

CONJONCTURE

Mai 2017 : n°5

L'avenir de la régulation bancaire américaine en question

Les projets de déréglementation financière de la nouvelle administration américaine suscitent de vives inquiétudes en matière de stabilité financière. Le contenu précis de la réforme n'a, pour l'heure, pas été précisé ; le soutien que le Congrès y accorderait demeure, quant à lui, incertain. De nombreuses voix plaident pour (re)faire de l'exigence de levier le socle du cadre prudentiel américain. Le périmètre d'application de Bâle 3 serait resserré et le corpus de règles bâloises appliqué, restreint.

Par Céline Choulet

p.2

Brexit : le champ des possibles

Le référendum britannique de juin 2016 et le déclenchement de l'article 50 ont donné le coup d'envoi à une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Le processus promet d'être long et jalonné d'obstacles. Les sources potentielles de conflits sont en effet nombreuses, à commencer par le calcul de la somme que le Royaume-Uni devra verser à l'Union européenne lors de sa sortie et le statut des ressortissants européens présents sur le sol britannique. La négociation d'un nouvel accord commercial constitue, cependant, le principal enjeu de ces prochaines années en raison des liens étroits qui unissent le Royaume-Uni et l'Union européenne. Il existe a priori peu d'options compte tenu du souhait du Royaume-Uni de mettre fin à la libre circulation des personnes.

Par Catherine Stéphan

p.16



DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

L'avenir de la régulation bancaire américaine en question

Céline Choulet

Les projets de déréglementation financière de la nouvelle administration américaine suscitent de vives inquiétudes en matière de stabilité financière. Le contenu précis de la réforme n'a, pour l'heure, pas été précisé ; le soutien que le Congrès y accorderait demeure, quant à lui, incertain. De nombreuses voix plaident pour (re)faire de l'exigence de levier le socle du cadre prudentiel américain. Le périmètre d'application de Bâle 3 serait resserré et le corpus de règles bâloises appliqué, restreint.

La nouvelle administration américaine a annoncé une vaste réforme de la réglementation financière, accusée de contrarier le financement de l'économie, la croissance économique et la création d'emplois aux Etats-Unis. Les modalités de cette réforme n'ont, pour le moment, pas été précisées ; le soutien que le Congrès y accorderait demeure, quant à lui, incertain. Les déconvenues ou reports auxquels le président Trump a dû se résoudre, sur des sujets dits prioritaires tels que la réforme du système d'assurance-santé ou la réforme fiscale, ont rappelé, s'il était nécessaire, que les pouvoirs du président ne sont pas illimités. La conduite des projets de déréglementation de la nouvelle administration pourrait, en outre, s'en trouver retardée.

L'abrogation pour tout ou partie de la loi Dodd Frank est au cœur de l'ambition réformatrice de Donald Trump. Par cette vaste réforme financière promulguée en juillet 2010, l'administration Obama entendait promouvoir une plus grande stabilité financière aux Etats-Unis, limiter l'aléa moral inhérent au caractère « *too big to fail* » de certaines institutions financières et protéger les contribuables et les consommateurs de produits financiers. Au cours des sept dernières années, dans le cadre de la mise en application de la loi, les régulateurs se sont notamment attachés à renforcer l'architecture de la supervision financière, à resserrer les critères d'octroi de crédits et les exigences de transparence des émetteurs de produits titrisés, à durcir le cadre réglementaire applicable aux plus grandes banques, à limiter leurs activités spéculatives, à institutionnaliser la conduite récurrente de tests de résistance ou encore à encadrer les politiques de distribution de dividendes et/ou de rachat d'actions.

En soumettant au vote une loi dès l'été 2010, alors que les instances internationales de régulation financière (Comité de Bâle, FSB) n'avaient pas encore formulé leurs recommandations finales, les Etats-Unis ont incontestablement cherché à prendre les devants sur certains sujets majeurs tels que le traitement du risque systémique et la régulation des marchés de dérivés. L'enjeu était aussi de voter une loi emblématique, au lendemain de l'une des plus graves crises financières qu'aient connues les Etats-Unis, susceptible de mieux protéger les contribuables d'éventuelles faillites bancaires. De portée très générale, la loi Dodd Frank offrait aux régulateurs une grande latitude d'interprétation (autorisant un durcissement ou un assouplissement des règles prévues) et d'application (périmètres, définitions précises des activités et produits concernés, délais de mise en conformité). Les conflits politiques, le manque de moyens financiers, l'éparpillement des compétences et les difficultés de coordination entre régulateurs ont ralenti le processus de

déclinaison de la loi en mesures d'application, introduit de nombreux reports et exceptions. La complexité de la loi, l'encadrement insuffisant des acteurs et des marchés « de l'ombre » (*shadow banking*), le manque de crédibilité des modes de gestion et de résolution de crise proposés lui ont notamment été reprochés. Lors de son allocution de départ de la Réserve fédérale, le 5 avril dernier, Daniel Tarullo, grand « promoteur » du durcissement de la régulation financière, préconisait quelques ajustements afin d'en gommer les imperfections. D. Trump prêche, quant à lui, en faveur d'un plus grand pragmatisme en proposant de supprimer toute règle qui ne produirait pas les effets escomptés mais aurait des effets indésirables sur l'économie.

Certes, la question de l'incidence de la réglementation financière sur la croissance économique mérite d'être soulevée. Une dérégulation d'envergure présenterait, toutefois, de sérieux risques pour la stabilité financière. Par ailleurs, cela mettrait à mal la coopération internationale et ruinerait les efforts récents d'harmonisation des cadres prudentiels, entrepris dans l'enceinte du Comité de Bâle, entre grandes zones économiques. Les recommandations du Comité ne sont pas contraignantes juridiquement, mais engagent moralement ses membres. Elles sont traduites en droit interne par le biais de règlements ou de directives suivies de lois nationales dans l'Union Européenne, de *final rules* aux Etats-Unis. Or, si la loi Dodd Frank a mis en échec la migration des Etats-Unis vers Bâle 2, la déclinaison de ses recommandations en matière de régulation prudentielle a principalement consisté, à partir de juillet 2013, en une convergence des normes américaines vers les standards internationaux de Bâle 3, à mesure que ces derniers étaient précisés. Leur abandon risquerait de fragiliser la solvabilité et la liquidité des établissements bancaires américains, d'introduire des distorsions de concurrence, d'ouvrir la voie à de l'arbitrage réglementaire.

Les projets de déréglementation de la nouvelle administration comportent de nombreuses incertitudes et ne sont pas exempts de risques. Les critiques à l'égard de Bâle 3, jugé contraire aux intérêts américains, sont, en particulier, très vives. Pourtant, la vision américaine a, jusqu'à présent, été très influente au sein des instances de régulation internationales. Elle a notamment inspiré deux exigences de fonds propres renforcées, désormais en réflexion au sein du Comité. Actuellement, l'ensemble des établissements bancaires sont soumis aux exigences minimales de fonds propres pondérés de Bâle 3 en approche standard. Les régulateurs américains ont, en revanche, opté pour une application différenciée, selon la taille des établissements, des autres règles prudentielles (mesure des risques selon l'approche avancée, ratio de levier, ratio de liquidité ...). S'il



semble peu probable que le cadre réglementaire soit substantiellement assoupli, le périmètre d'application de Bâle 3 pourrait être resserré et le corpus de règles bâloises appliqué, restreint. C'est le sens de deux propositions de réforme, lesquelles envisagent de calibrer l'exigence de levier à un niveau tel qu'elle s'imposerait, pour les établissements dispensés de Bâle 3, non pas en qualité de limite extrême, mais comme une contrainte permanente.

Les projets de déréglementation financière

Pour l'heure, aucune mesure concrète visant à réformer le cadre réglementaire applicable aux banques n'a été annoncée. Au cours des derniers mois, des déclarations assez générales, parfois contradictoires, ont été tenues au sein du camp Républicain, les uns plaçant pour une nouvelle version du *Glass-Steagall Act* (loi de séparation des activités bancaires de 1933, abolie en 1999), les autres pour une vaste déréglementation par le biais d'une abrogation du *Dodd Frank Act* (DFA). Le président Trump ne cache guère sa profonde aversion à l'égard du DFA¹. A la mi-avril, lors du Strategic and Policy forum, qui regroupe régulièrement à la Maison Blanche des dirigeants de l'industrie financière et des membres de l'administration, D. Trump a réitéré ses promesses « d'éliminer les réglementations horribles du DFA, d'en conserver certaines mais d'en éliminer beaucoup » afin de « permettre aux banques de prêter à nouveau ».

Un changement de paradigme

Depuis son investiture, D. Trump multiplie les décrets présidentiels. Le 3 février dernier, il signait un décret (*executive order*) d'orientation générale exposant les sept principes clés qui devraient, selon lui, présider à la refonte de la régulation financière : a) permettre aux Américains d'épargner et d'investir de manière informée et indépendante ; b) éviter que les contribuables ne soient mis à contribution dans le cadre de sauvetages ; c) garantir la croissance économique et la robustesse des marchés financiers par la conduite d'études d'impact rigoureuses ; d) soutenir la compétitivité des entreprises américaines ; e) promouvoir les intérêts américains dans les négociations internationales ; f) rendre la régulation efficace et adaptée ; g) restaurer la responsabilité publique des agences de régulation fédérales et rationaliser le cadre réglementaire. Le nouveau secrétaire au Trésor et les régulateurs financiers, réunis au sein du Conseil des autorités de stabilité financière (FSOC²), se sont vus confier le soin d'examiner, dans un délai de 120 jours, si les textes de lois et règlements existants respectent ces principes. Des projets de loi pourraient être présentés à partir du mois de juin sur la base de ce

rapport, sans doute préliminaire vu l'ampleur de la tâche. En complément de ces dispositions, le 21 avril, le président Trump suspendait pour six mois, par voie de memorandum, le recours à deux outils créés par le DFA : la procédure de liquidation ordonnée pour les établissements dont la faillite aurait des conséquences systémiques et la procédure de désignation d'institutions financières systémiques non bancaires. Le secrétaire au Trésor doit se prononcer, dans un délai de 180 jours, sur l'opportunité de maintenir le cadre de résolution institué par le titre II du DFA. Il doit notamment évaluer les risques d'aléa moral (prise de risque excessive des établissements) qui y sont associés et les effets probables, dans le régime actuel, d'une faillite d'un établissement financier. La solution alternative d'une révision de la loi sur les faillites est explicitement envisagée. Le second memorandum porte sur la désignation d'acteurs systémiques non bancaires par le FSOC. La transparence des processus de désignation et le respect des procédures établies par le FSOC devront être évalués. Le Trésor doit, également, étudier les risques que peuvent poser pour le contribuable et pour la stabilité financière le fait de désigner comme systémiques des acteurs non bancaires ou des infrastructures de marché et de les soumettre à une supervision renforcée.

Près de sept ans après sa promulgation, une revue en profondeur des réglementations issues de la loi Dodd Frank est sans doute la bienvenue. Constitué principalement de recommandations générales, le DFA appelait, en effet, la rédaction de 390 mesures d'application. En juillet 2016, 70% des règles avaient été finalisées et 10% étaient encore provisoires³, ajoutant près de 25 000 pages de règles finales et propositions de règles au registre fédéral, par une dizaine de régulateurs fédéraux différents.

Le décret présidentiel du mois de février invite toutefois à un vrai changement de paradigme. Ainsi, si le DFA poursuivait l'ambition d'initier un programme de réformes financières d'envergure visant à promouvoir une plus grande stabilité financière et à mieux encadrer le risque systémique, l'accent est à présent mis sur la nécessité d'édicter des règles qui ne soient pas préjudiciables à la croissance économique et à la création d'emplois aux Etats-Unis. Les coûts et bénéfices de chacune des réglementations devront être précisément évalués⁴, la transparence des agences de régulation et de supervision, renforcée et les intérêts américains, plus vigoureusement défendus (conformément à l'adage, cher à la nouvelle administration, « *America first* »).

La révision de la régulation financière, suspendue à l'aval du Congrès

Divers projets de réforme du cadre actuel ont été évoqués tels qu'une révision des pouvoirs accordés aux agences de régulation et de

¹ « *Dodd-Frank is a disaster* », « *We expect to be cutting a lot out of Dodd Frank because, frankly, I have so many people, friends of mine, who have nice businesses who can't borrow money [...] because of the rules and regulations in Dodd-Frank* ».

² The Board of Governors of the Federal Reserve System, the Office of the Comptroller of the Currency, the Bureau of Consumer Financial Protection, the Securities and Exchange Commission, the Federal Deposit Insurance Corporation, the Commodities Futures Trading Commission, the Federal Housing Finance Agency, the National Credit Union Administration, the Office of Financial Research and the Federal Insurance Office.

³ Les 20% restants n'avaient pas fait l'objet d'une proposition.

⁴ En vertu du décret du 30 janvier, au cours de l'exercice budgétaire 2017, le coût net associé à la mise en place d'une nouvelle réglementation devra être nul ; pour les exercices suivants, les responsables des agences gouvernementales devront identifier pour chaque réglementation entraînant un coût supplémentaire un moyen de le compenser en supprimant une règle existante. Une décision de justice est attendue sur un recours à l'encontre du décret signé le 30 janvier qui exige que pour chaque nouvelle règle édictée, au moins deux précédentes réglementations soient supprimées.



supervision, une réécriture de la règle Volcker⁵, un assouplissement des critères d'octroi de crédit, un allègement des exigences prudentielles spécifiques aux *community banks*⁶, un relèvement du seuil de désignation des banques d'importance systémique⁷ ou encore une simplification des exercices de *stress tests*. A court terme, les modalités de la dérégulation financière, prônée par la nouvelle administration américaine, demeurent toutefois floues.

D'abord, force est de constater que la réforme de la réglementation financière ne semble pas constituer la priorité du nouveau président. Lors de son premier discours en qualité de président des Etats-Unis devant le Congrès le 28 février dernier, il n'a ni mentionné le DFA ni précisé les projets de son administration en matière de dérégulation.

Ensuite, la période d'audition des candidats à certains postes clés n'a débuté qu'à la fin mars⁸. Une vingtaine de postes vacants au sein des agences de régulation (notamment le poste de vice-président de la Réserve fédérale, en charge de la supervision⁹) ou du département du Trésor attendent d'être pourvus et/ou confirmés par le Sénat.

