

Brexit: déclin financier, les grandes lignes

Laure Baquero

Le Brexit a d'abord constitué une surprise le 23 juin 2016 lors de sa victoire au referendum britannique. Il pourrait devenir un accident s'il devait intervenir le 12 avril 2019 sans accord sur ses modalités concrètes. Pour la sphère financière plus spécifiquement, le Brexit signifie la perte pour le Royaume-Uni du passeport européen, et donc une intégration moins forte entre l'Union européenne et Londres, place financière de premier plan. Les échanges de services financiers entre ces deux zones devront désormais se conformer aux exigences des deux ensembles d'autorités de réglementation et de supervision distinctes, contre un seul corpus réglementaire jusque-là. Avec à la clé, a minima, le maintien d'incertitudes opérationnelles durant quelques temps encore. Ce numéro de Conjoncture ambitionne de dresser à grands traits les évolutions du cadre réglementaire avec lesquelles les institutions financières devront composer en raison du Brexit, et d'en dégager les principaux enjeux.

Entré dans l'Union européenne (UE) le 1^{er} janvier 1973 par un vote à la Chambre des Communes, le Royaume-Uni est censé en sortir le 12 avril 2019, conformément à l'Article 50 du Traité de Lisbonne qui avait été actionné le 29 mars 2017, et dont le Conseil européen a accepté de proroger le délai par décision des Chefs d'Etat lors du sommet européen des 21 et 22 mars 2019.

En 2015, David Cameron fut reconduit à la tête du gouvernement britannique après que le parti Conservateur eut remporté les élections législatives pour la deuxième fois consécutive, mais avec une majorité absolue cette fois. L'ancien Premier ministre avait notamment fait campagne sur la promesse d'organiser un referendum sur le maintien ou non du Royaume-Uni au sein de l'UE. Ce referendum s'est tenu le 23 juin 2016 et a recueilli la participation de 72,2% de l'électorat britannique - davantage que pour la précédente élection législative. À la surprise générale le camp du Brexit l'a emporté avec 51,9% des voix, contre 48,1% pour les *Bremainers*. Ces derniers se trouvaient majoritairement en Ecosse, en Irlande du Nord et à Londres, capitale de la finance britannique. David Cameron, qui s'était prononcé en faveur du maintien dans l'UE, démissionna et fut remplacé par Theresa May.

Avec ou sans accord, le cadre des relations économiques entre l'UE et le Royaume-Uni doit être redéfini. Seule l'imminence du changement dépend de la conclusion ou non d'un accord de sortie du Royaume-Uni

La sortie du Royaume-Uni de l'UE était initialement prévue pour le 29 mars 2019 mais elle a été reportée de quelques semaines par les chefs d'Etat lors du sommet européen des 21 et 22 mars 2019 en réponse à la demande officielle de Theresa May, le temps de convaincre les députés britanniques de ratifier le projet d'accord de Brexit. Contraint par les élections législatives européennes de mai 2019, le report de l'échéance de l'Article 50 a été fixé au 22 mai à condition que le Parlement britannique ratifie le projet d'accord sur le Brexit, mais au 12 avril sinon. L'objectif d'une large majorité de responsables politiques impliqués demeure la conclusion d'un accord de retrait plutôt qu'une sortie sans accord, y compris parmi les députés britanniques bien qu'ils aient rejeté le projet par trois fois (15 janvier, 12 mars et 29 mars 2019). Si un accord devait finalement être trouvé, le Brexit serait assorti d'une période de transition allant jusqu'au 31 décembre 2020, voire au-delà.

Cela impliquerait que les autorités britanniques et européennes s'entendent sur les modalités du retrait du Royaume-Uni, en particulier s'agissant (1) de la contribution financière du Royaume-Uni au budget européen, (2) des droits des citoyens européens au Royaume-Uni et des citoyens britanniques dans l'UE et, enfin, (3) sur la question de la frontière entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord. Hormis Gibraltar, point réglé en novembre 2018 mais qui pourrait à nouveau resurgir, cette frontière en Irlande serait la seule ligne de contact terrestre entre le Royaume-Uni et l'UE. Elle soulève la question de la gestion des barrières douanières et de la libre circulation des personnes. Elle rappelle aussi que les accords de paix passés entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande sont récents et fragiles.

L'accord de retrait doit en principe être assorti d'une déclaration politique concernant l'organisation des futures relations commerciales, économiques et financières entre l'UE et le Royaume-Uni. En pratique, ces dernières feront l'objet de discussions ultérieures.

S'agissant du secteur financier, les enjeux sont de taille compte tenu de la position du Royaume-Uni en tant que centre financier de premier plan. Il devrait selon toute vraisemblance demeurer important en dépit des adaptations nécessaires et de son relatif affaiblissement observé depuis plusieurs années, indépendamment du Brexit (partie 1).

En quittant l'UE, le Royaume-Uni renonce, entre autres choses, à la libre circulation des services financiers entre son territoire et l'Espace économique européen (EEE)¹. Il perdra en effet les droits conférés par les passeports européens de sorte que ses agents financiers ne pourront plus échanger avec l'EEE ni s'y implanter librement à moins d'obtenir de nouveaux agréments. Il en ira de même pour les institutions financières de l'EEE opérant au Royaume-Uni ou échangeant des services financiers avec des ressortissants et des sociétés britanniques (partie 2). En pratique, les nouvelles barrières aux échanges de services financiers entre le Royaume-Uni et l'EEE qui en découleront seront plus ou moins contraignantes selon le cadre légal qui les régira. La définition de ce cadre constitue un enjeu majeur pour

¹ L'EEE regroupe l'Union européenne, la Norvège, l'Islande et le Lichtenstein. Il est entré en vigueur en 1994 dans le but d'approfondir les relations entre l'UE et trois des quatre Etats membres de l'Association européenne de libre-échange (AELE), le quatrième étant la Suisse. Cette dernière a refusé par référendum de rejoindre l'EEE.



les agents financiers britanniques comme pour ceux de l'UE, ainsi que pour leurs autorités de tutelle respectives (partie 3). Enfin, les activités de compensation ne devraient pas connaître d'interruption, notamment grâce à l'attention particulière que leur portent les autorités de l'UE comme celles du Royaume-Uni (partie 4).

Le secteur financier britannique resterait substantiel mais semble avoir plus à perdre que celui de l'UE

Le statut de Londres comme place financière de premier plan en question

Selon le classement général du Global Financial Centres Index², Londres était en 2018 la deuxième place financière mondiale (toutes activités financières confondues). Au sein de l'UE à 27, Francfort se situait à la 10^e place, Luxembourg arrivait en 21^e position et Paris en 23^e. Par type d'activité financière, Londres se place en première position en matière de banque et d'assurance. Ses atouts résident essentiellement dans la qualité de son environnement des affaires, celle de son capital humain, le développement de son secteur financier, sa réputation générale et, dans une moindre mesure, ses infrastructures de marché. Par rapport à 2017, Londres a perdu une place au profit de New York, tandis que Francfort en gagnait dix et Paris une. Par ailleurs, Londres demeurerait de loin la première place mondiale s'agissant des échanges de devises, en hausse de 18% depuis le mois de juin 2016³.

L'importance relative du secteur financier est plus grande au Royaume-Uni que dans le reste de l'EEE

Les activités financières et celles de l'assurance constituaient en 2018 6,9% de la valeur ajoutée au Royaume-Uni (contre 4,4% dans l'UE à 27) et employaient 3,4% de la population active (contre 2,3% dans l'UE à 27). Cela plaçait ce secteur au 6^e rang en termes de valeur ajoutée et au 9^e rang en termes d'emploi (sur dix secteurs). Marqué par d'importants gains de productivité depuis 2000 et jusqu'à la crise⁴, le secteur financier britannique a cependant perdu en importance relative depuis le début des années 2000 en termes d'emploi et, depuis 2010, en termes de la valeur ajoutée (cf. graphiques 1 et 2).

