

## Présentation par Christian Noyer des conclusions de la mission sur la relance de l'Union des marchés de capitaux

Présidé par Christian Noyer, Gouverneur honoraire de la Banque de France, le groupe de travail, constitué de huit experts représentant différentes sensibilités de la finance, a procédé à une centaine d'auditions en France et en Europe.

Il a abouti au constat selon lequel quelque 1000 milliards d'euros d'investissements annuels supplémentaires devront être effectués, notamment dans la transition climatique (700 milliards) et dans le numérique (100 milliards). L'épargne, quant à elle, est abondante mais trop concentrée sur des actifs liquides à court terme et en partie placée à l'étranger – principalement aux Etats-Unis sous forme de titres du Trésor.

Le groupe de travail a choisi de se concentrer sur un nombre restreint de leviers efficaces dans un contexte où l'on ne tire pas suffisamment profit du marché unique : la mobilisation de l'épargne, la titrisation, la supervision et les infrastructures de marché. L'Europe constitue un important bassin d'épargne financière - un gisement de 35 000 milliards d'euros abondé par taux d'épargne de 13,3 %, l'un des plus élevés au monde. Mais l'épargne est mal allouée. La titrisation, quant à elle, est sous-développée. Enfin, la segmentation est à l'œuvre dans le domaine de la supervision comme dans celui des infrastructures de marché. Globalement, on constate que l'Union européenne profite peu du marché unique en matière de finance.

### L'épargne

Elle est investie passivement en titres de dette (l'offre de produits liquides dont le capital est garanti est pléthorique), dont une partie non négligeable en bons du Trésor américain, cela au détriment des actions. Quant aux investissements en actions, ils sont souvent véhiculés par des produits basés sur des indices globaux qui, aux deux tiers environ, représentent des actions d'entreprises américaines.

Il est souhaitable de développer les produits d'épargne à long terme. Le « produit d'épargne retraite européen » n'a pas eu de succès, notamment en raison du plafonnement des rémunérations des intermédiaires qui le distribuent et de la concurrence de produits nationaux fiscalement aidés.

L'une des pistes consisterait à privilégier une approche centralisée, en créant un label européen qui pourrait s'appliquer aux produits existants, comme le PEA en France, ou à venir. Largement déployés, ces produits labellisés pourraient flécher 200 milliards d'euros d'investissement de long terme par an.

### La titrisation

La transition ne pourra pas être financée par la dépense publique ni par les bilans des banques. Il convient en conséquence d'accélérer la rotation des bilans bancaires, en allouant le risque aux investisseurs les mieux placés pour le porter. Cette voie emporte un large consensus au sein de l'Eurogroupe.

En Europe, les volumes en matière de titrisation se sont effondrés depuis la crise financière de 2008. Le cadre

réglementaire européen mis en place après la crise est pertinent dans la mesure où il prescrit les formes de titrisation nocives, mais il est très pénalisant au plan prudentiel : le niveau de risque attaché aux produits titrisés est trop élevé au regard du risque des sous-jacents.

Le rapport préconise d'alléger les contraintes prudentielles qui pèsent sur les banques et sur les compagnies d'assurance s'agissant de la titrisation et de simplifier les règles de transparence (notamment le formulaire à adresser à l'Autorité européenne des marchés financiers).

La révision du cadre réglementaire devrait s'accompagner de la création d'une plate-forme européenne d'émission et de garantie (sans engagement budgétaire), telle qu'il en existe au Canada, aux Etats-Unis ou encore au Japon. En régime de croisière, un tel dispositif permettrait d'augmenter de 25 % le capacité de prêts aux entreprises des banques (environ 1.500 milliards d'euros libérés). Les volumes annuels pourraient passer de 150 milliards d'euros actuellement aux niveaux d'avant la crise de 2008 (de 350 à 400 milliards), et pourquoi pas à 600 milliards (l'équivalent pour l'Europe de ce qui se fait aux Etats-Unis).

## La supervision

Fragmentée, la supervision en Europe constitue un frein à la protection des investisseurs et un risque pour la stabilité financière, en même temps qu'elle érode la compétitivité des acteurs européens en raison des coûts élevés liés à la conformité.