Enfin, la régulation financière, lorsqu'elle a force de loi, ne peut être révisée autrement que par la voie législative. Or si la Chambre des Représentants est contrôlée par les républicains, les démocrates disposent d'une minorité de blocage au Sénat. Au sein de la Chambre haute du Congrès américain, l'adoption d'une loi requiert généralement 60 voix sur 100 (*filibuster*). Or les républicains ne disposent que de 52 sièges de sénateurs. A structure inchangée, huit voix démocrates seraient nécessaires pour que certains amendements puissent être votés. Le souhait d'assouplir la réglementation applicable aux petites banques, de relever le seuil de 50 milliards de dollars au-delà duquel les exigences sont durcies, d'alléger le cadre des *stress tests* (notamment sa partie qualitative) ou encore de simplifier la règle Volcker bénéficie d'un assez large consensus au sein des milieux politiques comme des régulateurs. Un accord bipartisan visant à relâcher les critères d'octroi des crédits, à supprimer la règle Volcker ou assouplir les règles prudentielles de solvabilité et de liquidité applicables aux grandes banques devrait être en revanche plus difficile à atteindre. Le temps réglementaire est, par ailleurs, relativement long : le Congrès doit se saisir des projets de loi, puis les voter ; les régulateurs – au nombre de cinq ou six parfois

pour une même règle – doivent ensuite interpréter la loi sous la forme d'une règle (à l'issue généralement d'une consultation) avant de la rendre applicable (parfois selon un calendrier de mise en œuvre progressive). A titre d'illustration, la règle Volcker, inscrite dans la loi Dodd Frank de 2010, n'a été finalisée par les cinq agences de régulation concernées qu'en 2013. Pour certains types d'expositions, les banques ont, ensuite, obtenu un délai qui court jusqu'en 2022 pour s'y conformer pleinement.

Aucune norme prudentielle de fonds propres ou de liquidité applicable aux banques ne pourra être amendée ou suspendue sans l'accord du Congrès. Certaines règles non finalisées, encore au stade de propositions ou de projets, tels que le ratio de liquidité à long terme bâlois (NSFR) proposé en mai 2016 ou le projet de durcissement des exigences spécifiques aux plus grandes banques dans le cadre des *stress tests* (*systemic buffer*), pourraient, en revanche, être abandonnées sans vote du Congrès.

Certaines modifications pourraient également être apportées dans le cadre de la procédure de réconciliation budgétaire qui ne nécessite qu'une majorité simple au Sénat (51 voix favorables). Ce type de procédure est toutefois réservé aux questions touchant au budget fédéral. Le Bureau de Protection des Consommateurs de Produits Financiers (CFPB) pourrait être contraint de faire valider son budget auprès du Congrès ; les fonds fédéraux alloués à l'Office of Financial Research (OFR) pourraient être supprimés ; les prérogatives du FSOC et de l'agence fédérale de garantie des dépôts (la FDIC) en matière de supervision du risque systémique et de résolution ordonnée, déjà ciblées par les memoranda du 21 avril, pourraient être fortement réduites par ce biais.

Un mode de financement désintermédié

Qu'une phase de dérégulation puisse s'amorcer aux Etats-Unis, épicerie de la crise des *subprimes*, peut sembler paradoxal. Que la question des effets de la réglementation sur la capacité des banques à prêter soit posée avec autant de vigueur dans une économie désintermédiée l'est plus encore.

La structure de financement de l'économie américaine relève, en effet, beaucoup plus des marchés de capitaux que du canal des crédits bancaires. A titre d'illustration, on estime qu'aux Etats-Unis, les banques n'intermédiat, sous forme de prêts, qu'un tiers de la dette des ménages et des sociétés non financières. C'est presque deux fois moins que dans la zone euro (cf. graphique 1). A l'activité traditionnelle d'origination et de conservation jusqu'à maturité des prêts, encore très répandue en Europe, s'opposent, aux Etats-Unis, des pratiques plus désintermédiées. La profondeur et la liquidité des marchés de capitaux, d'une part, et les garanties fédérales sur le marché secondaire des prêts hypothécaires, d'autre part, en constituent deux puissants soutiens¹⁰ (cf. graphique 2). Depuis le milieu des années 1990, les titres de dette constituent le premier vecteur d'endettement des sociétés non financières américaines : à ce jour, près de 70% de la dette des entreprises est mobilisée sous forme de titres (contre 15% en zone

⁵ La règle Volcker (section 619 du DFA) vise à séparer certaines activités risquées (interdiction des activités de négoce pour compte propre, limitées à l'exposition aux fonds de capital investissement ou aux hedge funds) de celles couvertes par les garanties publiques.

⁶ Etablissements de dépôts dont le bilan n'excède pas 10 milliards de dollars selon la définition de la Réserve fédérale.

⁷ Le DFA a fixé ce seuil à 50 milliards de dollars : au 31 décembre 2016, 38 Bank Holding Companies américaines ou Intermediate Holding Companies de banques étrangères implantées aux Etats-Unis affichaient une taille de bilan excédant ce seuil. Avec un seuil relevé à 100 milliards de dollars, la liste des banques dites systémiques compterait 32 établissements ; à 150 milliards de dollars, elle se réduirait à 21 entités.

⁸ Le 2 mai, le Sénat a confirmé la nomination de Jay Clayton au poste de Chairman de la Securities and Exchange Commission (SEC), avec 61 voix favorables (contre 37 défavorables).

⁹ Le gouverneur de la Fed J. Powell a été nommé à la tête du Comité de la Supervision et de la Régulation de la Fed. En l'absence de vice-président en charge de la supervision bancaire au sein du Conseil des gouverneurs (le nom de Randal Quarles a été évoqué), J. Powell devrait dans les faits remplir ce rôle dans les prochains mois, à l'instar de D. Tarullo jusqu'à présent.

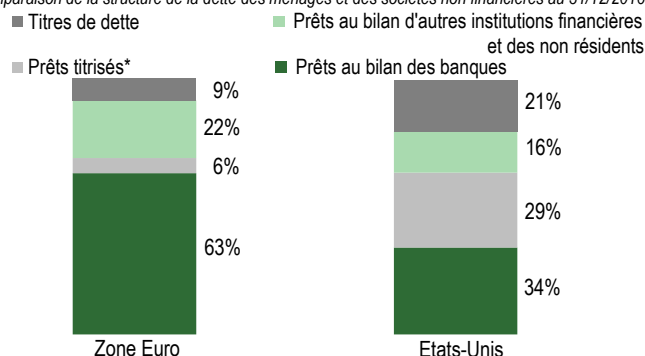
¹⁰ Voir C. Choulet et Y. Shulyatyeva : Aux origines de la désintermédiation bancaire américaine, BNP Paribas, Conjoncture 16-01, Janvier 2016.



euro). Sur le segment des prêts au logement, les banques ne portent que 30%, environ, des encours dans leurs bilans, l'essentiel des prêts étant cédés et titrisés avec l'aide des agences de refinancement et de garantie hypothécaire (*Government Sponsored Enterprises*, Ginnie Mae), voire originés par des non banques.

Une structure de financement désintermédiée

Comparaison de la structure de la dette des ménages et des sociétés non financières au 31/12/2016

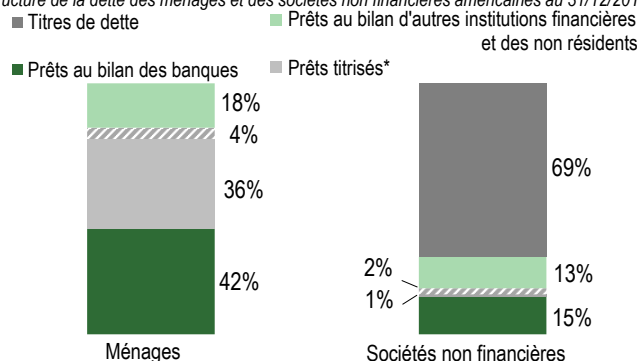


Graphique 1 Sources : Réserve fédérale, BCE, calculs BNP Paribas

* Dans la zone euro, prêts inscrits au bilan des véhicules de titrisation ; aux Etats-Unis, prêts inscrits au bilan des agences de garantie et de refinancement hypothécaire (*Government Sponsored Enterprises*, Ginnie Mae) et des émetteurs privés de produits titrisés.

Le rôle majeur des garanties fédérales et des marchés dans le financement de l'économie américaine

Structure de la dette des ménages et des sociétés non financières américaines au 31/12/2016



Graphique 2 Sources : Réserve fédérale, calculs BNP Paribas

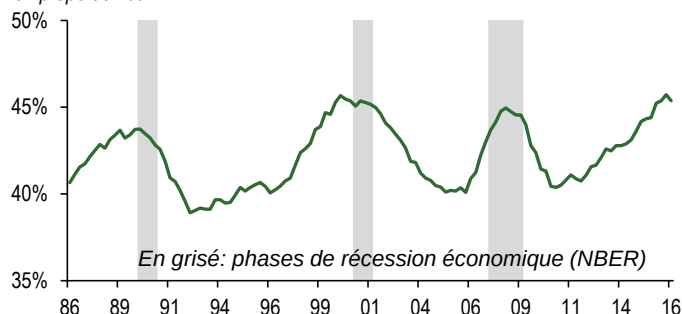
* Prêts inscrits au bilan des agences de garantie et de refinancement hypothécaire (*Government Sponsored Enterprises*, Ginnie Mae) (partie pleine) et des émetteurs privés de produits titrisés (partie hachurée).

Dès lors, la dynamique des financements ne doit pas s'apprécier uniquement à l'aune des prêts portés au bilan des établissements bancaires, mais plus judicieusement à l'aune de l'endettement total des ménages et des sociétés non financières. Or si au lendemain de la crise financière, les taux d'endettement des agents non financiers privés ont reculé à la faveur d'effacements de créances, de renégociations de dette à des taux d'intérêt plus bas et d'un recul de

la production nouvelle de crédits, ils se sont redressés au cours des dernières années (forte progression des émissions de titres de dette des sociétés non financières depuis la fin 2010 ; progression des encours de prêts aux ménages depuis mars 2015). En septembre 2016, la dette des entreprises en proportion du PIB avait atteint un point haut historique à 45,7% tandis que l'endettement des ménages représentait 104% du PIB (cf. graphiques 3 et 4). Au-delà de la structure de la dette, se pose la question de sa soutenabilité. Pour mémoire, les trois précédents points hauts du taux d'endettement des sociétés non financières américaines avaient précédé l'entrée en récession des Etats-Unis. Or, si la qualité moyenne des prêts s'est améliorée à la faveur notamment d'un durcissement des critères d'octroi de crédits (en particulier sur le segment des prêts résidentiels), certains segments continuent de susciter des inquiétudes (tels que les prêts étudiants, les crédits automobile et les prêts à l'immobilier commercial)¹¹.

La dette des SNF à son point haut historique

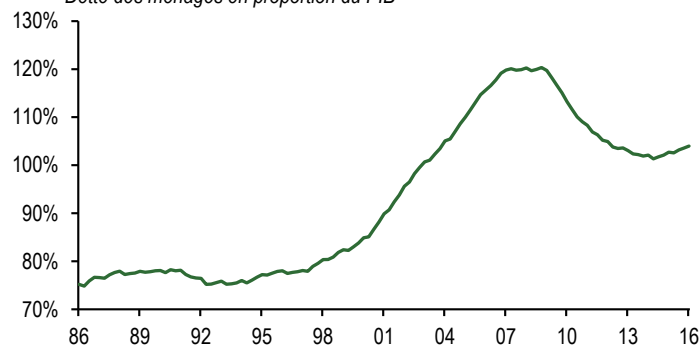
Dette des sociétés non financières américaines (prêts et titres de créances) en proportion du PIB



Graphique 3 Sources : Réserve fédérale, Macrobond

L'endettement des ménages, de nouveau orienté à la hausse

Dette des ménages en proportion du PIB



Graphique 4 Sources : Réserve fédérale, Macrobond

¹¹ Semiannual Monetary Policy Report to Congress, Board of Governors of the Federal Reserve System, February 2017.

Le ralentissement des encours de prêts bancaires aux entreprises américaines, auquel il est parfois fait référence (sur la base de données hebdomadaires, le glissement annuel s'établissait à 2,9% début avril contre 12,5% deux ans plus tôt), ne saurait, à lui seul, illustrer les effets supposés « dévastateurs » de la réglementation bancaire. De manière générale, les encours de prêts aux entreprises, tous prêteurs confondus, ont décéléré au cours des deux dernières années. Les banques semblent avoir légèrement gagné du terrain sur d'autres institutions financières puisque la proportion de prêts aux entreprises inscrits à leur bilan s'est redressée, atteignant 54% à la fin 2016 à l'issue d'une période de baisse quasi-ininterrompue depuis le début des années 1980 (au profit des sociétés de crédit non bancaires, des fonds communs de placement et des émetteurs de produits titrisés). Le point bas avait même été atteint au troisième trimestre de l'année 2010 (38%), au moment où la loi Dodd Frank était promulguée. Plus que d'une contrainte spécifique aux banques, le ralentissement des encours de prêts procède surtout du contexte favorable des taux bas pour les émissions de titres de dette. Les inquiétudes relatives à la contraction de la proportion de prêts accordés aux petites entreprises (lesquelles se financent largement par le crédit) semblent, en revanche, plus fondées (ils représentaient 31% des prêts totaux aux entreprises en 2010 contre 22% en 2016).

Sur le segment des prêts aux ménages, l'activité d'origination et de recouvrement (*servicing*) des prêts hypothécaires a, certes, pâti de la nouvelle réglementation bancaire (exigences de fonds propres renforcées pour les crédits et *mortgage servicing rights*, durcissement des critères d'octroi), même si d'autres facteurs ont pu jouer (les taux bas qui érodent les marges nettes d'intérêt, le coût des rachats de créances et litiges liés au marché hypothécaire, les exigences accrues des agences de garantie et de refinancement en termes de déclarations et de garanties). Ainsi, en 2015, la moitié des prêts à l'habitat avaient été originés par des sociétés de crédit hypothécaire non bancaires (un record depuis 1995 au moins). En 2014, parmi les vingt principaux *servicers*, assurant le recouvrement de 65% de l'encours des prêts à l'habitat, figuraient neuf établissements non-bancaires dont la part de marché s'élevait à 27%.

Tout écart de règles implique, par nature, des risques d'arbitrage réglementaire et de déplacement des risques. Pour autant, la concurrence accrue des sociétés de prêts hypothécaires indépendantes ou des plateformes de prêts en lignes - sur la clientèle des ménages ou des petites et moyennes entreprises - appelle, non pas un relâchement du cadre réglementaire applicable aux banques, mais un meilleur encadrement des activités de ces *shadow banks*. Comme pour la dette des entreprises, se pose ici un enjeu de stabilité financière.

Accords de Bâle 3: l'influence américaine

L'un des sujets qui cristallise de vives critiques de la part des républicains concerne les accords de Bâle 3 (standards

internationaux de réglementation bancaire élaborés sous l'égide du Comité de Bâle depuis 2009), accusés d'être défavorables aux Américains¹². Faire le jeu de la coopération internationale semble, pourtant, avoir été, jusqu'à présent, un moyen efficace, pour les Etats-Unis, d'influencer le menu des discussions. Ainsi si la déclinaison des recommandations de la loi Dodd Frank en matière de régulation prudentielle a principalement consisté en une convergence - satisfaisante de l'avis même du Comité de Bâle¹³ - des normes américaines vers les standards internationaux de Bâle 3, la « vision » américaine demeure très prégnante. En témoignent deux exigences renforcées, introduites par les régulateurs américains au-delà des recommandations bâloises (plancher de fonds propres, surcharge de levier pour les banques systémiques), lesquelles figurent désormais à l'agenda du Comité (au moins jusqu'à ce qu'un report *sine die* de la finalisation des accords de Bâle 3 ne soit annoncé en janvier dernier). Ces deux exemples rappellent l'attachement historique des régulateurs américains aux exigences de fonds propres les plus simples, les moins sensibles aux risques.

L'introduction d'un niveau plancher de fonds propres

Les régulateurs américains ont finalisé la traduction des nouvelles exigences internationales de solvabilité en droit américain en juillet 2013 (deux ans après la publication des recommandations bâloises finales), pour une entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2014 pour les plus grandes banques¹⁴. Comme la CRR/CRD4 en Europe, la règle américaine a renforcé la qualité des instruments éligibles aux fonds propres prudeniels (numérateurs des ratios de solvabilité), révisé les modalités de calcul des actifs pondérés des risques (AMP), en approche standard et en approche avancée (dénominateurs des ratios)¹⁵, et réhaussé les niveaux minimum des ratios. Aux Etats-Unis, les régulateurs ont opté pour une application différenciée, selon la taille des établissements, des règles prudentielles tandis que dans l'Union européenne, les régulateurs choisissaient d'y soumettre l'ensemble des établissements de crédit (cf. encadré, pages 14 et 15).

¹² Pour l'heure, la Réserve fédérale a été sommée de ne plus participer aux réunions du Comité, le temps de pourvoir le poste vacant de vice-chairman, responsable de la supervision bancaire, et de préciser l'orientation de la régulation financière aux Etats-Unis.

¹³ <http://www.bis.org/bcbs/publ/d301.pdf> et <http://www.bis.org/bcbs/publ/d404.pdf>

¹⁴ A l'occasion de l'introduction des accords de Bâle 3, les mesures de correction rapides (Prompt Corrective Actions, PCA) ont été maintenues, les seuils déclenchant les mesures et sanctions ayant simplement été adaptés aux nouvelles exigences minimales.

¹⁵ Il existe dans le référentiel bâlois trois méthodes de mesure des risques : l'approche standard, l'approche notation interne Fondation et l'approche notation interne Avancée. L'approche notation interne (IRB) permet aux banques, après autorisation du superviseur, de remplacer les pondérations standards (obtenues à partir de notations externes) utilisées pour le calcul des actifs pondérés des risques par des pondérations qui dépendent de paramètres estimés par les banques elles-mêmes. En complément de l'estimation de la probabilité de défaut permise par l'approche IRB de base dite « Fondation », l'approche IRB Avancée autorise les banques à estimer à l'aide de leurs modèles internes les autres paramètres de risque (perte en cas de défaut, exposition en défaut, maturité). Aux Etats-Unis, l'approche IRB Fondation n'a pas été introduite.



Seules 10 banques américaines publient des ratios de fonds propres en approche avancée

Dans le cadre du DFA, les régulateurs poursuivaient l'ambition d'imposer au plus grand nombre de banques de nouvelles exigences de fonds propres pondérés. Ce fut le cas puisque, à ce jour, l'ensemble des établissements bancaires américains sont soumis aux exigences minimales de fonds propres pondérés Bâle 3 en approche standard. En revanche, seules les plus grandes banques actives à l'international (celles dont le bilan excède 250 milliards de dollars ou dont les expositions bilanciellées à l'international excèdent 10 milliards de dollars, soit treize banques à la fin 2016) et celles qui en ont fait la demande (les *opt-in banks*, soit deux banques¹⁶) sont soumises ou ont choisi de se soumettre à l'approche avancée Bâle 3¹⁷.

Ainsi, seuls quinze établissements, représentant 64% des actifs bancaires consolidés totaux à la fin 2016, ont développé, dans le cadre de Bâle 3, des modèles internes pour l'évaluation de leurs risques. La Fed les désigne comme *Advanced Approaches Banks* ou *AA-banks*. A la fin 2016, parmi ces quinze *AA-banks*, dix avaient fait valider leurs modèles internes d'évaluation des risques auprès de leurs superviseurs (à eux seuls, ces dix établissements représentaient 57% des actifs bancaires totaux). Les cinq autres banques demeurent engagées dans une phase dite de « *parallel run* » : dans l'attente d'une validation de leurs modèles, leur solvabilité est appréciée sur la base de leurs ratios de fonds propres mesurés en approche standard uniquement (cf. tableau 1).

Liste des banques soumises à la version américaine de l'approche avancée Bâle 3 (AA-banks)

	Bilan au 31/12/2016, USD mds
Banques dont les modèles internes ont été validés	
JPMorgan Chase & Co. (JPM)	2 491
Bank of America Corporation (BoA)	2 188
Wells Fargo & Company (WF)	1 930
Citigroup Inc. (Citi)	1 792
Goldman Sachs Group, Inc. (GS)	860
Morgan Stanley (MS)	815
U.S. Bancorp (USB)	446
Bank of New York Mellon Corp (BONY)	333
State Street Corporation (STT)	243
Northern Trust Corporation (NTT)	124
Banques engagées dans un <i>parallel run</i>	
PNC Financial Services Group, Inc.	366
Capital One Financial Corporation	357
TD Group US Holdings LLC	344
HSBC North America Holdings Inc.	278
American Express Company	159

Tableau 1

Sources : National Information Center, Rapports annuels

¹⁶ American Express Company et Northern Trust Corporation.

¹⁷ Par ailleurs, seules les *AA-banks* sont susceptibles d'être soumises à des exigences renforcées au titre du volant de conservation des fonds propres contracyclique, (actuellement fixé à 0%). Cette exigence de fonds propres s'applique lorsque les régulateurs estiment que la croissance du crédit est excessive et risque d'entraîner une accumulation des risques à l'échelle du système.

Dans la version américaine de Bâle 3, les *AA-banks* ayant fait valider leurs modèles internes calculent chaque trimestre leurs ratios de fonds propres Common Equity Tier 1 (CET1), Tier 1 et Total Capital selon les deux approches (standard et avancée) et confrontent les ratios les moins favorables (les plus bas) aux seuils réglementaires pour déterminer si leur solvabilité est satisfaisante. Elles sont ainsi soumises à un « *floor* » permanent correspondant à 100% des actifs pondérés calculés selon l'approche standard Bâle 3 (telle qu'elle a été introduite aux Etats-Unis, cf. infra), une exigence héritée du DFA. En d'autres termes, les ratios de solvabilité des *AA-banks* ne peuvent être inférieurs à ceux calculés dans le cadre de l'approche standard.

L'usage de modèles internes pour l'évaluation des actifs pondérés des risques est, non seulement, moins répandu aux Etats-Unis mais également plus récent que dans l'Union européenne.

Dans les deux zones, les approches avancées ont été introduites dans le cadre législatif à l'occasion de la traduction des accords de Bâle 2 (en décembre 2007 aux Etats-Unis, pour une entrée en vigueur en avril 2008)¹⁸. L'ambition des régulateurs était d'amener les établissements à mieux évaluer et mieux gérer les risques auxquels ils s'exposent. A l'issue d'une phase de *parallel run* (période de qualification des modèles internes s'étalant sur quatre trimestres consécutifs au minimum), la *final rule* de 2007 envisageait de contraindre les grandes banques à maintenir, pendant une période transitoire de 3 ans, leurs fonds propres à un niveau plancher (« *floor* ») correspondant aux fonds propres calculés selon l'approche standard, multipliés par un facteur d'ajustement (de 95% la première année, de 90% la deuxième année et de 80% la troisième année).

La loi Dodd Frank, promulguée quelques mois seulement après l'entrée des *core banks* en *parallel run* (avril 2010, cf. tableau 2), a toutefois rendu caduque la mise en œuvre du cadre Bâle 2 aux Etats-Unis, les établissements n'ayant guère eu le temps de démontrer la pertinence de leurs modèles au cours des quatre trimestres requis. Ainsi, tandis qu'en Europe, les approches standard et IRB Fondation¹⁹ de Bâle 2 entraient en vigueur dès 2007 et l'approche IRB Avancée en 2008 (au terme d'une phase de *parallel run* d'une année), aux Etats-Unis, aucune banque n'a pu finaliser sa qualification à Bâle 2. Le DFA (amendement Collins, section 171) a, par ailleurs, écarté toute référence à des *floors* transitoires inférieurs à 100%. Il préconise, en effet, que toute nouvelle exigence minimale de fonds propres pondérés ou de levier, introduite par le régulateur, ne puisse être inférieure ni aux « exigences généralement applicables », lesquelles devaient ainsi servir de *floor*, ni aux « exigences généralement applicables » en vigueur au moment du vote de la loi. En résumé, cette règle instituait, en juillet 2010, un *floor* Bâle 1 permanent à toute nouvelle règle de fonds propres. Conformément à la règle finale de juillet 2013, les ratios de fonds propres Bâle 3 calculés sous la nouvelle approche standard sont devenus les nouvelles « exigences généralement applicables », le nouveau *floor*, à compter du 1^{er} janvier 2015.

¹⁸ Les régulateurs américains entendaient rendre optionnelle l'adoption de l'approche standard Bâle 2 (pour les banques non soumises à l'approche avancée).

¹⁹ Voir Note 15.



La règle finale de juillet 2013 a entériné le rapprochement des normes américaines vers les standards de Bâle 3, une convergence longtemps mise en doute après l'annonce du report de la finalisation de la règle²⁰. La mise en place des nouvelles approches avancées conformes au cadre Bâle 3 a nécessité la poursuite du *parallel run* dont les banques américaines ne sont sorties qu'à compter de février 2014, au plus tôt. Ainsi, même si des estimations ont pu être communiquées dans les rapports annuels de 2013, ce n'est qu'à partir du deuxième trimestre 2014 que les grandes banques américaines ont publié leurs premiers ratios de fonds propres réglementaires selon l'approche avancée (cf. tableau 2 et schéma).

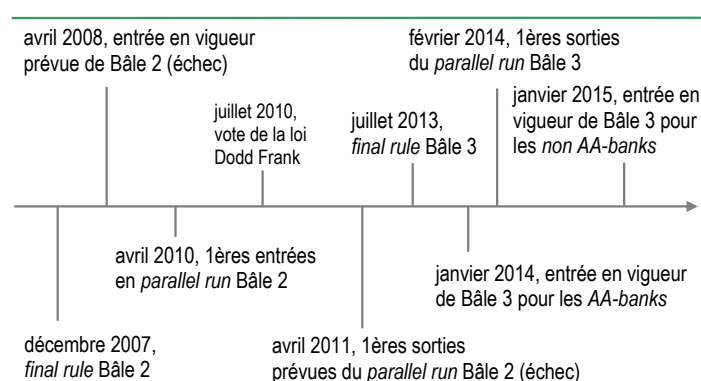
Premières publications de ratios de fonds propres selon l'approche avancée aux Etats-Unis

	Entrée en <i>parallel run</i> sous Bâle 2 US	Autorisation de sortie du <i>parallel run</i> Bâle 3 US	1 ^{ère} publication d'actifs pondérés en approche avancée Bâle 3 US
Citi	avr-10	févr-14	T2 2014
GS	avr-10	févr-14	T2 2014
JPM	avr-10	févr-14	T2 2014
NTT	avr-10	févr-14	T2 2014
BoA	avr-10	sept-15	T4 2015
BONY	juil-10	févr-14	T2 2014
MS	juil-10	févr-14	T2 2014
STT	juil-10	févr-14	T2 2014
USB	2011	avr-14	T2 2014
WF	juil-12	mars-15	T2 2015

Tableau 2

Source : Rapports annuels

Mise en place de Bâle 3 aux Etats-Unis



Schéma

²⁰ En novembre 2012, les régulateurs américains annonçaient que les règles traduisant les accords de Bâle 3, soumises à commentaires en juin, ne pourraient pas être finalisées avant la fin décembre et s'appliquer à partir du 1^{er} janvier 2013 comme prévu.

Une transposition incomplète du cadre standard Bâle 3

Parmi les banques autorisées à utiliser l'approche avancée, l'appréciation des risques pondérés totaux selon les modèles internes (AMP avancés) excède celle fondée sur l'approche standard (AMP standards) dans 6 (ou 7) cas sur 10 depuis le quatrième trimestre 2015, alors même que les seuls risques de crédit et de contrepartie sont systématiquement plus élevés lorsqu'ils sont évalués selon l'approche standard (cf. graphique 5). Ce constat tient pour une large part au fait que l'approche standard Bâle 3 n'a pas fait l'objet d'une transposition complète aux Etats-Unis. D'abord, la version américaine écarte toute référence aux notes de crédit des agences de notation (section 939A du DFA). Pour un grand nombre d'expositions (prêts *retail*, créances hypothécaires, prêts aux entreprises), la mesure standard des risques de crédit demeure fidèle au cadre Bâle 1, de sorte que l'approche standard Bâle 3 américaine s'apparente finalement à une approche hybride, mêlant des éléments des cadres Bâle 1 et Bâle 2. En outre, ni l'exigence standard relative au risque opérationnel ni celle relative au risque de contrepartie sur les marchés de dérivés négociés de gré à gré (*Credit Valuation Adjustment*, CVA²¹) n'ont été traduites en droit américain. Autrement dit, aucune charge en capital n'est explicitement requise pour couvrir ces deux types de risques dans l'approche standard américaine alors qu'en moyenne, les risques opérationnels représentent, à eux seuls, près d'un tiers des risques pondérés totaux calculés en approche avancée (cf. graphique 6). L'approche avancée américaine diverge également quelque peu du cadre bâlois. Notamment, les AMP avancés totaux des banques américaines sont augmentés d'un montant forfaitaire (*add-on*) correspondant à 6% des AMP avancés relatifs au risque de crédit et de contrepartie (hors CVA).

Au total, la méthode avancée est toujours moins favorable pour JP Morgan, Bank of America, Citigroup, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon et Goldman Sachs (depuis la fin 2015 uniquement pour cet établissement). La méthode standard est systématiquement plus contraignante que les modèles internes pour Wells Fargo, US Bancorp et Northern Trust. Les deux méthodes aboutissent à des AMP totaux quasi-équivalents dans le cas de State Street.

Un « floor » Bâle 3 proche de 75% avec une définition plus « bâloise » de l'approche standard

Au dernier trimestre 2016, pour les six AA-banks contraintes par l'approche avancée, le rapport des AMP avancés aux AMP standards s'établissait en moyenne à 108%. Selon nous, ce rapport est toutefois gonflé par la non-prise en compte du risque opérationnel dans la définition américaine des AMP standards. Certes, les régulateurs américains considéraient à la fin 2014, lors de la revue par le Comité de Bâle de la transposition de Bâle 3 aux Etats-Unis, que bien qu'ils n'aient pas introduit l'exigence standard relative au risque opérationnel en droit interne, le calcul des risques de crédit en méthode standard l'intégrait « implicitement ». Toutefois, ni la règle finale inscrite au registre fédéral, ni aucun communiqué de banque n'évoquent ce point. Aussi, à défaut

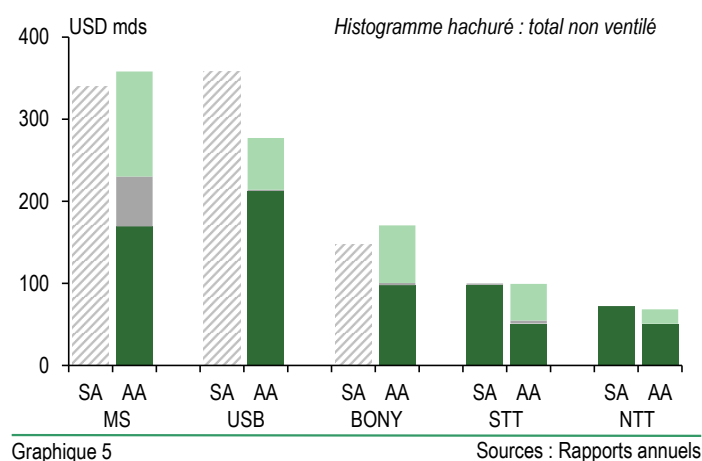
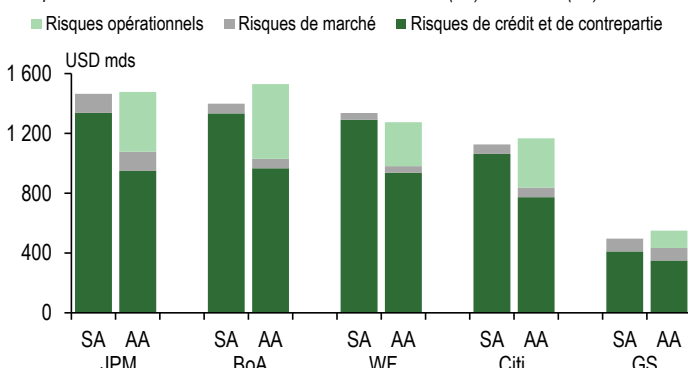
²¹ Charge en capital au titre des ajustements de valorisation sur actifs, ou CVA, résultant d'une détérioration de la note de crédit d'une contrepartie.



d'éléments probants, nous considérons que les AMP standards, dans leur version américaine, doivent être interprétés comme des AMP standards hors risque opérationnel. Nous avons calculé à quel niveau le rapport des AMP avancés aux AMP standards s'établirait sous une définition des AMP plus proche de celle du cadre Bâle 3 original. La prise en compte de la CVA et du risque opérationnel (en mesures avancées à défaut de mesures standards tel que le recommande le BCBS) augmenterait les AMP standards de 36%, tandis que la non-prise en compte de l'*add-on* de 6% abaisserait les AMP avancés de 3% en moyenne (cf. graphique 7). Au total, le rapport des AMP avancés aux AMP standards s'établirait à 75% (cf. graphique 8). Pour les raisons évoquées plus haut (les AMP standards, dans leur version américaine, intégreraient déjà, dans une certaine mesure, le risque opérationnel), cet ordre de grandeur doit sans doute être considéré comme un minimum.

Des exigences de fonds propres généralement plus élevées en approche avancée

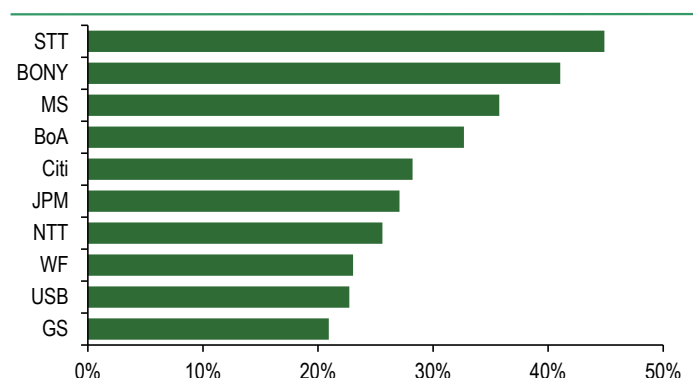
Comparaison des AMP calculés selon les méthodes standard (SA) et avancée (AA) au T4 2016



Graphique 5

Sources : Rapports annuels

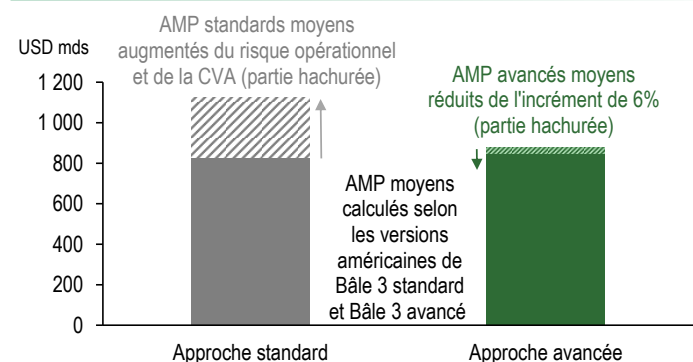
Poids du risque opérationnel dans les AMP avancés totaux



Graphique 6

Sources : rapports annuels

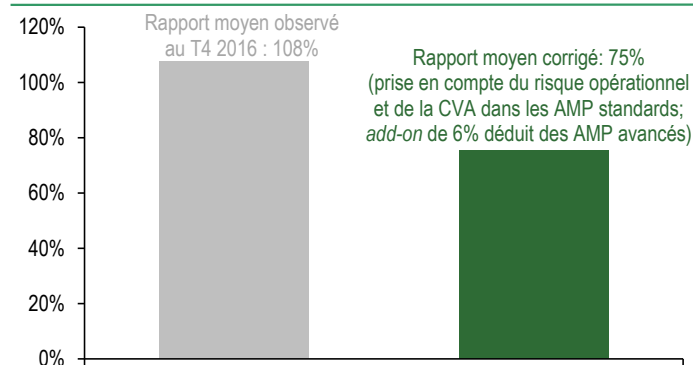
Des AMP standards sous-estimés dans la version américaine de Bâle 3 standard ?



Graphique 7

Sources : Rapports annuels, calculs BNP Paribas

Rapport des AMP avancés aux AMP standards : proche de 75% aux Etats-Unis ?



Graphique 8

Sources : Rapports annuels, calculs BNP Paribas

Selon nos calculs, une approche standard « plus bâloise » serait toujours plus défavorable que les modèles internes pour toutes les AA-banks. Autrement dit, les AMP standards, dans leur version « corrigée », constituent, à notre sens, le dénominateur pertinent (car le plus élevé) pour le calcul des ratios de fonds propres de toutes les AA-banks.

L'opportunité d'introduire un *floor* permanent assis sur les exigences de fonds propres Bâle 3 standard est entrée au menu des discussions du Comité de Bâle courant 2014²². Aucun consensus n'a pour le moment émergé mais des rumeurs prêtaient, en décembre dernier, à certains membres du Comité l'intention de porter à 70% ou 80% le rapport entre les AMP avancés et les AMP standards, un niveau, finalement, très proche, sous nos hypothèses et d'après nos calculs, au rapport actuel observé aux Etats-Unis. Avant que la Réserve fédérale ne suspende sa participation au sein des instances de régulation internationales, un consensus semblait difficile à atteindre sur la question. Les Européens craignent que l'introduction d'un *output floor* pénalise les banques européennes vis-à-vis de leurs concurrentes américaines²³. Ces dernières ne conservent, en effet, qu'une faible proportion (moins d'un tiers) des prêts à l'habitat à leurs bilans et transfèrent, généralement, les prêts les moins risqués (les moins pondérés) vers les GSE (les taux de défaut à 90 jours des prêts résidentiels au bilan des banques américaines atteignaient 3,13% à la fin 2016 contre 1% chez Freddie Mac et 1,2% chez Fannie Mae). En comparaison, les banques européennes portent à leurs bilans l'essentiel des prêts à l'habitat (lesquels se caractérisent, dans certains pays, par des taux de défaut bien inférieurs au taux moyen observé aux Etats-Unis²⁴). Compte tenu du risque de crédit conservé à leurs bilans, les banques américaines sont ainsi moins pénalisées par l'approche standard que certaines banques européennes.

Des exigences renforcées pour les G-SIB

Conformément au DFA (section 165) et aux recommandations bâloises, les régulateurs américains ont durci les exigences de fonds propres spécifiques aux plus grandes banques, celles dont la faillite serait susceptible de poser un risque systémique mondial. Les contraintes introduites vont toutefois bien au-delà des recommandations bâloises.

En termes d'exigences pondérées

Les régulateurs américains ont repris la méthodologie d'identification des G-SIB (*Global Systemically Important Banks*) développée par le FSB et le Comité de Bâle, laquelle repose sur cinq critères : la taille des banques, leur interdépendance, l'absence de substituts directs ou d'infrastructure financière pour les services qu'elles fournissent, leur activité transfrontière à l'échelle mondiale et leur complexité. A l'appui

de cette méthodologie, huit banques américaines ont été identifiées comme G-SIB²⁵. Les régulateurs américains utilisent, en revanche, deux méthodes pour évaluer la surcote de fonds propres associée au profil de risques de chacun des établissements. La plus sévère des deux est ensuite retenue. La première repose sur les mêmes critères que ceux utilisés dans le cadre de l'identification des banques G-SIB : sur la base d'un système de tranches, chaque établissement se voit imposé une surcharge de fonds propres en fonction du score relatif obtenu. La seconde méthode remplace le critère d'absence de substituts par une mesure de dépendance aux financements courts de marché et privilégie une mesure absolue de l'importance systémique de chaque établissement. Pour toutes les G-SIB américaines, la seconde méthode est plus sévère : elle se traduit par des surcharges plus élevées (de 50 à 200 points de base supplémentaires) que celles découlant de la méthode FSB (cf. tableau 3).

La méthode de calcul Fed de la surcharge G-SIB est plus pénalisante

Surcharges G-SIB au 1er janvier 2019
(mise en œuvre progressive depuis le 1er janvier 2016)

	Méthodologie BCBS	Méthodologie Fed	Ecart en points de base
Citigroup	2,5%	3,0%	50
JPMorgan Chase	2,5%	3,5%	100
Bank of America	2,0%	3,0%	100
Goldman Sachs	1,5%	2,5%	100
Wells Fargo	1,5%	2,0%	50
Bank of New York Mellon	1,0%	1,5%	50
Morgan Stanley	1,0%	3,0%	200
State Street	1,0%	1,5%	50

Tableau 3

Sources : BCBS, Fed, Rapports annuels

Dans la zone euro, les surcharges de fonds propres G-SIB sont conformes aux recommandations bâloises. Le superviseur unique peut toutefois, au titre du processus de surveillance et d'évaluation prudentielle (SREP), exiger de certaines banques qu'elles renforcent leur solvabilité au-delà des exigences minimales et surcharges G-SIB éventuelles²⁶. En moyenne, les exigences en termes de ratios CET1 des banques européennes qui entrent dans le champ du Mécanisme de Supervision Unique (MSU) s'établissent à 10,4% en 2017 (à 8,3% si l'on exclut les recommandations au titre du pilier 2, P2G ou *Pillar 2 Guidance*)²⁷. Les exigences CET1 moyennes des huit G-SIB de la zone euro hors P2G (les niveaux individuels des P2G ne sont pas publics) s'élèvent à 8,3%, comme pour l'ensemble du périmètre MSU, soit 130 points de base au-dessus de celles des huit G-SIB américaines (cf. graphiques 9 et 10).

²² Pour rappel, un *floor* Bâle 1 fixé à 80% avait accompagné la publication des accords de Bâle 3 en 2011.

²³ En Europe, la plupart des grandes banques calculent leurs risques pondérés en mixant les approches standard, fondation et avancée tandis que les plus petites appliquent uniquement l'approche standard. La BCE a lancé fin 2015 un examen ciblé des modèles internes (TRIM) des banques placées sous sa supervision (68 établissements disposent de modèles internes) afin de s'assurer de leur pertinence et de leur niveau de comparabilité. Cette revue devrait être menée à son terme en 2019. Les Européens demeurent très attachés au maintien d'exigences pondérées les plus sensibles aux risques, complétées d'une exigence de levier.

²⁴ Le taux des crédits douteux nets moyen s'établissait à 1% en France en 2014 sur le segment des prêts à l'habitat (source ACPR).

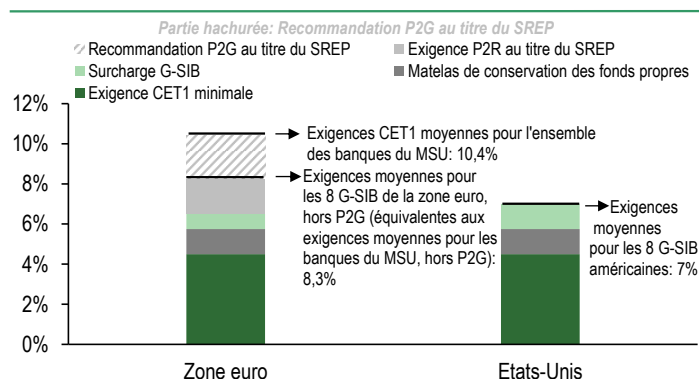
²⁵ JP Morgan Chase & Co, Bank of America Corporation, Wells Fargo & Company, Citigroup Inc., Goldman Sachs Group Inc., Morgan Stanley, Bank of New York Mellon Corporation et State Street Corporation.

²⁶ Les régulateurs suisses et britanniques ont également introduit des exigences renforcées pour leurs G-SIB, en sus de la surcharge prescrite par le Comité de Bâle et le FSB.

²⁷ https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/srep_methodology_booklet_2016_en.pdf?486e2833820b13c740ffb49a0ee57672

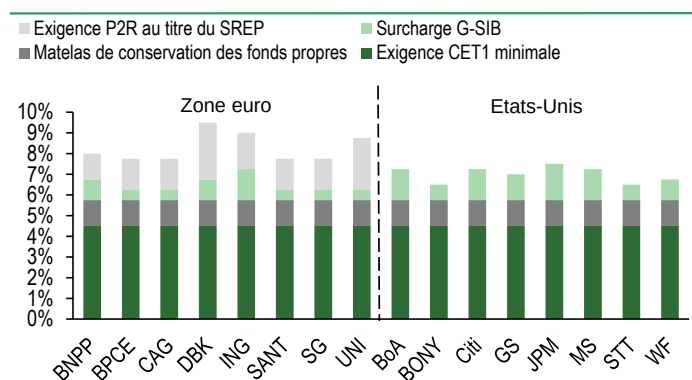


Exigences CET1 cumulées au 1er janvier 2017



Graphique 9 Sources : communiqués des établissements, BCE, BNP Paribas

Exigences CET1 cumulées au 1er janvier 2017 par établissements



Graphique 10 Source : SNL Financial

En termes de levier

Aux États-Unis, plusieurs normes de levier coexistent. Pour rappel, une telle norme vise à garantir que le montant des avoirs ou engagements d'une banque, indépendamment des risques qui y sont associés, n'excède pas un certain multiple de ses fonds propres. L'ensemble des établissements bancaires américains sont soumis à une norme de levier simple qui rapporte le capital Tier 1 aux seuls actifs bilanciaux moyens (l'exigence minimum est fixée à 4%). Seules les plus grandes banques (celles qui utilisent l'approche avancée pour le calcul des actifs pondérés, les AA-banks) sont assujetties, en complément, à la règle bâloise²⁸. Pour ces quinze banques, l'exigence minimale est fixée à 3%, conformément aux recommandations bâloises. Les régulateurs américains ont, en outre, durci l'exigence pour les huit G-SIB en fixant la contrainte 200 points de base au-dessus de l'exigence minimale de

3%²⁹ (cf. encadré, pages 14 et 15). La surcharge de levier G-SIB, qui ne comptait pas initialement parmi les recommandations du Comité de Bâle, figure, désormais, aux côtés de l'*output floor*, à l'agenda du Comité.

Vers un resserrement du périmètre d'application de Bâle 3?

Un vote du Congrès américain en faveur d'un assouplissement substantiel du cadre réglementaire nous semble peu probable. Le périmètre d'application des règles bâloises pourrait, en revanche, être resserré et le corpus de règles bâloises appliqué, restreint. Telle est l'orientation de deux propositions actuelles de révision du cadre réglementaire.

Une exigence de levier renforcée

La première proposition, le *Financial Choice Act* (FCA), défendue par la Commission des services financiers de la Chambre des Représentants³⁰, suggère d'autoriser les banques suffisamment solvables - celles affichant un ratio de levier moyen³¹ d'au moins 10% - à s'affranchir des exigences de solvabilité et de liquidité de Bâle 3 et d'autres standards renforcés prévus par le DFA (*stress tests*, limite aux financements courts de marché, testaments bancaires...). Toute banque, quels que soient sa taille et son *business model*, qui s'appuierait sur un levier d'endettement particulièrement faible, proche de celui affiché par les banques de taille modeste depuis 2012 (cf. graphique 11), pourrait bénéficier de cette dispense. Pour les banques ayant un profil d'activité simple³², le ratio de levier se définirait comme le rapport des fonds propres tangibles à l'actif bilanciaux. Pour les banques menant des activités plus complexes, il se définirait comme le rapport des fonds propres tangibles à l'exposition au titre du levier (définition bâloise).

Sur la base d'un échantillon de près de 950 banques américaines soumises à Bâle 3 pour lesquelles SNL Financial dispose de données, nous observons que 40% des établissements de crédit américains affichaient, au 31 décembre 2016, un ratio de levier supérieur ou égal à l'exigence de 10% fixée par le FCA. Pour la moitié de l'échantillon, ce ratio était supérieur ou égal à 9,5%. La dispense prévue dans le cadre du FCA bénéficierait dans une très large mesure aux banques de taille

²⁹ Dans le cadre des Prompt Corrective Actions du Federal Deposit Act, le seuil de levier, compatible avec le rang « well capitalized », est fixé à 6% pour chacune des filiales de dépôts des G-SIB.

³⁰ Le président de cette Commission, Jeb Hensarling, a présenté la nouvelle mouture de son projet de loi (le Financial Choice Act 2.0) le 26 avril dernier. Le 4 mai, la Commission a endossé cette proposition de loi (à 34 voix contre 26), laquelle doit à présent être soumise au vote de l'ensemble de la Chambre des Représentants. Outre la dispense évoquée ici, le FCA suggère de supprimer ou de restreindre les prérogatives de certaines agences de régulation ou de supervision, d'abandonner la procédure de résolution ordonnée, d'abroger la règle Volcker ou encore de modifier les modalités de calcul du risque opérationnel. Le projet de loi devrait être âprement combattu par les démocrates lors de son examen au Sénat.

³¹ Calculé sur les quatre derniers trimestres.

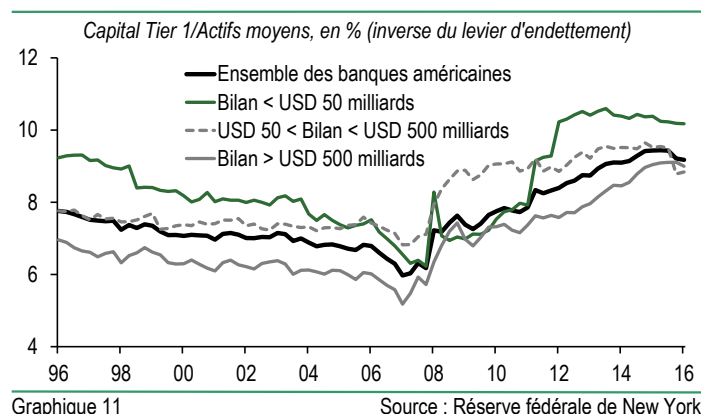
³² Établissements de crédit sans activités de trading et sans exposition aux dérivés, hors dérivés de taux et de change.

²⁸ Cette règle tient compte des engagements de hors bilan et propose une comptabilisation des expositions aux dérivés et des cessions temporaires de titres basée sur leurs valeurs brutes, n'autorisant la compensation de certains postes que sous des conditions restrictives.



modeste : en décembre 2016, 99% des établissements satisfaisant à l'exigence du FCA affichaient une taille de bilan inférieure à 50 milliards de dollars, près de 95% déclaraient un total actifs inférieur à 10 milliards. Parmi les banques dont le bilan excédait 100 milliards de dollars, seules deux banques (Fifth Third Bancorp et Regions Financial Corporation) publiaient des ratios de levier proches de 10% (9,9% et 9,6% respectivement).

Ratios de levier par taille de bilan



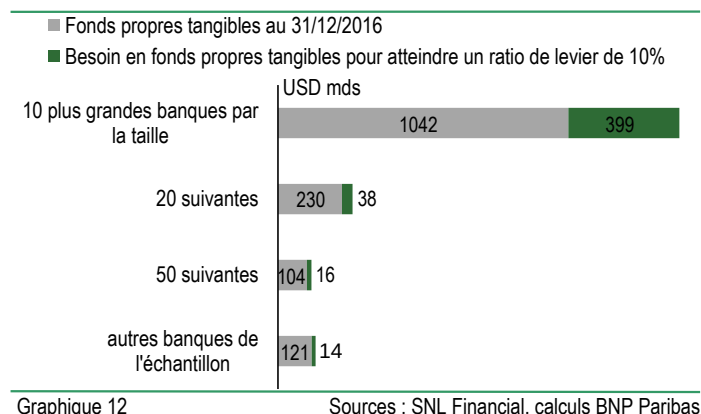
Sur la base de l'échantillon complet, les besoins en fonds propres tangibles pour atteindre un ratio de levier de 10% (à bilan et exposition au titre du levier inchangés) s'élevaient à 467 milliards de dollars (31% des fonds propres tangibles au 31 décembre 2016) (cf. graphique 12). L'essentiel des besoins se concentraient chez les grandes banques, en particulier chez les dix AA-banks dont les besoins en fonds propres pour accéder à la dispense offerte par le FCA seraient colossaux (cf. graphique 13). Pour ces dix banques, le ratio des fonds propres tangibles à l'exposition au titre du levier s'élevait à 6,7% en moyenne à la fin 2016.

Une proposition de réforme des structures

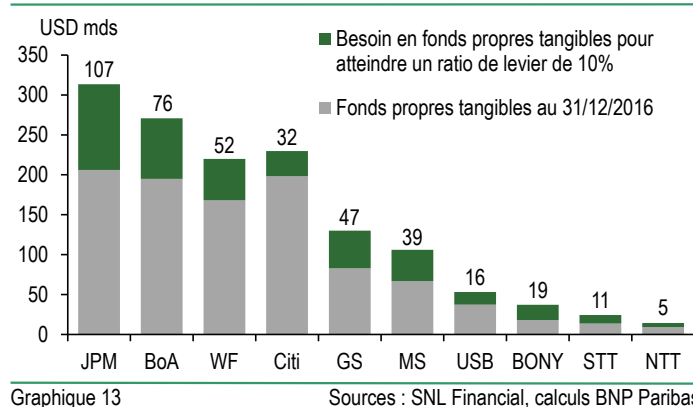
Le Vice Chairman de la FDIC, Thomas Hoenig³³, plaide, quant à lui, en faveur d'un renforcement de l'exigence de levier qui ne serait pas simplement optionnel, mais réglementairement contraignant. Les dispenses seraient accordées en fonction du *business model* des établissements. Les établissements assurant des activités d'intermédiation du crédit « traditionnelles »³⁴, et dont le ratio des fonds propres sur actifs s'établirait à 10% au minimum, se verraient dispensés d'un certain nombre de contraintes jugées complexes (exigences de fonds propres pondérés, *stress tests*, obligations de reporting...). Selon Hoenig, plus de 90% des banques commerciales

américaines³⁵ peuvent être qualifiées de banques « traditionnelles ». Toutefois, compte tenu de la forte concentration du secteur bancaire américain (les dix plus grandes banques concentrent 65% des actifs bancaires), ce groupe d'établissements ne représente qu'une proportion modeste des actifs bancaires. La dispense bénéficierait essentiellement, comme celle du FCA, à de petits établissements³⁶.

Financial Choice Act : besoins agrégés en fonds propres tangibles



Les AA-banks accèderaient difficilement à la dispense offerte par le FCA



Pour les établissements exerçant un mix d'activités, Hoenig propose une réforme des structures bancaires³⁷, inspirée de la loi Vickers au Royaume-Uni, une recommandation qui pourrait susciter l'intérêt des

³³ <https://www.fdic.gov/about/learn/board/hoenig/relief.html>

³⁴ Aucun actif ou passif de trading, aucune exposition aux dérivés autres que des dérivés de taux et de change, valeur notionnelle totale de l'exposition globale aux dérivés autorisée inférieure à 8 milliards de dollars.

³⁵ Seules 400 banques commerciales (sur 6400) poursuivent des activités dites « non traditionnelles » (activités de broker-dealer, de conseiller en investissement, d'assureur, de gestion d'actifs, de sponsor de hedge funds ou de private equity funds, ...).

³⁶ Parmi les 4000 banques affichant moins de 250 millions de dollars d'actifs, seuls 90 établissements ne pourraient être qualifiés de « traditionnels ». En revanche, toutes les banques affichant plus de 100 milliards de dollars d'actifs seraient engagées dans des activités « non traditionnelles ».

³⁷ <https://www.fdic.gov/news/news/speeches/spmar1317.html>



partisans³⁸ d'un « *Glass Steagall Act* du XXI^{ème} siècle »³⁹. Cette réforme consisterait à séparer les activités traditionnelles d'intermédiation du crédit des activités de marché en deux *holdings*, gérées et capitalisées séparément mais consolidées au sein d'un même groupe bancaire. Elle se distinguerait, en ce sens, de la loi de séparation des activités bancaires de 1933 (*Glass Steagall Act*, GSA, abolie en 1999)⁴⁰. L'interdiction faite aux banques de ne plus intervenir sur les marchés de titres de dette d'entreprises n'aurait, en effet, plus guère de sens aujourd'hui, dans une économie où le financement des entreprises repose à 70% sur les marchés. Selon le *Vice Chairman* de la FDIC, cette proposition de réforme structurelle permettrait, en outre, de mieux encadrer les risques associés au *Too Big Too Fail* et de rendre plus crédibles les plans de résolution des grands groupes. Elle s'accompagnerait d'une simplification du cadre réglementaire puisque les établissements ayant adopté une telle structure organisationnelle auraient la possibilité de s'affranchir des exercices CCAR (*Comprehensive Capital Analysis and Review*), des *stress tests* et des ratios de liquidité bâlois notamment. Le ratio de levier deviendrait la mesure principale de solvabilité. Le groupe bancaire ainsi que chacune de ses filiales de dépôt seraient soumis à une exigence de levier (Tier 1 rapporté à l'exposition au titre du levier) de 10%⁴¹. L'exigence globale paraît particulièrement sévère, d'autant qu'une telle ségrégation des activités pourrait fortement renchérir les coûts de financement de la *holding* regroupant les activités « non traditionnelles ». Des exigences de fonds propres pondérées pourraient être maintenues. La définition des fonds propres retenus et le niveau de ces exigences n'ont pas été précisés.

Conclusion

L'avenir de la régulation financière aux Etats-Unis demeure pour l'heure incertain. De nombreuses déclarations en faveur du retrait de pans entiers de la loi Dodd Frank ont été tenues mais il est loin d'être acquis que le Congrès apporte son aval. Fermement opposés à cette loi, les républicains ont à présent l'opportunité, sinon de l'abroger, au moins d'en limiter la portée. La nomination de personnalités partageant les ambitions réformatrices du nouveau président à la tête des agences de régulation et/ou de supervision devrait y contribuer.

Certains élus ou régulateurs estiment nécessaire de simplifier le cadre réglementaire et de redonner plus de place aux exigences de fonds propres non pondérées. Plus simple et plus transparente qu'une exigence pondérée, la norme de levier a toujours eu les faveurs des régulateurs américains. Aux Etats-Unis, l'introduction d'une limite au

levier d'endettement des banques a même précédé la mise en place d'exigences de fonds propres pondérés (introduites par les premiers accords de Bâle)⁴². La norme de levier écarte, en apparence, les éventuelles imperfections des méthodes standards, des modèles internes ou des tests de résistance car elle ignore le risque⁴³. Elle assume, en quelque sorte, des erreurs de mesure systématiques (puisque tous les actifs sont pondérés à 100%). Aussi, les vertus de la simplicité de la norme de levier ne doivent-elles pas occulter ses éventuels effets sur la structure des risques. En devenant le critère déterminant des choix de portefeuille, elle risque, en effet, d'inciter à un arbitrage en faveur d'actifs plus risqués et plus rentables. Bien qu'imparfait, le ratio de solvabilité pondéré appréhende plus finement les risques. Il incite les banques à améliorer leurs systèmes d'information et leurs processus internes de gestion des risques. Il les incite aussi à choisir les actifs les moins risqués (empiriquement) pour alléger leur exigence en fonds propres. Aussi, la règle de levier devrait-elle idéalement demeurer un complément de l'exigence pondérée mais ne pas s'y substituer.

Achévé de rédiger le 5 mai 2017
celine.choulet@bnpparibas.com

³⁸ Le secrétaire au Trésor, S. Mnuchin, et le directeur du Conseil économique national, G. Cohn, notamment.

³⁹ Par le passé, d'autres propositions de modernisation du GSA n'avaient, toutefois, pas réussi à obtenir l'aval du Congrès.

⁴⁰ Le GSA de 1933 a été adopté par le Congrès américain en réaction à l'effondrement d'une partie du système bancaire commercial américain après le krach boursier de 1929. Il a imposé une séparation quasi-totale des activités de banque d'investissement de celles de collecte de dépôts. Les établissements dotés d'un agrément de banque commerciale n'ont plus été autorisés à souscrire, investir ou négocier des valeurs mobilières (hors titres publics).

⁴¹ La *holding* regroupant les activités « non traditionnelles » pourrait être soumise à une exigence de levier moins élevée.

⁴² Dès 1907, une contrainte de levier fut introduite dans l'Etat du Texas, puis généralisée à l'ensemble du pays dans les années 1980.

⁴³ Voir C. Choulet : La norme de levier sous l'apparence de la simplicité, BNP Paribas, Conjoncture 14-06, Juin 2014



Encadré : Principales exigences de fonds propres et de liquidité en vigueur

	Règle finale	Champ d'application	Calendrier de mise en œuvre
Exigences minimales de fonds propres pondérés et volant de conservation des fonds propres	Définition restrictive du <i>Common Equity Tier 1</i> (CET1) ; introduction de déductions et d'ajustements réglementaires appliqués aux fonds propres CET1, Tier 1 et Tier 2 ; relèvement des seuils minimaux ; révision des approches standard et notation interne d'évaluation des risques de crédit et de contrepartie, risques de marché et risques opérationnels ; introduction d'un volant de conservation des fonds propres		
Cadre bâlois	bcbs 189, juin 2011	Banques d'envergure internationale	Dispositions transitoires : 1 ^{er} janv. 2013 – 1 ^{er} janv. 2019 (du 1 ^{er} janv. 2016 au 1 ^{er} janv. 2019 pour le volant de conservation)
Etats-Unis	<i>Regulatory Capital Rules, Final rule</i> , juillet 2013	Version américaine de l'approche standard Bâle 3 : <i>National banks, State banks, top-tier Bank Holding Companies</i> (BHC) dont le bilan excède USD 500 millions, <i>Savings associations, top-tier Savings and Loan Holding Companies</i> (SLHC) sans activités commerciales ou d'assurance importantes Version américaine de l'approche avancée Bâle 3 : Banques dont le bilan consolidé excède USD 250 milliards, dont l'exposition à l'étranger excède USD 10 mds ou ayant opté pour l'approche avancée (AA-Banks, soit 15 BHC) Nouvelle mesure des risques de marché : Banques dont les activités de négoce représentent plus de USD 1 md ou plus de 10% des actifs totaux (43 BHC)	Dispositions transitoires pour le calcul du numérateur : 1 ^{er} janv. 2015 – 1 ^{er} janv. 2022 Respect des seuils minimaux des ratios de fonds propres et de l'approche standard Bâle 3 américaine : 1 ^{er} janv. 2015 Volant de conservation : 1 ^{er} janv. 2016 – 1 ^{er} janv. 2019 Dispositions transitoires pour le calcul du numérateur : 1 ^{er} janv. 2014 – 1 ^{er} janv. 2022 Respect des seuils minimaux des ratios de fonds propres et de l'approche avancée Bâle 3 américaine : 1 ^{er} janv. 2014 Respect de l'approche standard Bâle 3 américaine (<i>floor</i>) : 1 ^{er} janv. 2015 Volant de conservation : 1 ^{er} janv. 2016 – 1 ^{er} janv. 2019 1 ^{er} janv. 2015
Europe	CRR/CRD 4, juin 2013	Ensemble des établissements bancaires	Dispositions transitoires pour le calcul du numérateur : 1 ^{er} janv. 2014 – 1 ^{er} janv. 2022 Respect des seuils minimaux des ratios de fonds propres et des nouvelles approches de pondération Bâle 3 : 1 ^{er} janv. 2014 Volant de conservation : 1 ^{er} janv. 2016 – 1 ^{er} janv. 2019
Ratio de levier Bâle 3	Rapport entre les fonds propres de base (capital Tier 1) et l'exposition au titre du levier (engagements de bilan et éléments de hors-bilan). Exigence minimale fixée à 3%		
Cadre bâlois	bcbs 270, janv. 2014	Banques d'envergure internationale	Période d'évaluation parallèle : 1 ^{er} janv. 2013 - 1 ^{er} janv. 2017 Publication à compter du 1 ^{er} janv. 2015 Intégration au pilier 1 au 1 ^{er} janv. 2018
Etats-Unis	<i>Regulatory Capital Rules, Final rule</i> , sept. 2014	<i>Supplementary Leverage ratio</i> (SLR), exigence fixée à 3% pour les 15 AA-banks uniquement Exigence renforcée à 5% (<i>Enhanced Supplementary Leverage ratio</i> , eSLR) pour les BHC dont le bilan consolidé excède USD 700 mds ou avec plus de USD 10 000 mds d'actifs en conservation (8 BHC)	Publication à compter du 1 ^{er} janv. 2015 Contrainte effective au 1 ^{er} janv. 2018 Contrainte effective au 1 ^{er} janv. 2018
Europe	Règlement délégué 2015/62, oct. 2014	Ensemble des établissements bancaires	Publication à compter du 1 ^{er} janv. 2015 Contrainte effective au 1 ^{er} janv. 2018

<i>Liquidity Coverage Ratio</i>			
	L'encours d'actifs liquides de haute qualité non grevés (HQLA) doit couvrir les sorties nettes de trésorerie qu'occasionnerait une crise de liquidité qui durerait 30 jours calendaires		
Cadre bâlois	bcbs 238, janv. 2013	Banques d'envergure internationale	Exigence minimale fixée à 60% au 1 ^{er} janv. 2015, augmentée de 10 pp chaque année pour atteindre 100% au 1 ^{er} janv. 2019
Etats-Unis	<i>Liquidity Coverage Ratio, Final rule</i> , sept. 2014	Version « complète » : AA-banks et leurs filiales de dépôts (celles dont le bilan consolidé excède USD 10 mds)	Exigence minimale fixée à 80% au 1 ^{er} janv. 2015, augmentée de 10 pp chaque année pour atteindre 100% au 1 ^{er} janv. 2017
		Version « modifiée » (le montant total des sorties nettes de trésorerie est multiplié par 0,7) : BHC et SLHC (sans activités commerciales ou d'assurance importantes) dont le bilan consolidé excède USD 50 mds mais qui ne sont pas des AA-banks	Exigence minimale fixée à 90% au 1 ^{er} janv. 2016, 100% au 1 ^{er} janv. 2017
Europe	Règlement délégué 2015/61, oct. 2014	Ensemble des établissements bancaires	Exigence minimale fixée à 60% au 1 ^{er} oct. 2015, 70% au 1 ^{er} janv. 2016, 80% au 1 ^{er} janv. 2017, 100% au 1 ^{er} janv. 2018

Source : BNP Paribas



Brexit: le champ des possibles

Catherine Stephan

Le référendum britannique de juin 2016 et le déclenchement de l'article 50 ont donné le coup d'envoi à une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Le processus promet d'être long et jalonné d'obstacles. Les sources potentielles de conflits sont en effet nombreuses, à commencer par le calcul de la somme que le Royaume-Uni devra verser à l'Union européenne lors de sa sortie et le statut des ressortissants européens présents sur le sol britannique. La négociation d'un nouvel accord commercial constitue, cependant, le principal enjeu de ces prochaines années en raison des liens étroits qui unissent le Royaume-Uni et l'Union européenne. Il existe a priori peu d'options compte tenu du souhait du Royaume-Uni de mettre fin à la libre circulation des personnes.

L'ancien premier ministre britannique, David Cameron, partisan du maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne (UE), avait décidé, en 2013, d'organiser un référendum sur la sortie de son pays de l'Union européenne (Brexit) afin de répondre à la montée en puissance du UKIP (United Kingdom Independence Party), un parti favorable à la sortie du Royaume-Uni de l'UE, et aux membres les plus « eurosceptiques » de son parti. L'issue du scrutin a toutefois joué en sa défaveur. Les Britanniques, nombreux à se rendre aux urnes¹, ont voté pour le Brexit lors du référendum du 23 juin 2016, mettant ainsi fin à quarante-trois années d'histoire commune².

L'issue de ce référendum inaugure donc une nouvelle ère dans les relations entre le Royaume-Uni et l'UE. Il subsiste cependant de nombreuses inconnues. Les protagonistes doivent s'entendre sur les mesures transitoires susceptibles d'assurer une sortie en bon ordre du Royaume-Uni et définir les contours d'un nouveau partenariat. Autant de sujets qui risquent de faire l'objet d'âpres négociations.

Nous exposerons donc, dans une première partie, le cadre des négociations et les points de dissension. Le Royaume-Uni souhaite parvenir rapidement à un accord sur ses relations futures avec l'UE (d'ici la fin de la procédure de retrait, en mars 2019) alors que celle-ci entend procéder par étapes. Bruxelles souhaite en particulier s'assurer que le Royaume-Uni respecte les engagements financiers pris lorsqu'il était membre de l'UE et clarifie le statut des ressortissants européens présents sur le sol britannique avant d'engager des discussions préliminaires sur leurs relations futures. Nous décrirons ensuite les liens commerciaux qui unissent le Royaume-Uni et l'UE, et qui devraient inciter les deux parties à trouver un accord le moins dommageable possible. Nous examinerons enfin, dans une dernière partie, les options qui s'offrent aux deux protagonistes au regard de leurs exigences et intérêts respectifs. En effet, il ne s'agit pas seulement de parvenir à un nouvel accord commercial le plus bénéfique pour les deux parties. Il importe également pour l'UE de dissuader d'autres pays européens d'emprunter la même voie que le Royaume-Uni, et pour le Royaume-

Uni de répondre aux aspirations de sa population, à savoir le contrôle de ses propres lois pour, notamment, mieux réguler l'immigration en provenance de l'UE. Une telle position, si elle devait être maintenue, réduirait fortement le champ des possibles.

Le cadre des négociations

Coup d'envoi des négociations sur le Brexit

Déclenchement de l'article 50

Le processus de sortie de l'UE a franchi une étape supplémentaire le 29 mars dernier lorsque la première ministre conservatrice, Theresa May, a notifié auprès du Conseil européen l'intention du Royaume-Uni de quitter l'UE, autrement dit a activé l'article 50 du traité sur l'UE après avoir obtenu l'aval du Parlement britannique. Cette clause de retrait a donné le coup d'envoi à la procédure de sortie de l'Union européenne.

L'article 50 du traité de Lisbonne définit en effet la procédure à suivre lorsqu'un Etat membre souhaite se retirer de l'UE. Le Conseil européen³ a ainsi, dans un premier temps, défini des orientations de négociation. Après avoir reçu une recommandation de la Commission européenne en vue de l'ouverture des négociations, il a adopté, le 29 avril, un ensemble de directives de négociation. Celles-ci, ainsi que l'autorisation de l'ouverture des négociations, devront être adoptées par le Conseil de l'UE⁴ le 22 mai⁵. La Commission européenne, par l'entremise du négociateur en chef Michel Barnier, pourra alors entamer les négociations, lesquelles devront s'achever dans un délai de deux ans à compter de l'activation de l'article 50.

