

## Création d'une « Union des Marchés de Capitaux » au sein de l'UE.

Une initiative ambitieuse mais imparfaitement conçue !

Qu'un marché des capitaux performant soit un facteur clef pour la croissance, l'emploi et la mise en œuvre de la politique économique en général, qui le nierait ? Que l'UE souffre d'une conjoncture morose, d'un chômage record et de politiques économiques insuffisamment coordonnées, qui le contesterait ? L'initiative ambitieuse de la Commission de créer une Union des Marchés de Capitaux (« UMC ») paraît, par conséquent, totalement justifiée.

Pourtant la ligne directrice, telle que décrite dans le Livre Vert (« LV ») et le questionnaire qui s'y rapporte, font preuve d'une piètre compréhension du rôle et du fonctionnement des marchés de capitaux. Cela pourrait engendrer des résultats décevants – sinon marginaux – retardant d'autant la mise en œuvre et l'efficacité des réformes pourtant si nécessaires.

Le problème essentiel concerne le périmètre retenu pour l'UMC. Le choix de son extension - dès l'origine - aux 28 Pays Membres semble avoir été pris sur des bases purement politiques et idéologiques. S'atteler de front à remédier aux faiblesses de 28 marchés, aux caractéristiques fortement différenciées, nécessitera des compromis empêchant l'optimisation des éléments qui constituent le socle du développement de l'UMC. On peut aussi suspecter qu'il y avait un profond et compréhensible désir d'assurer la participation de la Grande-Bretagne, à la fois pour bénéficier de son leadership et de ses compétences en la matière mais aussi pour renforcer ses liens avec l'UE.

En effet, la **taille** est un aspect clef du bon fonctionnement des marchés, élément que le LV prend en compte lorsqu'il fonde son analyse – sinon ses objectifs – sur une comparaison avec les marchés de capitaux américains. Ceci est le cas lorsqu'il traite des caractéristiques de liquidités, de sources multiples de financement, de la diversité d'instruments à la disposition des investisseurs et emprunteurs ; ce l'est encore lorsqu'il s'agit de remédier au manque d'harmonisation en matière de taxation ou de faillites où la taille des marchés accessibles sera un facteur

important pour surmonter les obstacles aux investissements transfrontaliers.

Un accroissement de la taille globale des marchés de capitaux – à ne pas confondre avec un réalignement de l'importance relative des instruments de financement (par exemple la substitution de prêts bancaires par des émissions de titres) peut provenir essentiellement de trois sources : la croissance de l'économie, un accroissement de l'effet de levier applicable à différents produits financiers (prêts bancaires, hypothèques, prêts sur nantissement, produits dérivés, etc.), ou l'attraction de capitaux étrangers.

Dans l'immédiat, même si le taux de croissance tendait vers sa moyenne historique, cela ne déboucherait pas sur une augmentation importante de la taille globale des marchés.

Leur croissance, due à l'effet de levier, est tout aussi improbable étant donné les mesures décidées par le G20 en matière de renforcement de la stabilité financière qui incluent un objectif de réduction de l'effet de levier par un processus de désendettement du secteur tant public que privé toujours en cours.

Quant à encourager les investissements étrangers, il faut l'envisager sous deux aspects :

Le premier concerne la nécessité de prendre en compte le **principe de réciprocité**, c'est-à-dire qu'encourager l'investissement étranger est un processus à double sens. La libre circulation des capitaux doit être organisée de telle façon que le cadre réglementaire, qui s'applique aux investisseurs, emprunteurs ou intermédiaires, impose une équivalence entre les obligations et la protection de tous les participants. Alors que l'« harmonisation » réglementaire (telle que pratiquée aux Etats-Unis) est aussi nécessaire au sein de l'UE et constitue un des objectifs clefs de l'UMC, une « équivalence » entre les deux systèmes est également souhaitable pour attirer un flux de capitaux réciproque. Il est clair que la surface et la profondeur des marchés américains ainsi que leur réglementation « fédérale » ont été un aimant puissant pour attirer les investissements étrangers ; cela a largement contribué à accroître la taille et la liquidité de leurs marchés

domestiques tout en offrant aux investisseurs et emprunteurs des possibilités attrayantes de diversification des risques.

Un deuxième facteur – vraisemblablement le plus important – a été totalement ignoré dans le LV : il s'agit du « **risque de change** ». C'est un facteur clef dans l'évaluation des choix d'investissement et un élément important dans la conception d'une UMC performante. S'efforcer de fondre au sein d'une seule et même « Union » les marchés de capitaux d'entités aussi disparates que l'Eurozone, la Grande-Bretagne et la Lituanie, chacune dotée d'une « souveraineté monétaire » indépendante, est une recette propre à générer des inefficacités, dans le meilleur des cas, et s'exposer à l'échec au pire.

Alors que les investissements transfrontaliers sont motivés principalement par la perspective de plus-values en capital ou de rendements plus élevés, le potentiel pour un gain de change (ou le risque de dévaluation) est un élément important de la décision. La valeur de titres obligataires est directement affectée par les fluctuations de change; diversifier le risque de change au travers des marchés obligataires peut, par conséquent, constituer un objectif en soi, soit comme un mécanisme de protection (hedge) soit comme une position spéculative. Les investissements en actions, matières premières ou en immobilier sont, par contre, dotés d'un mécanisme intégré d'ajustement qui les rend moins vulnérables aux fluctuations de change dans la durée.