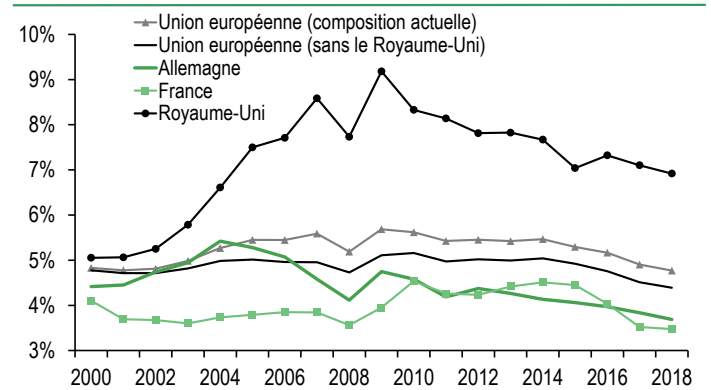
Malgré les « délocalisations », un effet limité sur l'emploi total

La Banque centrale d'Angleterre (Bank of England – BoE) estime que 5 000 à 10 000 emplois pourraient être délocalisés, c'est-à-dire moins de 1% des effectifs du secteur. Cela concorde avec l'inventaire des annonces des grands agents financiers sur le sujet, ainsi qu'avec

l'estimation de l'Autorité bancaire européenne (EBA) qui prévoit le transfert de 3 000 emplois à Paris.

Pour sa part, la fédération allemande des banques étrangères (VAB) prévoit la création de 3 000 à 5 000 emplois en Allemagne. À cet égard, le *Single Resolution Board* (SRB) a prévenu qu'il serait particulièrement attentif à la façon dont les banques délocaliseront leurs activités au sein de l'UE afin d'éviter le phénomène de coquilles vides destinées à feindre une délocalisation en UE alors que les activités et centres de décision seraient maintenus au Royaume-Uni.

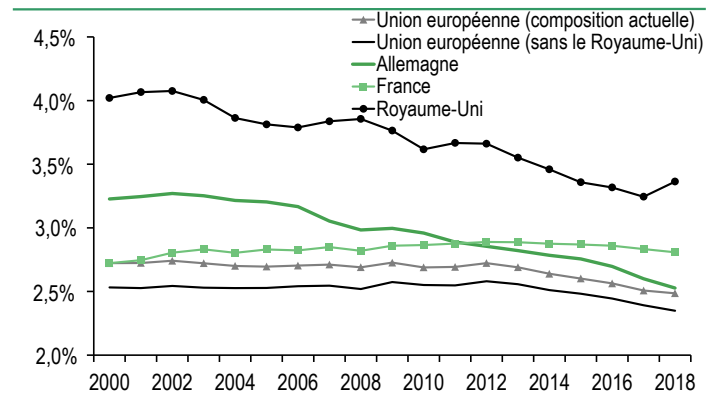
Poids des services financiers en % de la VAB



Graphique 1

Sources : Eurostat, BNP Paribas

Emplois dans les services financiers et d'assurance en % du total



Graphique 2

Sources : Eurostat, BNP Paribas

En l'état actuel des choses, les secteurs financiers et de l'assurance contribuent positivement au solde des transactions courantes du Royaume-Uni avec un excédent de près de EUR 70 mds en 2017 vis-à-vis du reste du monde, dont plus de EUR 30 mds vis-à-vis de l'UE à 27⁵. Celle-ci est effectivement un client de premier ordre de l'industrie financière britannique puisqu'elle est à l'origine de 43% de ses exportations en services financiers et de 38% de ses exportations en services d'assurance et de fonds de pension. En cas de *hard* Brexit (i.e. en l'absence d'accord de retrait du Royaume-Uni), les exportations de services financiers britanniques vers l'EEE pourraient se contracter

² Le GFCI est fondé sur des enquêtes d'opinion réalisées auprès des professionnels du secteur, ainsi que sur d'autres indices établis par l'ONU, la Banque mondiale, etc. Voir : *The Global Financial Centres Index 24* (sept. 2018)

³ BoE (29/01/2019), *Results of the foreign exchange joint standing committee (FXJSC) turnover survey for October 2018*

⁴ Insee (déc. 2013), *À la recherche de la productivité britannique perdue*

⁵ Données Eurostat. Les données vis-à-vis de l'EEE ne sont pas disponibles.

selon le périmètre des régimes d'équivalence qui s'appliqueront (voir partie 3). Le choc pourrait être d'autant plus important que certaines sociétés établies dans des pays non membres de l'EEE utilisent Londres comme tête de pont pour échanger des produits et des services financiers avec l'ensemble de l'EEE.

À cet égard, la BoE et son autorité de régulation financière, la *Financial Conduct Authority* (FCA), ont exhorté les banques à limiter au strict nécessaire le déplacement de leurs activités en dehors du Royaume-Uni dans le cadre du Brexit.

Le système bancaire britannique est proportionnellement plus exposé à l'EEE que les banques de l'EEE ne sont exposées au Royaume-Uni

Au 3^e trimestre 2018, les avoirs des banques britanniques s'élevaient à USD 6 116,8 mds, dont 56% vis-à-vis du reste du monde (soit USD 3 436,7 mds), faisant du Royaume-Uni le 2^e pays dont les banques sont les plus exposées à des d'agents non-résidents, derrière le Japon⁶.

Les banques britanniques sont essentiellement exposées aux Etats-Unis (pour 25%), puis à l'EEE⁷ (pour 22%) où leurs avoirs ont principalement pour contrepartie le secteur privé non bancaire (38%), immédiatement suivi du secteur public (38%) et, enfin, du secteur bancaire (24%, cf. schéma 1a et carte ci-après).

Dans le même temps, le montant total des avoirs détenus par les banques de l'EEE⁸ est logiquement plus important (USD 28 627 mds au 3^e trimestre 2018), tout en étant davantage dévolus aux agents résidents de pays de l'EEE (à hauteur de 63%, cf. schéma 1b et carte ci-après). L'exposition des banques de l'EEE à l'égard du reste du monde s'élevait ainsi à USD 10 572 mds (soit 37% du montant total), dont 15% vis-à-vis des Etats-Unis et 12% vis-à-vis du Royaume-Uni. L'exposition des banques de l'EEE au Royaume-Uni porte essentiellement sur le secteur privé non bancaire (59%), puis sur les banques (23%) et, enfin, sur le secteur public (9%).

Pour l'heure, les données ne permettent pas de mettre en exergue un « effet Brexit » en matière d'exposition bancaire croisée entre le Royaume-Uni et l'EEE à travers les créances de leurs banques. Les évolutions de l'exposition des banques de l'EEE au Royaume-Uni et de leur exposition vis-à-vis du reste du monde conservent en effet un profil semblable. Le même constat vaut pour les évolutions des expositions des banques britanniques à l'EEE et au reste du monde (cf. graphiques 3 et 4).

Répartition des créances des banques britanniques au 3^e trimestre 2018⁸

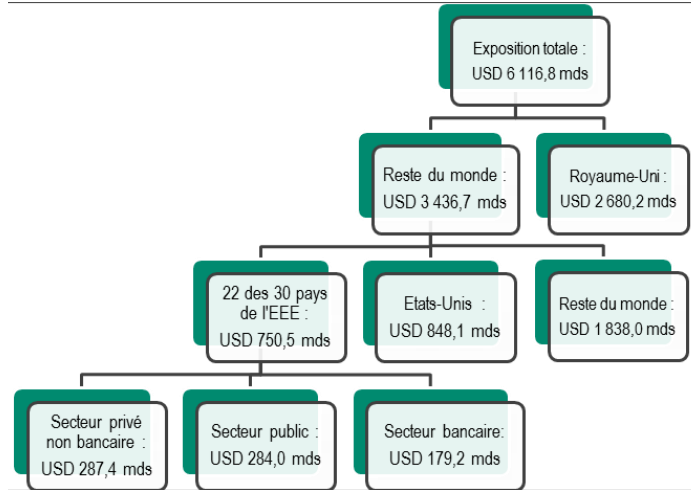


Schéma 1 a

Sources : BRI, BNP Paribas

Répartition des créances des banques de 13 des 30 pays de l'EEE au 3^e trimestre 2018⁹

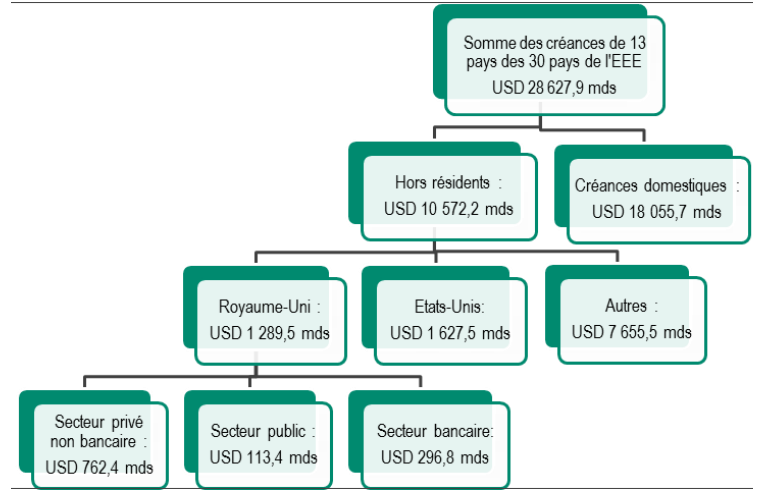


Schéma 1 b

Sources : BRI, BNP Paribas

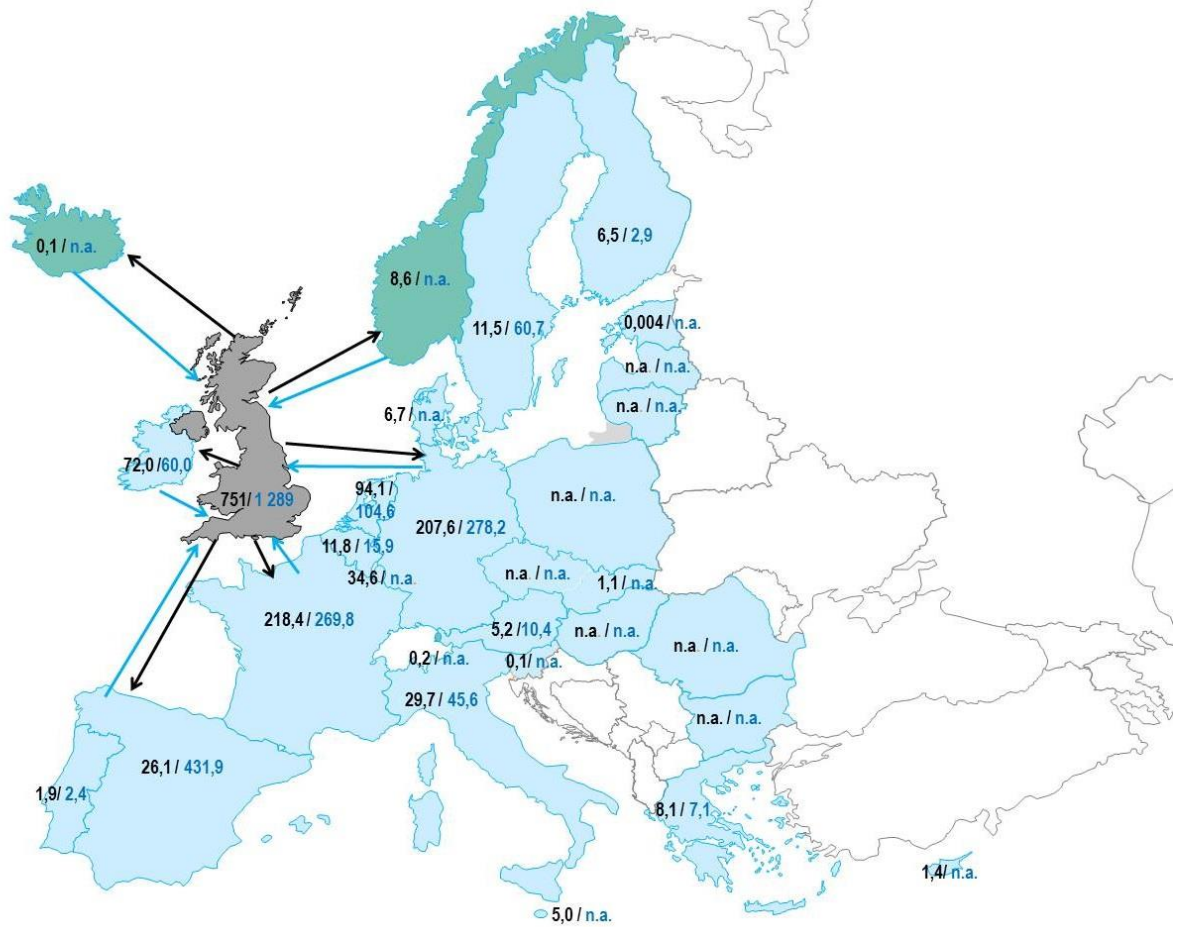
⁶ Données consolidées de la BRI, sur la base du risque ultime et hors positions domestiques. La France, l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas et l'Italie arrivent respectivement en 4^e, 5^e, 6^e, 8^e et 10^e positions.

⁷ Calculés sur la base de données bancaires consolidées et selon la notion de risque ultime. Faute de données pour l'ensemble des pays, l'EEE est approximé en l'absence des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lettonie, Pologne, Roumanie, République Tchèque.

⁸ Calculés sur la base de données bancaires consolidées et selon la notion de risque ultime. Faute de données pour l'ensemble des pays, l'EEE est approximé par la somme des données correspondant aux pays suivants : Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne et Suède.



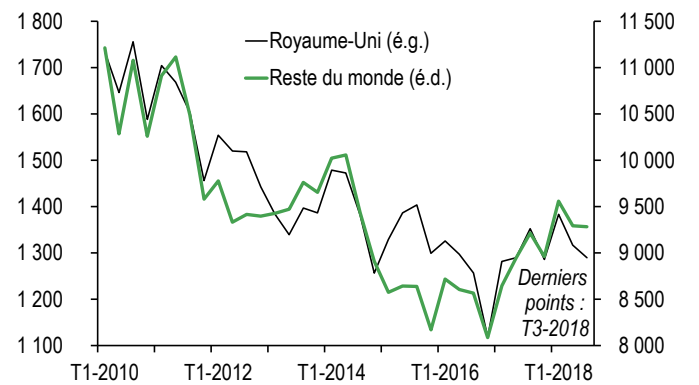
Exposition réciproque des systèmes bancaires du Royaume-Uni et de l'EEE au 3^e trimestre 2018⁹



Carte

Sources : BRI, BNP Paribas

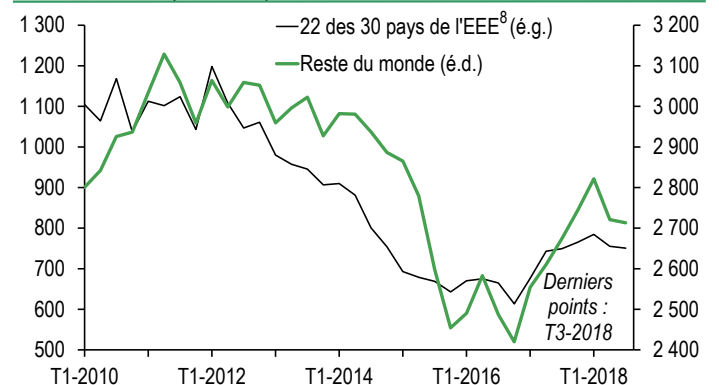
Exposition des banques de 13 des 30 pays de l'EEE⁹ par contrepartie géographique - hors résidents (Mds USD)



Graphique 3

Sources : BRI, BNP Paribas

Exposition des banques du Royaume-Uni par contrepartie - hors résidents (Mds USD)



Graphique 4

Sources : BRI, BNP Paribas

⁹ Calculés sur la base de données bancaires consolidées selon la notion de risque ultime.



Les banques britanniques sont suffisamment robustes pour résister à un Brexit désordonné

Royal Bank of Scotland (RBS), Barclays et HSBC ont respectivement provisionné GBP 100 millions, GBP 150 millions et GBP 165 millions en prévision d'éventuelles tensions occasionnées par le Brexit. Ce climat d'incertitude a conduit Fitch à placer 19 groupes bancaires britanniques (dont RBS, Barclays, HSBC, Santander UK et Lloyds) sous perspective négative, tandis que Standard & Poor's a alerté des conséquences d'un *hard* Brexit sur le système bancaire britannique, expliquant que les changements éventuels concerneraient les perspectives attachées aux notations des banques, plutôt qu'une dégradation de leur notation.

Pourtant, l'analyse des tests de résistance menés par la BoE en 2018 indique que les grandes banques établies au Royaume-Uni (RBS, Barclays, HSBC, Lloyds, Standard Chartered et Santander UK) sont suffisamment solides pour résister à un choc substantiel englobant un Brexit désordonné¹⁰. Ce point de vue est en outre conforté par la mission du Fonds monétaire international (FMI) dans le cadre de l'Article IV sur le Royaume-Uni en 2018. Toutefois, le gouverneur de la BoE craint que l'absence d'accord entre le Royaume-Uni et l'UE génère une grande agitation financière qu'une réduction du taux directeur par la banque centrale britannique ne saurait contenir. Il rappelle que le déficit courant du Royaume-Uni reste important (3,8% du PIB en 2017), notamment en raison d'une contribution des sociétés financières négative année après année. Il ajoute, enfin, que le déficit courant a été en grande partie financé par des investisseurs non-résidents en actifs spéculatifs, ce qui rend l'économie britannique vulnérable en période d'incertitude.

La BoE adaptera sa réponse au Brexit

Pour l'heure, le comité de politique monétaire de la BoE s'est ménagé une marge de manœuvre en décidant (à l'unanimité) de maintenir le statu quo sur sa politique monétaire lors de sa réunion du mois de mars. Ce, malgré l'apparition de quelques signes de ralentissement observés fin 2018 et début 2019 en lien avec une activité moins dynamique à l'étranger et les effets de l'incertitude liée au Brexit sur le plan domestique. La BoE se prépare à infléchir sa politique monétaire dans un sens comme dans l'autre selon qu'il s'agira d'un *hard* Brexit ou d'un *soft* Brexit et en fonction des évolutions relatives des facteurs de demande, d'offre et du taux de change¹¹. Enfin, prenant une précaution supplémentaire pour garantir le bon fonctionnement des marchés financiers durant les mois suivant le Brexit, la BoE et la BCE ont activé un accord monétaire spécial qui avait été conclu après la crise de 2008. Elles pourront ainsi fournir des liquidités aux marchés à travers des lignes de *swap*.

Les conséquences de la perte du passeport européen

Tous les agents financiers établis dans l'EEE ont accès au passeport européen qui interdit toute restriction à la libre prestation des services

¹⁰ BNP Paribas (déc. 2018), EcoFlash : *Royaume-Uni : les grandes banques britanniques résisteraient à un choc de grande ampleur, sous certaines conditions.*

¹¹ BoE (février 2019), *Inflation report*

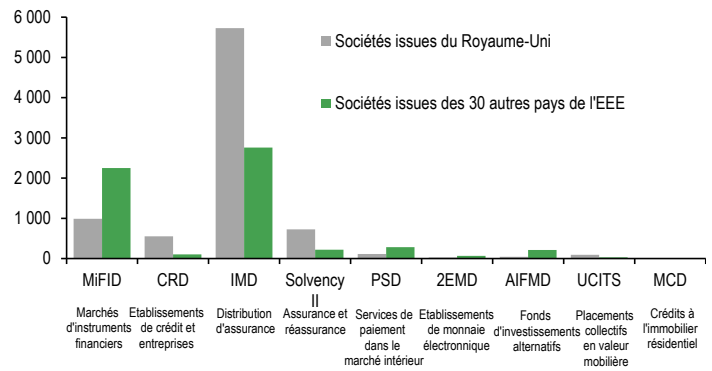
au sein de l'EEE¹². Il incarne l'application du principe du marché commun aux services financiers, permettant ainsi à ses titulaires d'échanger librement des produits et des services financiers au sein des 31 pays de l'EEE et d'y implanter des succursales moyennant quelques autorisations supplémentaires bien moindres que celles requises pour des acteurs issus du reste du monde.

La perte de ce passeport par le Royaume-Uni devrait se traduire par la réorganisation des activités financières en Europe impliquant la création, par des acteurs britanniques et d'autres pays tiers, de nouvelles entités juridiques au sein du reste de l'EEE. Cette contrainte serait plus particulièrement prégnante pour les acteurs non européens qui utilisent leur implantation britannique pour déployer leurs activités sur le continent européen. Des déplacements de transferts de fonds sur les marchés financiers depuis Londres vers d'autres centres financiers européens ont déjà été observés.

Neuf passeports pour neuf types d'activité financière

Le passeport européen, dont bénéficient les 31 pays membres de l'EEE, se décline en réalité en plusieurs passeports. Chacun accorde des droits spécifiques à ses détenteurs qui en cumulent généralement plusieurs pour répondre aux besoins de leur clientèle. C'est pourquoi on dénombre plus de passeports accordés que d'entreprises détentrices.

Nombre de sociétés du Royaume-Uni et du reste de l'EEE détenant au moins un passeport concernant les services financiers en juillet 2016



Graphique 5

Sources : FCA, août 2017, BNP Paribas

En 2016, quelque 360 000 passeports avaient ainsi été accordés à près de 13 500 entreprises. Celles-ci sont majoritairement britanniques (60%) mais elles ne détiennent qu'une faible part des passeports accordés (7%). À l'inverse, on dénombre moins d'agents financiers du reste de l'EEE parmi les détenteurs mais chacun d'entre eux utilise davantage de passeports. Le domaine de l'assurance et celui des instruments financiers sont ceux qui comptent le plus d'entreprises opérant grâce à un passeport, que ce soit au Royaume-Uni ou dans

¹² Conformément au traité sur le Fonctionnement de l'UE, articles 56 à 62.



l'EEE (cf. graphique 5). Toutefois, s'il informe sur le nombre potentiel d'obstacles juridiques à la poursuite des activités transfrontalières après le Brexit, le nombre de passeports par activité ne renseigne pas sur l'ampleur et le type de flux financiers, ou encore sur le nombre d'emplois concernés par la perte du passeport européen.

La nécessité d'un nouveau cadre légal

L'UE est fermement opposée à répliquer le passeport européen au motif que cela offrirait au secteur financier britannique les avantages du marché unique sans en supporter les coûts. À moins que le Royaume-Uni ne rejoigne l'EEE aussitôt après avoir quitté l'UE - un scénario envisagé par certains europhiles mais rejeté par une partie des *Brexiters* en vertu de l'indépendance du Royaume-Uni - le Brexit devrait priver 8 008¹³ entreprises britanniques disposant d'au moins un passeport européen de leur faculté d'échanger librement des services financiers avec les 30 autres pays de l'EEE et d'y implanter des succursales. Réciproquement, les 5 476 entreprises du reste de l'EEE y perdront beaucoup également compte tenu de l'importance du Royaume-Uni en matière de services financiers. Ainsi, les acteurs bancaires originaires du reste de l'EEE devront-ils rapatrier leurs vendeurs. Les banques du Royaume-Uni et celles issues de pays tiers utilisant jusqu'alors Londres comme tête de pont pour échanger avec l'EEE devront, quant à elles, passer par des filiales implantées au sein des 30 autres pays de l'EEE.

La continuité des contrats devrait être assurée

Immédiatement après le Brexit, la plupart des contrats conclus auparavant entre le Royaume-Uni et l'EEE demeureront valides jusqu'à leur échéance, même en cas de *hard* Brexit comme l'ont indiqué le Haut comité juridique de la place financière de Paris (HCJP), l'*European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), et l'Autorité de contrôle prudentiel et de régulation (ACPR).

Les autorités européennes et britanniques ont déjà pris des initiatives en ce sens pour les activités de compensation et d'assurances. Afin de garantir la stabilité financière, la Commission européenne (CE) a ainsi consenti un sursis de 12 mois aux chambres de compensation établies outre-Manche pour continuer de servir leurs clients de l'EEE en cas de Brexit sans accord¹⁴. La BoE estime par ailleurs que les quelque GBP 55 mds de contrats d'assurance conclus entre les parties britanniques et du reste de l'EEE auraient pour l'essentiel déjà été transférés au sein de l'UE (ce qui consiste, le plus souvent, à subroger à la partie britannique l'une de ses filiales établies dans l'UE) afin d'assurer leur viabilité. En tout état de cause, ils seront couverts par deux accords de principes (*Memorandum of Understanding* - MoU) signés par les superviseurs britanniques et du reste de l'EEE pour favoriser la coopération en matière de surveillance, d'application des règles et d'échange de l'information dans le secteur de l'assurance. Ils n'entreront en vigueur qu'en cas de *hard* Brexit.

¹³ Chiffres de la FCA datant de juillet 2016.

¹⁴ European Commission – Press release (19/12/18), *Brexit: European Commission implements « no-deal » contingency action plan in specific sectors.*

Il en va de même pour les trois MoU conclus entre l'Autorité européenne des valeurs mobilières et des marchés (*European Securities and Markets Authority* - ESMA) et la FCA :

- Le premier porte sur la supervision des agences de notation et des registres de données (*trade repo*) et permettra à l'ESMA de continuer à assurer ses missions.
- Le deuxième MoU couvre l'échange d'informations entre la FCA et les superviseurs nationaux de l'UE sur des sujets tels que la surveillance des marchés ou la gestion d'actifs. Il permettra la poursuite des activités de gestion de fonds déléguée, pour le compte d'agents de l'EEE, par des entités établies au Royaume-Uni.
- Enfin, un troisième MoU a trait à la reconnaissance des chambres de compensation et des dépositaires centraux installés au Royaume-Uni afin de minimiser le choc d'un éventuel *hard* Brexit le 12 avril 2019 pour les marchés. Il permet également aux dépositaires centraux britanniques de continuer à traiter les titres irlandais.

Avec ou sans accord, le Royaume-Uni deviendra un pays tiers

En sortant de l'UE, le Royaume-Uni deviendra un pays tiers et sera confronté à d'importantes barrières commerciales en matière de services financiers. Ses entreprises devront, après la perte de leurs passeports européens, se soumettre aux régimes d'équivalence existant sur certains segments de marché si elles souhaitent continuer à échanger avec l'EEE ou à y exercer une activité directement sans y établir de filiale. Pour les autres activités, les relations entre le Royaume-Uni et l'EEE seront régies à titre principal par les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), à moins qu'un accord bilatéral sur le sujet ne soit conclu.

Plusieurs mois durant, la City de Londres a milité pour que les échanges de services financiers postérieurs au Brexit obéissent au principe de reconnaissance mutuelle¹⁵, qu'elle considérait être une solution intermédiaire entre le passeport européen et le régime d'équivalence. Theresa May a cependant fait le choix de ne pas porter cette revendication dans son Livre blanc du 12 juillet 2018. Elle lui a préféré une équivalence élargie, arguant que cette dernière serait cohérente avec l'indépendance juridique du Royaume-Uni, d'une part, et de l'UE, d'autre part, et qu'elle serait, en outre, facilement réalisable et contribuerait à rassurer les marchés. Cette proposition n'a jusqu'à présent pas suscité l'adhésion de l'UE et rien n'a été divulgué s'agissant de la portée opérationnelle des élargissements envisagés.

En novembre 2018, une déclaration politique émanant des chefs d'Etat britannique et européens portant sur l'avenir des relations entre l'UE et le Royaume-Uni était publiée en même temps que le projet d'accord sur le retrait du Royaume-Uni. Le secteur financier y était évoqué *a minima* à travers quatre principes :

¹⁵ La reconnaissance mutuelle consiste en la reconnaissance par les autorités britanniques et de l'EEE de chacune les règles de l'autre partie s'agissant du fonctionnement du secteur financier, ce qui revient plus ou moins à répliquer les conditions du passeport européen.



- La préservation de la stabilité financière, de l'intégrité du marché, de la protection des investisseurs et des consommateurs, ainsi que celle de la juste concurrence.
- Le respect de l'autonomie respective des parties sur le plan réglementaire, sur celui des prises de décisions ainsi que des décisions d'équivalence en fonction de leurs intérêts.
- L'engagement des parties à une collaboration étroite en matière de régulation et de supervision des agents internationaux.
- L'étude des décisions d'équivalence dès le retrait du Royaume-Uni de sorte qu'elles soient conclues d'ici à fin juin 2020, sachant que le retrait des équivalences doit être transparent.

Le principe d'équivalence est propre à chaque acte juridique et doit être approprié au marché concerné¹⁶

Lorsqu'ils existent, les régimes d'équivalence sont élaborés par la Commission européenne avec la contribution de l'EBA, de l'EIOPA et de l'ESMA¹⁷ selon le domaine d'activité concerné. L'approche de la Commission pour accorder ou non l'équivalence repose sur une comparaison de l'esprit et des résultats du cadre légal en vigueur dans l'UE, d'une part, et dans le pays tiers, d'autre part. En théorie, la transposition directe et exacte de la législation européenne dans le droit d'un pays tiers ne garantit pas l'obtention d'un régime d'équivalence. Les décisions d'octroi des équivalences ne sont donc pas cantonnées à l'étude de critères mécaniques. À travers l'octroi d'équivalences, la Commission européenne cherche, en effet, à évaluer le risque auquel ses agents économiques s'exposeraient en échangeant avec des agents financiers issus de pays tiers. C'est pourquoi elle estime pouvoir se montrer particulièrement stricte dans ses décisions d'équivalence au bénéfice du Royaume-Uni compte tenu de l'importance du secteur financier britannique et de l'exposition au risque que cela implique pour les agents de l'EEE.

Les régimes d'équivalence sont calqués sur les différents passeports européens et supposent une concordance des exigences prudentielles et des supervisions entre l'UE et le pays tiers considéré

Les régimes d'équivalence sont très hétérogènes, voire inexistantes pour certaines activités financières (à l'instar de la banque de détail, des prestations de service d'investissement, etc.). En pratique, les entreprises britanniques devront s'acquitter de démarches auprès des autorités de supervision européennes et/ou nationales selon le type d'activité qu'elles souhaitent exercer (cf. tableau 1). Les régimes d'équivalence applicables aux pays tiers sont partiels puisqu'ils ne confèrent pas nécessairement les mêmes droits que le passeport européen, et ils sont parfois géographiquement limités selon qu'ils ont été accordés par la Commission européenne ou un des Etats membres.

Enfin, les équivalences peuvent être retirées à tout moment – moyennant un préavis de 30 jours – dès lors que l'autorité qui les a accordées estime que le pays bénéficiaire s'est éloigné de la réglementation européenne. Le législateur européen a récemment souligné la nécessité de s'orienter vers une harmonisation des pratiques au sein des Etats membres compte tenu de l'interconnexion croissante et déjà élevée entre marchés financiers.

Les activités d'assurance (sous passeports IMD et *Solvency*), d'une part, et celles relatives aux instruments financiers (sous passeport MiFID), d'autre part, comptabilisent le plus d'entreprises opérant sous passeport. Elles pourraient bénéficier d'un régime d'équivalence partiel accordé par la Commission européenne à l'issue du Brexit. Une partie des activités dépendant des passeports IMD et MiFID pourront perdurer à l'échelle de l'EEE (sous condition d'acceptation par les autorités européennes compétentes) mais il est probable que de nombreux contrats d'assurance doivent être délocalisés vers le pays de résidence du client. Par ailleurs, certaines activités bancaires ne sont pas couvertes par un régime d'équivalence, à l'instar du secteur de la banque de détail¹⁸.

Le principe des régimes d'équivalence suppose un socle de règles communes qui contribue au bon fonctionnement des marchés financiers. Il requiert donc une concordance des exigences prudentielles et de la supervision d'un pays avec celle du pays dans lequel il sollicite une équivalence. En pratique, cela suppose que les exigences prudentielles et la supervision bancaire et financière appliquées par le Royaume-Uni ne s'écartent pas sensiblement de celles de l'UE. C'est là un point d'achoppement entre le Trésor britannique (*Treasury*) et la BoE, le premier souhaitant se rapprocher de l'esprit européen en la matière afin d'augmenter la probabilité d'obtenir des équivalences, la seconde souhaitant défendre ses prérogatives. C'est aussi le motif invoqué par l'UE pour rejeter la proposition d'équivalence élargie de Theresa May, arguant qu'elle lierait trop la réglementation de l'EEE à celle du Royaume-Uni.

Le Royaume-Uni conserverait un cadre réglementaire proche de celui de l'UE

Le *Treasury* entend s'appuyer sur une grande enquête réalisée auprès des parties prenantes du secteur pour déterminer s'il convient de continuer de se conformer au cadre réglementaire de l'UE en matière de services financiers ou, au contraire, de s'en éloigner. Jusqu'à présent, le projet britannique semblait plutôt s'orienter vers le maintien d'une proximité vis-à-vis du cadre européen, ne serait-ce que pour garantir la continuité des opérations. Ainsi le *Treasury* s'emploie-t-il à travers ses « instruments statutaires » (*Statutory Instruments* – SI) à retirer du droit britannique les références aux textes et superviseurs de l'Union européenne par exemple. Par ailleurs, une loi a été adoptée en faveur d'un régime temporaire d'autorisation et de reconnaissance

¹⁶ European Commission (27/02/2017) *EU equivalence decisions in financial services policy : an assessment*

¹⁷ Règlements (UE) 1093/2010, 1094/2010 et 1095/2010 du Parlement et du Conseil

¹⁸ European Parliament (2017), *Implications of Brexit on EU financial services*



grâce auquel les agents de marché de l'EEE pourront exercer au Royaume-Uni durant trois ans à condition d'obtenir le renouvellement de l'autorisation chaque année. Enfin, la PRA a réformé son approche de supervision et d'accréditation des banques, organismes d'assurances et chambres de compensation de l'EEE de sorte que

leurs succursales non systémiques (dont les actifs, y compris intragroupes, s'élèvent à moins de GBP 15 mds) devront déclarer leurs activités pour continuer de les exercer.

Modalités d'octroi des équivalences associées aux différents passeports européens

Nom courant et acte légal	Activités concernées	Régime d'équivalence au bénéfice d'agents issus de pays tiers
<p>MiFID II / MiFIR Directive 2014/65/UE et Règlement (UE) n°600/2014</p>	<p>MiFID II : services d'investissement, marchés réglementés, services de communication de données, certaines activités des établissements de crédit agréés par CRD IV.</p> <p>MiFIR : négociation d'instruments dérivés sur plates-formes organisées, compensation, négociation d'indice de référence, services ou activités d'investissement.</p>	<p>Décision d'équivalence prise par la Commission européenne</p> <p>→ Octroi, <u>sous condition de réciprocité</u></p> <p>→ Refus. Les sociétés peuvent solliciter un agrément directement auprès des Etats membres dans lesquels elles veulent opérer ou avec lesquels elles veulent échanger dans le cadre de MiFID II. Cet agrément est <u>limité au seul Etat membre donnant son agrément</u>.</p> <p>MiFIR :</p> <p>MiFID II : Certaines dispositions de MiFID II s'appliquent également aux entreprises d'investissement et aux institutions de crédit agréées au titre de CRD IV lorsqu'elles commercialisent <u>des dépôts structurés ou fournissent des conseils sur ces dépôts</u>.</p> <p>→ Le régime d'équivalence de MiFID II / MiFIR peut alors s'appliquer</p>
<p>CRD IV / CRR Directive 2013/36/UE Règlement n°(UE) 575/2013</p>	<p>Etablissements de crédit et entreprises d'investissement</p>	<p>Pas de régime d'équivalence prévu. Les institutions de crédit issues de pays tiers désirant fournir des services bancaires de détail au sein de l'EEE doivent en <u>faire la demande à chaque pays concerné à moins que cela ne fasse l'objet de négociations avec la Commission européenne</u>.</p>
<p>IMD Directive (UE) 2016/97</p>	<p>Distribution d'assurances</p>	<p>L'agrément doit être sollicité <u>directement auprès de l'Etat membre</u> dans lequel l'agent financier souhaite opérer.</p>
<p>Solvency II Directive 2009/138/CE</p>	<p>Assurance et réassurance</p>	<p><u>Assurance</u> : pas de régime d'équivalence mais des aménagements sont possibles via les filiales notamment.</p> <p><u>Réassurance</u> : équivalence octroyée par la CE et le Conseil</p>
<p>PSD / PSD 2 Directive (UE) 2015/2366</p>	<p>Services de paiement</p>	<p>Agrément octroyé par les autorités compétentes et valable dans tous les Etats membres.</p>
<p>2EMD Directive 2009/110/CE</p>	<p>Etablissements de monnaie électronique</p>	<p>Equivalence <u>accordée par la Commission européenne</u> mais avec une couverture géographique restreinte à l'Etat membre pour lequel l'équivalence a été sollicitée.</p>
<p>AIFMD Directive 2011/61/UE</p>	<p>Fonds d'investissement alternatifs (FIA)</p>	<p>Autorisation <u>accordée par les autorités compétentes de l'Etat membre</u> dans lequel l'agent d'un pays tiers souhaite exercer, <u>uniquement sur le territoire de cet Etat membre ou dans l'ensemble de l'Espace Economique Européen selon l'autorisation sollicitée</u> (et les conditions à remplir).</p> <p>Dans tous les cas, <u>l'autorisation</u> ne concerne qu'une partie des activités de FIA et la Commission européenne doit adopter ces autorisations en s'en remettant à l'avis de l'ESMA.</p>
<p>UCITS Directive 2014/91/UE</p>	<p>Placements collectifs en valeur mobilières (OPCVM)</p>	<p>Pas de régime d'équivalence prévu.</p>
<p>MCD Directive 2014/17/UE</p>	<p>Crédits aux consommateurs relatifs aux biens immobiliers à usage résidentiel</p>	<p>Pas de régime d'équivalence prévu.</p>
<p>EMIR Règlement (UE) 648/2012</p>	<p>Produits dérivés de gré à gré, contreparties centrales et référentiels centraux</p>	<p><u>Equivalence accordée par la Commission européenne à des agents reconnus par l'ESMA</u> (chambres de compensation, référentiels centraux et banques centrales).</p>

Tableau 1 Sources : Parlement européen (2017), Implications of Brexit on EU Financial Services Eur-Lex, BNP Paribas



Dans ce contexte, les acteurs financiers établis dans l'EEE pourront continuer à opérer au Royaume-Uni à travers leurs succursales, mais ils devront s'adapter à la perte du passeport européen par les Britanniques, par exemple en rapatriant leurs vendeurs au sein de l'EEE.

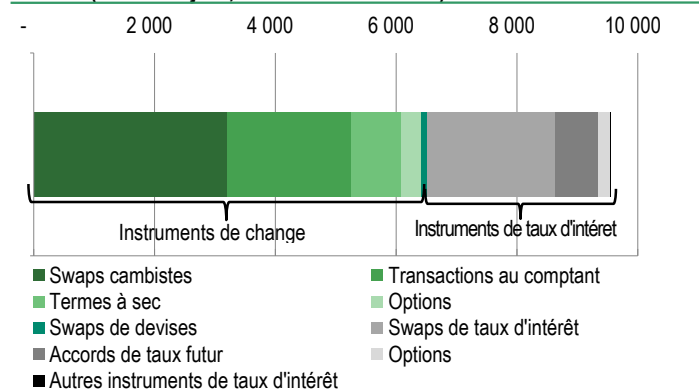
Inquiétudes écartées pour les activités de compensation

En septembre 2009, les chefs d'Etat du G20 ont émis le souhait que toutes les transactions réalisées sur produits de type dérivés standardisés soient prises en charge par une chambre de compensation, comme cela était déjà le cas pour les transactions réalisées sur les marchés organisés. Dans l'Union européenne, cela s'est traduit par l'élaboration du règlement EMIR (cf. tableau 1) et a favorisé le développement des chambres de compensation.

Le Royaume-Uni, premier marché mondial dans les dérivés OTC

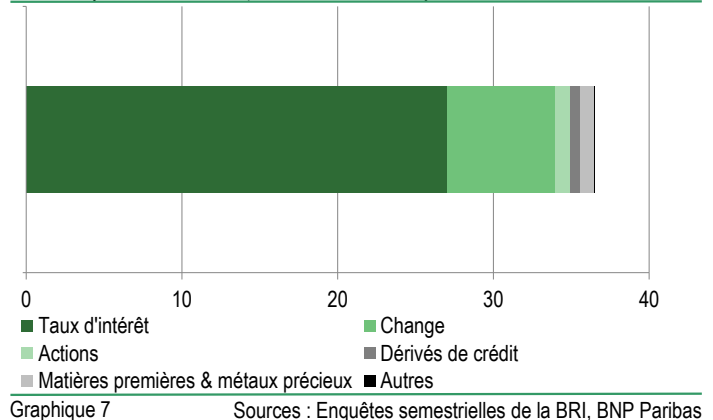
Les marchés des dérivés font l'objet de différentes enquêtes de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Ses enquêtes triennales sont les plus vastes puisqu'elles portent sur 54 pays à travers le monde et estiment le montant des transactions journalières sur OTC à USD 9 553 mds en 2016 (montant notionnel) pour les seuls dérivés de change et dérivés de taux (cf. graphique 6).

Répartition du marché des dérivés par type de risques et d'instruments en 2016 (Mds USD/jour, montants notionnels)



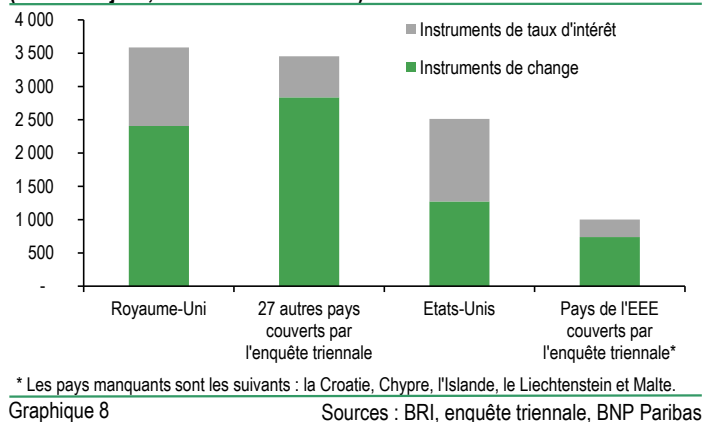
Plus fréquentes, ses enquêtes semestrielles portent sur 13 pays à travers le monde permettent d'estimer à USD 36,1 trillions l'encours des dérivés de type OTC en 2016 (valeur de marché). 39% du marché était alors compensé par des chambres de compensation (62% si on raisonne en montants notionnels – cf. graphique 7).

Décomposition de l'encours des dérivés OTC par type de risques en 2016 (trillions de USD, valeur de marché)



En 2016, les sociétés financières britanniques déclaraient USD 3 587 mds de transactions quotidiennes sur le marché des OTC selon l'enquête triennale de la BRI (montant notionnel), ce qui positionne le Royaume-Uni comme le leader mondial (cf. graphique 8).

Taille des marchés des dérivés de type OTC en 2016 (Mds USD/jour, montants notionnels)



Par ailleurs, les chambres de compensation situées au Royaume-Uni traitent 40% des opérations sur swaps de crédit et 90% des opérations sur swaps de taux d'intérêt libellés en euro des banques de la zone euro.

Le marché européen de la compensation se réorganise

La compensation est une activité faiblement intense en main-d'œuvre. Les trois principales chambres de compensation opérant à Londres et disposant d'une autorisation pour commercer avec l'UE emploient en effet environ 1 400 personnes (713 pour Ice Clear, 641 pour LCH et 45 pour LME), contre 220 pour l'allemande Eurex Clearing. Cette dernière ambitionne de profiter du Brexit pour accroître ses parts de marché. Elle a, de fait, connu une augmentation sensible de son activité au cours des derniers mois.

En parallèle, LCH délocalise une partie de ses activités vers sa filiale parisienne – à l'exception des contrats sur taux d'intérêt libellés en euro, tandis que LME a sollicité une licence pour exercer en Allemagne et aux Pays-Bas. Enfin, CME group a annoncé début novembre 2018 la délocalisation de sa filiale BrokerTec Europe Ltd, leader dans les activités de repo, de Londres à Amsterdam. Quelque EUR 210 mds échangés chaque jour et 90 employés seraient concernés.

Le marché européen de la compensation est donc en cours de réorganisation. Ce processus devrait se traduire par un rééquilibrage des volumes entre la place de Londres et les places d'Europe continentale et déboucher, à terme, sur une répartition multipolaire appelée de leurs vœux par les superviseurs de l'Union européenne. L'adaptation dont font preuve les acteurs de ce marché devrait permettre la poursuite des activités de compensation, y compris en cas de Brexit sans accord. La Commission européenne a toutefois pris une précaution supplémentaire pour éviter tout risque d'interruption sur ce marché en prévoyant un dispositif temporaire autorisant les chambres de compensation britanniques à continuer de servir leurs clients de l'EEE en cas de *hard* Brexit. Actuellement prévue pour fonctionner un an, il est raisonnable de penser que la Commission européenne prolongerait la mesure si nécessaire.

Bien qu'indépendante du Brexit, la révision par l'UE de son cadre réglementaire des activités de compensation – EMIR – exercera une influence sur la localisation des activités de compensation. Dans sa forme actuelle, EMIR est contesté en raison de l'avantage qu'il offrirait aux chambres de compensation implantées dans les pays tiers au détriment de celles établies dans un pays de l'UE. La remise en cause de cette distorsion de concurrence potentielle constitue l'objectif premier d'EMIR II qui pourrait, au mieux, entrer en application d'ici la fin de l'année 2019¹⁹.

En attendant, et en vertu du principe d'équivalence, les chambres de compensation implantées dans les pays tiers demeurent supervisées par le superviseur local. En revanche, EMIR II conditionnerait le contrôle et la localisation des chambres de compensation à leur degré de systémicité. Celles qui ne seraient pas jugées systémiques pourraient continuer d'opérer depuis leur pays d'implantation, y compris s'il s'agit de pays tiers moyennant l'obtention d'une autorisation par la Commission européenne. Les autres pourraient faire l'objet d'une supervision conjointe de l'ESMA et de la banque centrale du pays concerné et être soumises à des exigences prudentielles supplémentaires en fonction de leur niveau de systémicité. Celui-ci serait déterminé par l'ESMA en concertation avec la banque centrale du pays concerné.

Compensation de produits dérivés dans le cadre d'une chambre de compensation : définitions et ordres de grandeur.

La compensation est un mécanisme permettant aux institutions financières membres d'une chambre de compensation, de régler les montants dus et de recevoir les actifs correspondants aux transactions qu'elles ont effectuées sur les marchés. La compensation s'exerce par l'agrégation de toutes les positions (d'achats et de ventes) par types de produit/actif détenu par chaque teneur de compte, et se matérialise par un solde net dû ou à recevoir ainsi que par des flux nets de titres à livrer ou à recevoir vis-à-vis de la chambre de compensation. Ainsi les agents financiers n'ont ce faisant plus d'échanges financiers et de titres qu'avec la chambre de compensation (s'agissant des opérations compensées via la chambre de compensation), et non plus avec leurs contreparties initiales sur les marchés. Le risque de contrepartie est alors assumé par la chambre de compensation qui scelle le contrat et sert d'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur. Elle occupe ainsi un rôle central dans le système financier. C'est pourquoi le cadre légal autour des activités de compensation aiguise autant l'intérêt de la sphère financière.

Certains des contrats à l'origine de ces compensations prennent la forme de produits dérivés. Leur finalité première est de permettre aux contractants de se prémunir contre les risques entourant une transaction financière. Il existe ainsi plusieurs types de contrats et de risques associés et donc plusieurs types de produits dérivés (de taux d'intérêt, de crédit, de matière première, de change, etc.) Ils peuvent être répertoriés en deux catégories : les contrats de gré à gré (*over-the-counter* ou OTC) et les *exchange trade derivatives* (ETD), sachant que les ETD sont des dérivés échangés sur des marchés régulés de l'UE ou d'un pays tiers considéré comme équivalent. Les OTC sont majoritaires et représentaient ainsi 83% du marché en UE en 2017 selon l'ESMA.

Sur cette base, une chambre de compensation implantée dans un pays tiers pourrait se voir jugée trop systémique au point que des exigences prudentielles supplémentaires ne garantiraient pas une sécurité suffisante et que la chambre de compensation devrait s'implanter dans l'UE. Le FMI soutient partiellement la Commission, estimant que le contrôle des activités de compensation en euro par les autorités de supervision européennes est justifié par leur importance systémique. En revanche, le Fonds estime qu'il serait très coûteux de transférer ces activités au sein de l'UE²⁰, arguant que la compensation est une activité dont l'efficacité est une fonction croissante de la quantité et la diversité des devises traitées en un même lieu.

¹⁹ European Parliament (2018), Brexit, Financial stability and the supervision of clearing systems.

²⁰ IMF (July 2018) Euro area policies – 2018 Article IV



Avec ou sans accord sur les modalités de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne, ses échanges de services financiers avec le reste de l'EEE seront soumis à un nouveau cadre juridique. Selon toute vraisemblance, il devrait s'agir du régime des équivalences, à moins que le Royaume-Uni ne rejoigne l'EEE après avoir quitté l'UE ou que les autorités britanniques et européennes ne s'accordent sur un cadre plus favorable. Car, nonobstant les avantages qu'il procure, le régime des équivalences demeure plus restrictif que celui du passeport européen. Cela étant, sa seule existence contribue à faire du secteur financier l'un des mieux préparés au Brexit. Dans l'intervalle, les efforts conjoints des professionnels du secteur et de leurs autorités de tutelle garantissent la continuité des activités dès le lendemain du Brexit, même si celui-ci devait intervenir sans accord.

In fine, la City pourrait voir son statut de place financière de premier plan pour le moins écorné. L'Union européenne entend profiter de cette nouvelle donne pour renforcer l'attractivité de ses places financières, tout en encourageant une répartition géographiquement harmonieuse des activités entre les principales d'entre elles. Ce processus qui s'inscrit dans la durée s'est déjà traduit par des initiatives nationales complémentaires de celles conduites par la Commission européenne dans son champ de compétence. Ainsi, la France s'est préparée au Brexit en adoptant les ordonnances Le Drian qui visent à faire face à un Brexit désordonné (cf. encadré ci-après) ou encore en soignant l'attrait de la Place de Paris.

Enfin, au-delà des conséquences directes du Brexit sur le secteur financier, la sortie de l'UE du Royaume-Uni est susceptible d'avoir des implications beaucoup plus larges sur les échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et ses partenaires européens, *via* l'augmentation des droits de douane. L'impact dépendra notamment de la répartition géographique des chaînes de valeur qui ont connu, dans nombre de secteurs, une internationalisation croissante.

Achévé de rédiger le 29 mars 2019

laure.baquero@bnpparibas.com



Synthèse du projet de loi habilitant le gouvernement à prendre par ordonnances les mesures de préparation au retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (dit « ordonnances Le Drian ») s'agissant du secteur financier :

Dans l'éventualité où le Royaume-Uni sortirait de l'UE sans accord, l'Etat français est autorisé à prendre par ordonnance et dans un délai de 12 mois suivant la publication de la loi en question certaines mesures relevant du droit français. Le projet de loi correspondant est prêt. Il a été présenté au Sénat le 3 octobre 2018 et certaines de ces mesures concernent le secteur financier :

1. L'accès des entités françaises aux systèmes de règlement interbancaire et de règlement livraison des pays tiers dont le Royaume-Uni. Les entités françaises concernées sont les chambres de compensation, les systèmes de paiement assurant le règlement interbancaire des paiements de détail ou des paiements de montant élevés entre institutions financières, les systèmes de règlement - livraison qui assurent le dénouement effectifs des transactions sur instruments financiers, les registres centraux de données.
 - En l'état actuel des choses, le droit français ne reconnaît pas l'applicabilité des dispositions de la directive 98/26/CE aux participants aux systèmes régis par la loi d'un pays ne faisant pas partie de l'EEE, de même qu'après le Brexit, les dispositions de la directive 98/26/CE ne s'appliqueront plus à ces systèmes en cas de faillite ou d'insolvabilité d'un participant français, ce qui peut conduire le système à refuser les participants français au motif des incertitudes juridiques importantes qu'ils créent pour le système.
 - Les mesures envisagées par le gouvernement français visent à permettre aux agents français de continuer à intervenir sur le marché des changes et le marché britannique après le Brexit de sorte à ne pas remettre en cause la place qu'ils occupent actuellement sur ce marché. Il s'agira de faire bénéficier certains systèmes de paiements spécifiques britanniques des protections apportées par la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.
2. La continuité de l'utilisation des conventions cadres en matière de services financiers et la sécurisation des conditions d'exécution des contrats conclus antérieurement au Brexit. Trois situations pour lesquelles il demeure des incertitudes sur la bonne exécution des contrats ont été identifiées dans les domaines :
 - des assurances car ce domaine couvre des risques longs pouvant donner lieu à la fourniture de services / versement de prime après le Brexit bien que le contrat lui soit antérieur,
 - des services d'investissements, par exemple si l'établissement britannique prend l'initiative de modifier une obligation essentielle d'une transaction conclue avant le Brexit,
 - et de la gestion d'actifs car elle implique des prises de décisions et des actions d'achat/ vente d'instruments financiers tout au long du mandat.

Pour les assurances et la gestion d'actifs, il convient donc de transférer les contrats concernés vers une entité agréée en EEE. S'agissant des services d'investissement, il convient de fixer limitativement les modifications qui constituent des obligations essentielles des parties.

En réponse, le gouvernement français entend définir un régime de gestion extinctive des contrats en cours (pour ceux qui présenteraient des incertitudes pour les co-contractants) de sorte que les prestataires exécuteraient leurs engagements en effectuant les opérations strictement nécessaires à l'apurement des situations existantes au mieux des intérêts des clients.
3. Enfin, le droit français doit être modifié sur deux points pour permettre le développement du contrat type de l'Association internationale des *swaps* et dérivés (ISDA). Il s'agit :
 - d'étendre le champ des opérations éligibles à la compensation - résiliation afin de couvrir les opérations de change au comptant (*spot FX*) et la vente, l'achat et la livraison de métaux précieux ou encore les opérations sur quotas de CO₂ puisque toutes ces opérations ne sont pour l'heure par couvertes par le droit français.
 - de donner la possibilité pour deux parties à un contrat de dérivés de facturer des arriérés de retard capitalisés en cas de défaut de paiement, y compris si les arriérés échus depuis moins d'un an, contrairement à ce qui est actuellement en vigueur. Ceci implique de prévoir, exclusivement pour les conventions financières de types ISDA (c'est-à-dire hors contrats courants relevant notamment du crédit à la consommation) que la capitalisation des intérêts est possible lorsqu'il s'agit d'intérêt dus pour une période inférieure à une année entière.

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'événement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détener une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre de la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.
Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION ECO NEWS
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change