A l'issue des négociations, la proposition d'accord devra être adoptée à une majorité simple par les membres du Parlement européen, dont les Britanniques, et à une majorité qualifiée par le Conseil de l'UE. Si les parties ne parviennent pas à s'entendre, les traités de l'UE cesseront également de s'appliquer au Royaume-Uni le 29 mars 2019 à moins

¹ Le taux de participation, de 72,2%, fut supérieur à celui enregistré lors des élections législatives de 2015 (66,4%).

² 51,9% des Britanniques ont appelé à quitter l'UE. Ceux-ci devaient répondre par « Quitter l'Union européenne » ou « Rester membre de l'Union européenne » à la question « Le Royaume-Uni doit-il rester un membre de l'Union européenne ou quitter l'Union européenne ? »

³ Le Conseil européen réunit les chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE.

⁴ Le Conseil de l'UE réunit les ministres nationaux de chaque pays.

⁵ Le Conseil de l'UE doit adopter l'ensemble des directives de négociation à une forte majorité qualifiée de 72% des 27 Etats membres, soit 20 Etats membres représentant 65% de la population de l'UE à 27.



que le Conseil européen, en accord avec le Royaume-Uni, décide à l'unanimité de prolonger les négociations.

Au Royaume-Uni, seul l'accord final sera, le cas échéant, soumis au vote de la Chambre des communes et à celui de la Chambre des lords sans que celles-ci puissent l'amender. Toutefois, le Parlement, qui sera tenu informé du déroulement des négociations par le gouvernement, pourra influencer sur le contenu d'un éventuel accord.

Un point de non-retour

La question de l'irréversibilité du déclenchement de l'article 50 du traité de Lisbonne a été posée, et ce d'autant que le Royaume-Uni est le premier pays à entamer une procédure de sortie de l'UE. La Commission européenne a cependant précisé qu'il était impossible au Royaume-Uni de révoquer unilatéralement la notification de l'article 50. De même, le Royaume-Uni a souligné que son déclenchement était un point de non-retour. Les deux parties ont, en effet, intérêt à souligner cette irréversibilité et l'absence d'alternative à l'accord négocié pour peser de tout leur poids dans les négociations et parvenir à un compromis.

Les contours des négociations : source de dissensions

Les négociations selon l'UE

Chacune des deux parties a établi une feuille de route. Il ressort ainsi des lignes directrices, tracées par la Commission européenne et le Conseil européen, que l'UE tient à préserver l'intégrité du marché unique et à aboutir à un accord global entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. Autrement dit, il ne peut y avoir de négociations cantonnées à des sujets ou secteurs spécifiques. Le Royaume-Uni ne pourra pas, par ailleurs, négocier avec des Etats membres en particulier. La Commission européenne redoute qu'une telle démarche puisse affecter l'unité de l'UE, certains pays membres ayant davantage à cœur de défendre tel ou tel secteur. L'Allemagne pourrait ainsi être davantage encline à défendre les intérêts du secteur automobile compte tenu du poids de ce secteur dans son économie (4,5% de la valeur ajoutée brute en 2014 selon Eurostat).

La Commission européenne entend par ailleurs procéder par étapes. Elle souhaite garantir la bonne marche du processus et traiter dans un premier temps les problématiques liées à la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Il s'agit notamment de s'assurer que le Royaume-Uni respecte les engagements financiers pris lorsqu'il était membre de l'UE. Cette exigence est prioritaire, et fait écho à l'inquiétude des autres membres de l'UE qui devront davantage contribuer au budget de l'UE. Selon un rapport d'information du Sénat⁶, la contribution de l'Allemagne et celle de la France augmenteraient respectivement de 5,6% et 10,8% si le Royaume-Uni et l'UE ne concluaient aucun accord.

La Commission européenne n'a pas fourni de facture détaillée. Toutefois, celle-ci semble inclure les montants engagés et non encore payés, appelés « engagements restant à liquider » (ou « RAL ») du budget de l'UE, ainsi que les investissements qui ont été approuvés par les Etats membres, notamment le Royaume-Uni, mais dont le montant n'a pas encore été engagé dans le budget de l'UE. Le Royaume-Uni

devrait régler notamment les sommes engagées au titre de sa participation au cadre financier pluriannuel 2014-2020, à certains programmes de recherche ou développement régional, tels que les fonds alloués au financement de la politique régionale 2014-2020. Cette somme inclurait également, selon une étude du Center for European Reform⁷, la contribution du Royaume-Uni aux pensions de retraites des fonctionnaires européens, aux aides accordées via le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF) au Portugal et à l'Irlande, et intégrerait les coûts imputables au déménagement des agences européennes domiciliées au Royaume-Uni, telles que l'Agence européenne des médicaments et l'Autorité bancaire européenne. La somme de 60 milliards d'euros a été évoquée en février 2017, mais il s'agit cependant d'un chiffre indicatif. Cette somme dépendra de la date à laquelle la sortie du Royaume-Uni sera effective, et évoluera vraisemblablement au fil des négociations. La Commission européenne souhaite d'ailleurs que l'UE et le Royaume-Uni s'entendent avant tout sur la méthodologie de calcul.

Les négociations doivent également traiter du cas particulier de l'Irlande afin d'éviter que ne se dresse une frontière trop visible entre l'Irlande du Nord et la république d'Irlande. La Commission européenne souhaite que le statut des ressortissants européens présents sur le sol britannique ainsi que celui des Britanniques résidant au sein de l'UE soient clarifiés. Enfin, les recours administratifs et judiciaires auprès de la Commission européenne ou de la Cour de justice de l'UE (CJUE), pour des faits antérieurs au Brexit, devront pouvoir être traités après la sortie du Royaume-Uni. L'UE a par ailleurs assuré que la Cour de justice de l'Union européenne est l'autorité compétente pour interpréter et appliquer l'accord de sortie de l'UE ainsi que les dispositions prévues pour parer aux situations inattendues. Une autre autorité judiciaire pourrait toutefois intervenir après la date de sortie du Royaume-Uni. Autant de sujets sources de conflits entre les deux protagonistes. La Commission européenne pourra seulement ensuite traiter des mesures transitoires. De même, elle entend engager des discussions préliminaires sur les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni, autrement dit sur un futur accord commercial, après que les discussions sur les modalités du retrait auront abouti. Un tel accord pourra cependant seulement être finalisé et ratifié lorsque la sortie du Royaume-Uni de l'UE sera effective.

Le point de vue du Royaume-Uni

Le Royaume-Uni et la Commission européenne affichent un accord de principe sur certains des thèmes abordés plus haut. Le Royaume-Uni souhaite ainsi continuer à entretenir des liens étroits avec l'Irlande. Il entend limiter les entraves à la libre circulation des personnes et aux échanges commerciaux en préservant les acquis des accords conclus avec l'Irlande. Il veut notamment maintenir la zone commune de voyage (ZTA ou *Common Travel Area*, CTA) pour le Royaume-Uni, l'Irlande, l'île de Man et anglo-normandes, créée en 1923 et qui permet de réduire les contrôles aux frontières des citoyens britanniques et irlandais.

⁶ Rapport d'information du Sénat n°656 du 1^{er} juin 2016, rédigé au nom de la commission des finances (1) sur les conséquences économiques et budgétaires d'une éventuelle sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit).

⁷ Center for European Reform, Alex Barker, "The €60 billion Brexit bill: How to disentangle Britain from the EU budget", février 2017



De même, il entend respecter certains de ses engagements en contribuant aux fonds structurels et d'investissement européens et à la Politique agricole commune (PAC). Le Royaume-Uni conteste cependant le montant de 60 milliards d'euros susceptible d'être versé à l'Union européenne, en particulier les sommes dues au titre des investissements qui devront être financés après 2019.

Le Royaume-Uni et l'UE peinent surtout à s'entendre sur la marche à suivre lors des négociations. Le Royaume-Uni souhaite parvenir à un accord sur ses relations futures avec l'UE d'ici la fin de la procédure de retrait de l'article 50. Ce nouveau partenariat définira l'ensemble des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE ainsi que le statut des immigrés en provenance de l'UE. La mise en œuvre d'un nouvel accord devrait être échelonnée afin que les entreprises puissent se préparer aux modalités du nouveau partenariat, mais le Royaume-Uni tient à éviter que la fin de la procédure de sortie laisse place à une longue et incertaine période de transition au cours de laquelle les négociations sur un futur partenariat pourraient s'enliser.

Des liens commerciaux étroits

Il est pertinent de dresser un état des lieux des liens commerciaux qui unissent actuellement le Royaume-Uni et l'UE afin de prendre la mesure des intérêts en jeu avant d'explorer les différents scénarios possibles.

L'intégration européenne, un vecteur de soutien aux échanges commerciaux

La suppression des barrières tarifaires et des quotas, la réduction des barrières non-tarifaires ainsi que la création d'une union douanière, autrement dit la mise en place de droits communs sur les importations en provenance de pays tiers et la suppression des contrôles douaniers, ont été au cœur de la croissance des échanges commerciaux européens au cours des dernières décennies.

L'intégration européenne a eu des effets bénéfiques pour l'ensemble des Etats membres. Les échanges commerciaux ont à la fois progressé au sein de l'Union européenne ainsi qu'entre l'UE et les pays tiers, grâce à l'amélioration de la compétitivité des entreprises européennes exportatrices. Une étude de Straathof et al.⁸ estime ainsi que les exportations et les importations de marchandises de l'UE étaient, en 2005, supérieures de 8% à ce qu'elles auraient été s'il n'y avait pas eu d'intégration depuis 1960. Une étude du Trésor britannique⁹ suggère pour sa part que le marché unique a permis une hausse supplémentaire de 9% du commerce communautaire entre 1973 et 2004. Selon la même étude, le Royaume-Uni aurait bénéficié d'une hausse de 7% de ses échanges avec l'UE du fait de son appartenance au marché unique.

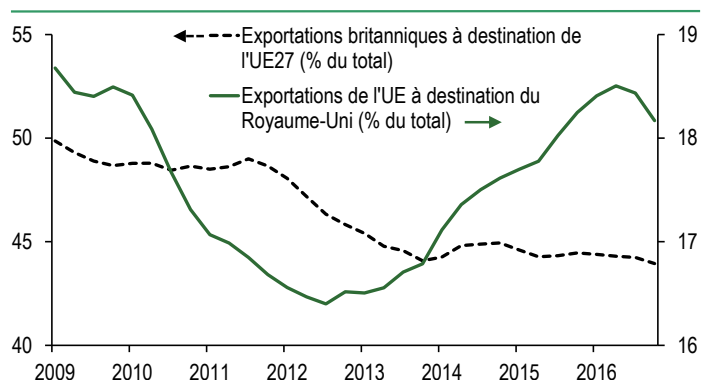
⁸ Straathof, B., G.J. Linders, A. Lejour and J. Möhlmann (2008), *The Internal Market and the Dutch economy: Implications for trade and economic growth*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

⁹ HM Treasury (2005). *EU Membership and Trade*

Les échanges de marchandises à l'origine du déficit de la balance courante britannique

L'UE et le Royaume-Uni demeurent l'un pour l'autre des partenaires incontournables malgré la montée en puissance de la Chine depuis son entrée dans l'OMC en 2001. L'UE représentait en effet 43,9% des exportations et 53,4% des importations totales britanniques en 2016, l'Allemagne et la France étant ses principaux partenaires européens. Le Royaume-Uni était pour sa part destinataire de 18,4% des exportations de biens et services de l'UE à 27 en 2016, tandis que 14,2% de ses importations en provenaient. Ce qui en fait le premier partenaire commercial de l'UE à 27 (cf. graphiques 1 et 2).

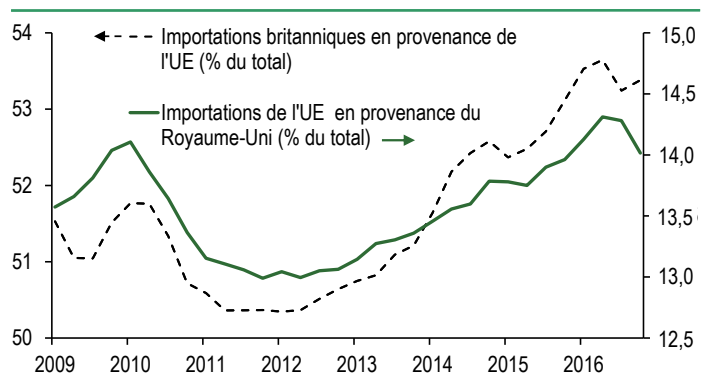
Exportations du Royaume-Uni et de l'UE27



Graphique 1

Sources : Office for National Statistics, Eurostat

Importations du Royaume-Uni et de l'UE27



Graphique 2

Sources : Office for National Statistics, Eurostat

L'UE et le Royaume-Uni échangent essentiellement des marchandises. Celles-ci représentent en effet respectivement près de 60% et 77% des exportations et importations totales britanniques à destination de l'UE. Celles de l'UE à destination du Royaume-Uni représentent quant à elles 65,3% des exportations et 56,9% des importations totales. Le matériel et les équipements



de transport ainsi que des produits chimiques concentrent l'essentiel des échanges. Ils représentaient respectivement 42,2% et 15,5% des exportations européennes de marchandises à destination du Royaume-Uni en 2016. De même, ils représentaient respectivement 35,8% et 19,8% des exportations britanniques de marchandises à destination de l'UE en 2016.

Les échanges de marchandises, en particulier avec l'Allemagne et les Pays-Bas, contribuent ainsi largement au déficit de la balance courante du Royaume-Uni vis-à-vis de l'UE, de -4,8% du PIB en 2016 (cf. graphiques 3 et 4) (cf. tableau 1).