La liquidité des marchés de change sous-jacents aux « paires » de devises (avec leurs marchés à terme et d'options) joue un rôle important dans la capacité d'attirer des investisseurs vers un marché obligataire donné. Au sein de l'UE, seuls les marchés obligataires libellés en € et en £ sont de taille suffisante pour concurrencer leurs rivaux américains, Japonais ou Chinois.

Malgré l'intention de l'UMC de lutter contre la « **fragmentation** » des marchés par une harmonisation de leur cadre réglementaire et opérationnel, celle-ci demeure très largement corrélée à la problématique des risques de change. Le Président Draghi a beau exprimer sa satisfaction de voir reculer la fragmentation du marché bancaire de l'Eurozone, il n'en reste pas moins vrai que de sérieux obstacles aux

prêts bancaires transfrontaliers subsisteront tant que prévaudront la préférence nationale et la recherche d'un équilibre entre les risques actifs et passifs vis-à-vis des économies de l'UEM. Aussi longtemps que les doutes sur la pérennité de l'€ n'auront pas été levés, la fragmentation des marchés bancaires et des capitaux au sein de l'Eurozone perdurera, influençant significativement les décisions d'opérateurs tant au sein qu'à l'extérieur de l'UE.

## Conclusions

Une première conclusion s'impose : l'initiative d'UMC, qui, est un pilier du programme de la Commission Juncker, doit être recentrée. Spécifiquement, ***sa structure devrait s'inspirer de celle de l' « Union Bancaire » en la rendant obligatoire pour tous les membres de l'UEM et ouverte aux autres Pays Membres de l'UE sur base volontaire.***

Cette approche se justifie par l'importance et le potentiel du marché des capitaux de l'Eurozone par rapport à ceux des autres Pays Membres à l'exception du Royaume-Uni. La participation de la Grande-Bretagne est par conséquent très souhaitable, de façon à faire profiter l'ensemble des participants de son leadership – y compris en matière de marché des changes – de son expertise technique et réglementaire, de son infrastructure performante ainsi que de ses vastes ressources humaines ; en échange, il sied de lui assurer la reconnaissance légitime des intérêts de la place de Londres et le renforcement de sa position en tant que principale place financière du faisceau horaire européen. L'UMC doit viser à amarrer davantage la Grande-Bretagne à l'UE, plus que ne le ferait un accord moins contraignant destiné à satisfaire (protéger) les intérêts divergents de 28 pays.

Cette procédure serait tout à fait conforme aux prescrits du Traité qui oblige les Pays Membres à faire converger leurs économies en vue de rallier l'UEM. Les deux pays – le Royaume-Uni et le Danemark – qui bénéficient d'une dérogation, devraient se joindre sur base volontaire, le premier parce qu'il en serait un des principaux bénéficiaires, le second parce que son régime de change lié à l'€ l'aligne déjà sur l'Eurozone.

Une deuxième conclusion essentielle, déjà partiellement implicite au LV, concerne la nécessité de promulguer des nouvelles - ou d'amender d'anciennes – dispositions législatives ou réglementaires en parallèle avec la mise en œuvre de l'UMC. C'est la raison pour laquelle deux consultations ont été lancées simultanément à la publication du LV concernant la Directive « Prospectus » et la « Titrisation », de même qu'a été identifié le besoin d'harmonisation en matière de droit fiscal et de la législation sur les faillites.

Cependant, le sujet majeur qu'il convient d'aborder si l'on veut bénéficier des avantages d'un marché européen des capitaux performant est l'achèvement de l'UEM. Faire évoluer l'UEM d'un accord « intergouvernemental » basé sur des règles (qu'il conviendrait déjà de respecter !) vers un système supranational de type « fédéral », doté d'un budget, de ressources propres et d'une capacité d'emprunt autonome, est la condition incontournable de succès.

Aller de l'avant, comme cela est envisagé, à la recherche des compromis nécessaires pour satisfaire les 28 Pays Membres est peut-être « politiquement correct » mais c'est également envoyer un message très clair que l'achèvement de l'UEM n'est plus une priorité. Cela contribuerait à entretenir les doutes sur la pérennité de l'€ dont l'implosion rendrait automatiquement caduc l'ensemble des objectifs de l'UMC.

Achever l' « Union Bancaire » (le système mutualisé de garantie des dépôts) et mettre en œuvre l'initiative concernant l' « UMC » doivent être considérés comme des éléments structurants essentiels du parachèvement de l'UEM. Ainsi la capacité d'influence de l'UE sur les marchés mondiaux et la scène internationale pourra se déployer avec une efficacité à la hauteur de sa puissance et de ses ambitions.

Bruxelles, le 9 mars 2015

Paul N. Goldschmidt

*Directeur, Commission Européenne (e.r.) ; Membre du Comité d'Orientation de l'Institut Thomas More.*

---

Tel: +32 (02) 6475310  
549259

+33 (04) 94732015

Mob: +32 (0497)

E-mail: [paul.goldschmidt@skynet.be](mailto:paul.goldschmidt@skynet.be)  
[www.paulngoldschmidt.eu](http://www.paulngoldschmidt.eu)

Web: