

Union européenne des marchés de capitaux : un nouveau champ de mines

Bernard Marx

Les nouveaux signes de "reprise" ont beau être claironnés, quiconque garde un minimum de lucidité doit convenir que la zone euro continue d'être dans le marasme économique. « *L'économie de la zone euro profite aujourd'hui de la baisse du prix du pétrole, de la dépréciation de l'euro, de la politique monétaire très expansionniste de la BCE, de taux d'intérêt très bas et d'un début de reprise du crédit* », [analyse Patrick Artus](#). « *Sans ces facteurs favorables, ajoute-t-il, la croissance de la zone euro serait quasi-nulle, ce qui révèle l'absence de dynamique économique fondamentale de la zone.* ».

Ce n'est même plus de décennie perdue dont il est question, mais de stagnation séculaire. C'est-à-dire une situation dans laquelle la croissance par habitant est pratiquement nulle et les investissements productifs fléchissent durablement malgré des taux d'intérêt extrêmement bas. La zone euro n'est pas la seule concernée. Le Japon est dans cette situation depuis 1998, et les États-Unis, peut-être à un moindre degré, depuis 2008. C'est un indice de la profondeur de la crise actuelle du capitalisme, mais ce n'est pas une consolation.

Pour en sortir, parmi les sempiternelles réformes structurelles libérales, l'Union européenne mise à nouveau sur le retour de la finance de marché. C'est le projet "d'Union des marchés de capitaux" (UMC), sobrement sous-titré « *Libérer le financement pour la croissance en Europe* », dont l'agenda de mise en œuvre ("20 mesures clés pour réaliser un véritable marché unique pour le capital en Europe") a été [adopté par la Commission européenne le 30 septembre dernier](#). L'annonce de ce plan d'action n'a pas fait la une des médias. « *Le débat autour du contenu de l'UMC s'est tenu entre initiés, hors de l'arène publique* », constatent les organisations de la société civile européenne qui ont, ensemble, [exprimé leurs inquiétudes](#) et la nécessité d'une vigilance active.

Analyse en quatre points.

De quoi s'agit-il ?

« *L'Union des marchés de capitaux, explique l'association Finance Watch, est un patchwork d'initiatives qui a pour but de développer les prêts non bancaires et le financement par les marchés de capitaux en Europe, en particulier pour l'infrastructure et les PME. L'objectif est d'impliquer davantage les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les assurances ainsi que les ménages dans le financement de l'économie réelle, et de réduire le rôle de l'intermédiation traditionnelle de crédit.* »

Pour favoriser le financement des PME par les marchés, la principale mesure prévue est une relance de la titrisation des prêts bancaires. « *Cette technique, explique Frédéric Lemaire d'Attac, permet aux banques de revendre leurs crédits sous forme de titres financiers sur les marchés de capitaux. Elle leur permet de prêter en se dégageant de leurs risques, tout en empochant les frais bancaires.* »

« *C'est cette technique, rappelle-t-il, qui a largement contribué à la crise financière de 2008, en incitant les banques à adopter des comportements risqués dans l'octroi des crédits. Elle a participé au développement d'un système financier parallèle non régulé (shadow banking system), qui favorise la création de bulles financières de crédit.* » La relance du rôle des marchés des capitaux devrait aussi reposer sur la levée de rigidités et de protections jugées contreproductives. L'air est connu. Ici aussi, on aura besoin de "simplifier". C'est la documentation que les entreprises doivent publier avant de lever des fonds sur les marchés de capitaux qui est visée, c'est-à-dire les obligations d'informations destinées en principe à la protection des épargnants-investisseurs.

Pour favoriser le financement des investissements d'infrastructure, la première mesure consistera en une modification des règles concernant les fonds propres des assurances et des fonds de pension afin qu'ils investissent davantage dans des placements en actions, en obligations d'entreprises et en crédits titrisés.

Pour favoriser les financements privés transeuropéens, il s'agit de lever tous les obstacles à la libre circulation des placements et des investissements financiers. Le marché des capitaux n'est pas encore un vrai marché unique. L'ambition est qu'il le devienne, ce qui suppose une harmonisation beaucoup plus poussée des règles et des législations concernant des sujets particulièrement sensibles comme le droit des contrats, la comptabilité, la fiscalité ou le droit des faillites.

Réaliste ou chimérique ?

Le plan vise un objectif particulièrement ambitieux. Établir un marché unique pour les 28 États membres, ce n'est pas une mince affaire. Les dangers sont considérables, a fortiori s'agissant d'une matière aussi inflammable que la finance.

Les marchés uniques européens sont toujours menacés d'être dominés par le dumping réglementaire, fiscal et social si l'unification des règles nationales n'est pas effective et si elle ne se fait pas par le haut. Faute de cela, en matière de marchés financiers on risque très gros. On risque la fuite des capitaux et la concentration sur les places financières les plus "attractives", au détriment des petits pays et des pays qui refuseraient de s'aligner sur le moins disant réglementaire. Et on risque bien entendu l'aggravation de l'instabilité financière.

Or, c'est bien ce qui se passe avec le plan actuel. Les ambitions et les moyens d'une unification rigoureuse des législations, des réglementations et des contrôles sont totalement insuffisants. Même ceux qui sont favorables à la mise en place d'un marché unique des capitaux s'en alarment.

« Il y a un grand contraste, affirme Nicolas Veron, économiste au think tank Bruegel, entre le niveau d'ambition élevé signifié par l'emploi des termes Union des marchés de capitaux, en écho à l'Union bancaire et le caractère marginal du plan d'action, qui se réduit essentiellement à un élagage des règles existantes et en une correction d'une partie de la surabondance réglementaire. » Il n'y aura pas d'harmonisation fiscale, ni de création d'une véritable Autorité européenne de surveillance et de contrôle. L'harmonisation du droit des faillites se fera a-minima, si elle se fait, et ainsi de suite. Selon Nicolas Veron, il en résultera que la fragmentation des marchés de capitaux nationaux perdurera. Pour autant ce plan n'est pas "faire beaucoup de bruit pour rien".

And the winners are ?

Le fait que le plan ne permette pas une unification effective du marché européen des capitaux ne veut pas dire qu'il empêchera la tendance au dumping réglementaire et la concentration du business sur les places financières les plus « attractives », à commencer par la City de Londres.

Du reste, ce projet est poussé par le commissaire britannique Lord Hill, ancien lobbyiste de la City. Alors qu'il ne participe pas à l'Union bancaire européenne, le Royaume-Uni compte bien participer à l'Union des marchés de capitaux et en obtenir les avantages pour la City.

« Le Royaume-Uni sera l'un des principaux bénéficiaires du plan de la Commission européenne pour l'union des marchés de capitaux, souligne William Wright, fondateur d'un think tank dévoué à la promotion des marchés de capitaux européens. « Politiquement, ajoute-t-il, l'union des marchés de capitaux – la pièce maîtresse du commissaire britannique Lord Hill – montre comment le Royaume-Uni peut influencer les politiques à Bruxelles en fonction de son intérêt économique national. Et, à mots couverts, il suggère la volonté apparente de l'Union européenne de faire droit aux demandes britanniques sur les questions les plus sensibles de ses relations avec le reste de l'Europe. » Bref, dans sa configuration actuelle, l'Union des marchés de capitaux a tout du cadeau fait au gouvernement Cameron dans la perspective du référendum britannique sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union

européenne.

Quant aux effets délétères sur les réglementations, il suffit de voir comment réagissent les autorités françaises. Le lobby bancaire et des assurances a [donné le la](#) : oui à l'Union des marchés de capitaux et oui à la pleine participation des banques françaises. Et pour cela, il faut défendre le modèle de banque universelle et enterrer le projet européen de séparation entre banque de détail et banque d'investissement, plus contraignant que la loi française de 2013. Et il faut renoncer au projet de taxe sur les transactions financières de onze pays. « *Onze pays sur vingt-huit. S'il aboutit, i accroîtra la fragmentation des marchés et incitera à un arbitrage entre places financières. Il pénalisera les conditions de financement des entreprises françaises et fragilisera la place de Paris.* » Parallèlement, banquiers et assureurs réclament de réduire les exigences de fonds propres en ce qui concerne les investissements dans les infrastructures et les produits de titrisation. Message reçu cinq sur cinq par le gouvernement qui a fait de ce dernier point la priorité française [dans le cadre du plan](#).

Titrisation, le retour

L'objectif de faire évoluer le modèle de financement européen vers un modèle "à l'anglo-saxonne", c'est-à-dire un système dominé par les marchés plutôt que par l'intermédiation de crédit, ne date pas d'aujourd'hui. « *Dès 2007, rappelle Jean-Paul Pollin, professeur d'économie à l'université d'Orléans, la BCE prétendait que l'intégration et l'efficacité des systèmes financiers européens seraient favorisées par un développement des marchés de capitaux.* » L'affaire est reprise aujourd'hui au nom de l'argument selon lequel la réglementation bancaire d'après crise aurait alourdi les exigences de capitaux des banques à un point tel qu'il empêcherait le développement des crédits à coût raisonnable pour les emprunteurs. En fait il s'agit pour l'essentiel des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), car la désintermédiation du financement des grandes entreprises est déjà réalisée depuis longtemps. Deux mécanismes sont visés : le financement direct sur les marchés et la titrisation des crédits distribués par les banques.

L'idée d'une relance de la titrisation est dangereuse, souligne Jean-Paul Pollin, car le phénomène a été un des ingrédients majeurs de la crise de 2007/2008. On pourrait, certes, selon lui, sécuriser ce type de produit. Mais cela nécessiterait entre autres, une action résolue de réglementation et d'encadrement du *shadow banking* dont il n'est pas vraiment question.

Mais c'est aussi, dit l'économiste, une idée saugrenue car le marché des crédits aux PME titrisés est pratiquement inexistant. « *Même aux USA, le pays du modèle rêvé, la titrisation des prêts aux PME est petite et soutenu par des garanties publiques* », [expliquent les économistes Daniela Gabor et Jakob Vestergaard](#), du réseau Critical finance. En Europe, l'expérience de l'Allemagne qui a récemment essayé d'aider à émettre des obligations PME est négative. Il en a résulté une vague de défauts de paiement et de faillites. « *L'objectif de la politique publique, concluent-ils, ne doit pas être de réduire la dépendance des PME vis-à-vis des prêts bancaires, mais de construire des relations bancaires viables.* » « *La meilleure façon de faciliter le financement des PME-ETI est sans doute de restaurer la solidité du système bancaire, souligne, dans le même sens, Jean-Paul Pollin. S'il faut aller au-delà pour améliorer l'accès aux crédits de certaines entreprises, il est envisageable d'utiliser des circuits privilégiés, de favoriser le refinancement de ces crédits auprès de la Banque centrale ou encore de leur accorder des garanties publiques.* Mais, conclut-il, *on ne voit guère ce que la titrisation peut ajouter en ce domaine* » .

Par ailleurs, le financement en fonds propres d'entreprises naissantes ou en développement comme celui du financement des infrastructures constituent des problèmes très importants. Le premier concerne peu les banques, et le second appelle beaucoup plus une relance des capacités d'investissements publics que celle des partenariats publics-privés déséquilibrés ou des privatisations prédatrices.

Bref, avec l'Union des marchés de capitaux, c'est un nouveau champ de batailles particulièrement miné qui est ouvert.