L'objectif d'une supervision intégrée nécessite de réformer l'organisation de AEMF/ESMA, par exemple en créant un directoire restreint, donc plus agile, et, dans certaines activités, en se reposant sur des équipes mixtes (autorités nationales et AEMF).

Des activités telles que celles des chambres de compensation, des dépositaires centraux de titres et des plates-formes de négociation, à la dimension transfrontalière et systémique importante, devraient absolument être supervisées à l'échelle européenne.

En matière de gestion d'actifs, il convient de reconnaître la notion de groupe chez les acteurs de dimension européenne, ce qui minorerait leurs coûts de conformité. Par ailleurs, les gestionnaires d'actifs devraient pouvoir choisir volontairement une supervision directe par l'AEMF.

## Le règlement-livraison

L'Europe est aussi fragmentée dans le domaine des infrastructures de marché et des systèmes de règlement-livraison : il existe 28 dépositaires centraux de titres en Europe, là où un seul est présent aux Etats-Unis.

Il faudrait favoriser la consolidation de cette industrie, ce qui nécessite notamment d'harmoniser le droit des titres. Parallèlement, il conviendrait de renforcer l'efficacité de Target 2 Securities, la plate-forme de règlement-livraison européenne lancée en 2015 par l'Eurosystème, et, à plus long terme, de la doter de moyens permettant de proposer le règlement-livraison en temps réel en inscrivant les titres sur une chaîne de blocs.

## A propos d'une plate-forme européenne de titrisation

Au Canada ou encore aux Etats-Unis, la garantie apportée par les plates-formes de titrisation n'a rien coûté à la puissance publique. En Europe cependant, avant même d'être garantis, les produits devraient être AAA. L'idée d'une telle plate-forme n'est pas consensuelle au niveau politique.

Les banques, dont le recours à la titrisation sera plus aisé, seront-elles incitées à accorder davantage de prêts aux entreprises ? Il faut se méfier des obligations dans ce domaine et s'en remettre à l'intérêt même des banques, qui consiste à faire tourner leur bilan et à accroître leur capacité d'octroyer des prêts. Peut-être, cependant, pourrait-on mettre en place un reporting léger sur la destination des fonds libérés, comme c'est le cas avec certaines long term refinancing operations (refinancement par la banque centrale).

On peut se montrer optimiste à l'égard du développement de la titrisation en Europe : la Commission européenne y est favorable, tout comme de nombreux Etats membres.

A propos de l'objectif de compétitivité attaché aux autorités de contrôle

L'objectif de compétitivité (des acteurs financiers européens) serait secondaire et dans les faits, devrait surtout se manifester par une réduction de la bureaucratie.

## A propos des produits d'épargne européens

En la matière, on constate que les autorités européennes s'attachent avant tout à la distribution de ces produits et à la protection du consommateur (réponse de Delphine d'Amarzit, directrice générale d'Euronext Paris, membre du comité d'experts présidé par Christian Noyer).

Dans sa préconisation visant à créer un label européen, le groupe de travail privilégie la piste d'un avantage fiscal accordé aux valeurs européennes.

De façon générale, les obligations qui pèsent sur les distributeurs de produits d'épargne sont beaucoup trop importantes (tout se passe comme si les souscripteurs éventuels étaient dissuadés de prendre le moindre risque), alors que des enquêtes récentes montrent que les plus jeunes investisseurs particuliers sont surtout tentés par les cryptomonnaies, très facilement accessibles.

## A propos des fusions bancaires transfrontalières

Les règles européennes (multiples surcharges en capital, abondement du fonds de garantie des dépôts...) rendent presque impossibles ces fusions. Il faut aligner les règles sur celles qui prévalent aux Etats-Unis, comme s'apprête à le faire, notamment, le Royaume-Uni.

## A propos de l'harmonisation du droit des titres

L'harmonisation est un prérequis à la consolidation du secteur du règlement-livraison. Le risque d'une telle harmonisation est d'aboutir à un droit proche du droit anglo-saxon, mais c'est le prix à payer pour des infrastructures plus efficaces et moins coûteuses.