur les transactions de gros et laisser les opérations de détail aux autorités nationales ;
- Attribuer au niveau de l'ESMA ce qui ne peut se faire au niveau national : en particulier, il paraît évident que la supervision des CCPs (Central Counterparty Clearing House) doit être du ressort de l'ESMA ;
- enfin, le Brexit ouvre de nouveaux et importants défis. Alors que le marché financier le plus important de l'Europe s'apprête à quitter l'Union, il est essentiel :
  - ✓ que le « nouveau » système réglementaire en Europe soit cohérent, et n'ouvre pas la porte à des concurrences déloyales et à des arbitrages réglementaires ;
  - ✓ d'assurer le rôle de l'ESMA en tant que plateforme de collaboration entre Londres et l'Union ; ce rôle sera, à cet égard, fondamental pour l'avenir ;
  - ✓ d'accroître les pouvoirs de l'ESMA en ce qui concerne la surveillance des pays tiers (l'ESMA devra être en charge du contrôle du régime des équivalences).

*Jacques de Larosière*

**ANNEXE 1**

**EUROPE VS. US - BANQUES**



\*  
\* \*