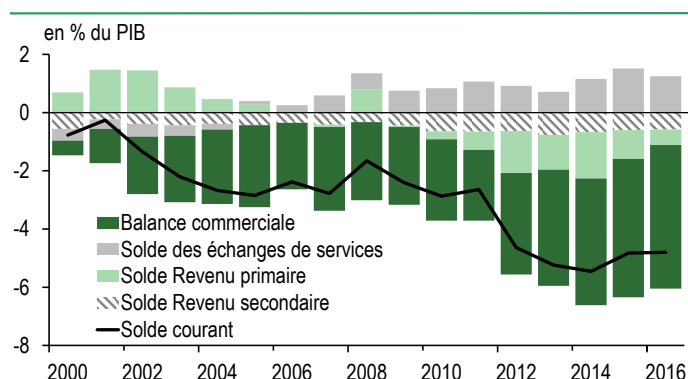
En 2015 (en milliards de livres sterling)

Principaux soldes de la balance courante par pays		Principaux soldes de la balance commerciale par secteur d'activité		Principaux soldes des services par secteur d'activité	
Total UE	-110,0	Total UE	-86,4	Total UE	20,9
Allemagne	-32,4	Machines et matériel de transport	-45,2	Services financiers	19,1
Pays-Bas	-10,9	Véhicules routiers	-28,6	Autres services financiers aux entreprises	6,1
Belgique	-10,0	Produits alimentaires et animaux vivants	-15,0	Propriété intellectuelle	1,8
Espagne	-9,9	Produits chimiques et annexes	-11,3	Télécommunications, services informatiques et d'information	1,6
France	-7,8	Articles manufacturés	-10,3	Voyages	-11,5

Tableau 1

Source : Office for National Statistics, HM Revenue & Customs

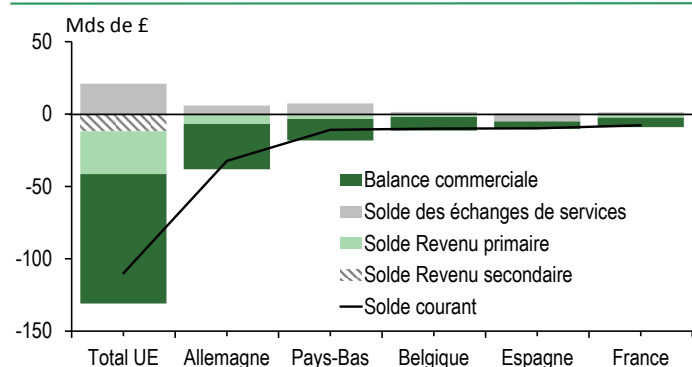
Balance courante du Royaume-Uni



Graphique 3

Source : Office for National Statistics

Principaux partenaires européens à l'origine du déficit de la balance courante



Graphique 4

Source : Office for National Statistics

Le rôle central joué par les services financiers britanniques

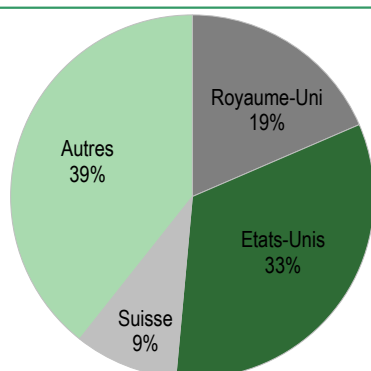
Seuls les services dégagent un excédent courant (+1,2% du PIB en 2016), et ce grâce principalement aux services financiers. Ceux-ci représentent en effet près du quart des exportations de services du Royaume-Uni à destination de l'UE, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas étant les principaux destinataires (respectivement 23%, 19% et 16,3% des exportations de services financiers à destination de l'UE en 2015).

Le Royaume-Uni profite pleinement, dans ce domaine, de son appartenance à l'UE et de son « passeport financier européen », qui lui permet de vendre des services dans toute l'UE. Ce passeport, également appelé « agrément unique », permet aux établissements de crédit, de paiement, de monnaie électronique, ainsi qu'aux entreprises d'investissement ou d'assurance de l'Espace économique européen (EEE)¹⁰ de vendre leurs produits et leurs services, et aux entreprises de s'établir librement sur l'ensemble de cet espace dès lors qu'ils ont obtenu un agrément de l'autorité compétente dans leur pays d'origine. Des établissements de pays tiers installés au Royaume-Uni profitent ainsi de ce passeport pour fournir des services sur l'ensemble du territoire européen.

Les investissements directs de part et d'autre de la Manche ont accompagné l'essor des échanges commerciaux. Ainsi 21,2% du stock des investissements directs européens à l'étranger étaient implantés au Royaume-Uni en 2015, et ce dernier détenait 18,5% du stock d'investissement étranger présent sur le sol européen (cf. graphiques 6). L'UE représentait pour sa part près de 40% du stock d'investissement direct détenu à l'étranger par le Royaume-Uni et du stock étranger présent au Royaume-Uni.

¹⁰ L'EEE comprend l'UE ainsi que l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège.

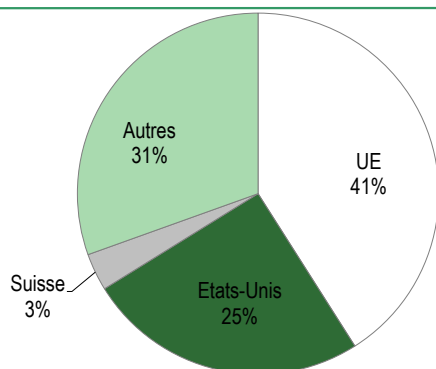
Principaux investisseurs au sein de l'UE à 27 en 2015 (Investissement direct, en % du total)



Graphique 5

Source : Eurostat

Principaux investisseurs au sein du Royaume-Uni en 2015 (Investissement direct, en % du total)



Graphique 6

Sources : Office for National Statistics, Eurostat

Origine du contenu en valeur ajoutée des exportations brutes (% du total)

	Royaume-Uni	Allemagne	France
Origine de Valeur Ajoutée			
Union européenne	41,5	48,2	48,1
Royaume-Uni		6,4	5,9
Allemagne	10,9		14,5
France	5,7	6,8	
Etats-Unis	11,6	8,2	8,7
Chine	5,7	5,2	5,9

Tableau 2

Source : OCDE

Il en résulte une forte intégration des chaînes de valeur entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE. Selon l'OCDE, le contenu en importations des exportations, tous partenaires confondus, était, en 2011, de respectivement 22,9%, 25,6% et 25% au Royaume-Uni, en Allemagne et en France. La Chine et les Etats-Unis rivalisent avec les autres membres de l'UE au Royaume-Uni. Toutefois, 41,5% de la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations britanniques

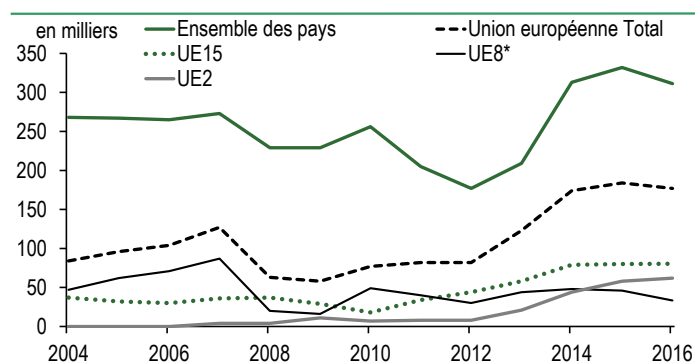
provenait d'Etats membres de l'UE en 2011, l'Allemagne et la France étant respectivement à l'origine de 10,9% et 5,7% de cette valeur ajoutée. Pour sa part, 6,4% et 5,9% de la valeur ajoutée étrangère contenue dans les exportations allemandes et françaises provenait du Royaume-Uni, le secteur des transports étant, pour ces trois pays, le plus intégré (cf. tableau 2).

Des travailleurs européens mobiles

Le Royaume-Uni et l'UE n'échangent pas seulement des biens et des services. Les individus circulent également de part et d'autre de la Manche. Le Royaume-Uni ne fait pas partie de l'espace Schengen¹¹, au sein duquel tous les citoyens peuvent circuler librement sans contrôle aux frontières intérieures, mais, en tant que membre de l'UE, il respecte la libre circulation des personnes.

L'immigration nette en provenance de l'UE a augmenté à partir du début des années 2000. Ce mouvement a même pris de l'ampleur à partir de 2013 après avoir marqué une pause au moment de la crise de 2008. Il a en cela été nourri par une hausse de l'immigration nette en provenance de l'UE à 15¹² (hors Royaume-Uni) et de l'UE à 2¹³ à partir de 2014, lorsque les restrictions en provenance de Bulgarie et de Roumanie ont été levées (cf. graphique 7). Ainsi, 3,2 millions d'Européens vivaient sur le sol britannique fin 2015, soit 57% des personnes de nationalité étrangère. L'UE tient pour cette raison à garantir à ses ressortissants et à leur famille l'accès au marché du travail, la reconnaissance des diplômes et formations et le droit de résidence permanente après une période de cinq ans de résidence légale. Elle pourrait même demander à ce que ceux-ci continuent à bénéficier des droits de l'UE après le Brexit. Elle souhaite en outre que l'ensemble des citoyens de l'UE à 27 bénéficient du même traitement.

Immigration nette annuelle au Royaume-Uni



*UE8 : République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Slovaquie, Slovaquie
Graphique 7 Source : Office for National Statistics

¹¹ L'espace Schengen comprend les pays de l'UE à l'exception de la Bulgarie, la Croatie, la Roumanie, Chypre, l'Irlande et le Royaume-Uni. Il inclut également quatre pays extérieurs à l'UE, à savoir l'Islande, le Liechtenstein, la Norvège et la Suisse.

¹² L'UE à 15 comprend l'Autriche, la Belgique, l'Allemagne, le Danemark, la Finlande, la France, la Grèce, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal, l'Irlande, l'Espagne, la Suède et le Royaume-Uni.

¹³ L'UE à 2 comprend la Bulgarie et la Roumanie.

Les Britanniques sont également nombreux à vivre sur le continent européen (près de 1,2 million). Toutefois, leur profil diffère de celui des Européens présents sur le sol britannique. La plupart des Européens viennent au Royaume-Uni pour travailler (41% en 2015), en particulier dans le commerce de gros et de détail et les services financiers et aux entreprises¹⁴, chercher un emploi (31,5%) ou poursuivre des études (14,7%). Les motivations des Britanniques migrant en Europe ne sont pas renseignées. Toutefois, nous disposons de données sur leur âge, lequel suggère qu'ils sont plus souvent inactifs. En effet, près de 40% de ceux vivant en Espagne, pays qui accueille à lui seul près du quart des Britanniques établis en Europe, ont, selon Eurostat, plus de 65 ans. Cette proportion est moindre en Irlande et en Allemagne (respectivement 14,4% et 15,1%), mais elle reste nettement supérieure à celle constatée parmi les Européens vivant au Royaume-Uni (de 7,1% en 2016). Le Royaume-Uni, qui souhaite pour sa part réduire l'immigration nette, devra donc tenir compte de ses ressortissants afin qu'ils puissent continuer à résider au sein de l'UE et à accéder notamment dans les meilleures conditions possibles aux systèmes de soin du continent.

Quels types de partenariat entre le Royaume-Uni et l'UE après le Brexit?

L'intensité des liens commerciaux, financiers et humains entre le Royaume-Uni et l'UE devrait les inciter l'un comme l'autre à négocier un accord commercial qui leur soit le moins dommageable possible. La volonté du Royaume-Uni de limiter l'immigration en provenance de l'UE, autrement dit mettre fin à la libre circulation des personnes, réduit toutefois les marges de manœuvre. L'indivisibilité des quatre libertés du marché unique, à savoir la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes contraint en effet le Royaume-Uni à quitter le marché unique. Il est donc difficile, à ce jour, de dessiner les contours du futur partenariat entre le Royaume-Uni et l'UE à l'issue du processus de séparation.

Les limites des partenariats existants

Une adhésion à l'AELE/EEE

L'EEE, qui réunit les Etats membres de l'UE et trois des quatre membres de l'Association européenne de libre-échange (AELE)¹⁵, à savoir l'Islande, la Norvège et le Liechtenstein, peut répondre à certaines attentes du Royaume-Uni. Les marchandises, à l'exception des produits agricoles et de la pêche, peuvent circuler librement sans droits de douane. L'EEE donne également accès au passeport européen pour ses services financiers¹⁶. Par ailleurs, l'EEE, qui a vu le

jour en 1994, n'est pas une union douanière. Les membres de l'AELE/l'EEE, qui sont exclus des accords commerciaux négociés par l'Union européenne avec des pays tiers, peuvent déterminer librement leurs tarifs douaniers et leur politique commerciale vis-à-vis de ces pays.

Toutefois, le Royaume-Uni, dont la contribution nette au budget européen s'est élevée à 0,4% du revenu national brut en 2015¹⁷, ne réaliserait que peu d'économies. Celles-ci équivaldraient à un peu moins de 0,1% du RNB s'il rejoignait l'EEE dans des conditions similaires à celles de la Norvège¹⁸. La contribution nette du Royaume-Uni au budget de l'Union européenne serait, en effet, réduite de 9 % selon une étude du Centre for European Reform¹⁹. En outre, le Royaume-Uni influera peu, dans ce cas de figure, sur les décisions prises par l'UE. L'accord sur l'EEE prévoit en effet que celui-ci intègre l'ensemble de la législation relative au marché intérieur adoptée par l'UE après qu'elle a été examinée par un comité mixte de l'EEE composé de représentants de l'UE et des Etats membres de l'AELE/EEE. Une telle adhésion semble donc difficile lorsque l'on sait que la contribution du Royaume-Uni au budget européen et le rapatriement de certaines des prérogatives jusqu'à présent dévolues à Bruxelles ont été des thèmes majeurs de la campagne pour le Brexit. Enfin et surtout, la volonté du Royaume-Uni de réguler l'immigration exclut a priori toute perspective d'adhésion du Royaume-Uni à l'AELE/EEE. Cet accord prévoit en effet que l'ensemble des signataires respectent les quatre libertés fondamentales du marché unique.

L'accord bilatéral entre la Suisse et le Royaume-Uni

La Suisse est membre de l'AELE mais ne participe pas à l'EEE. Elle a ainsi, à ce jour, conclu près de 120 accords bilatéraux avec l'UE dont un accord de libre-échange (ALE)²⁰ et deux grandes séries d'accords sectoriels qui se sont accompagnés d'un alignement d'une grande partie du droit suisse sur la législation de l'UE en vigueur au moment de leur signature.

Un tel partenariat offrirait davantage de latitude au Royaume-Uni. Sa contribution nette au budget de l'UE diminuerait par ailleurs de 55% selon le CER. Toutefois, ce type d'accord obligerait le Royaume-Uni et l'UE à renégocier les accords à chaque fois que la législation européenne évolue. Le secteur des services pourrait, comme en Suisse, n'être que partiellement couvert par ces accords. Les établissements financiers²¹ risqueraient en particulier de ne pas bénéficier du passeport

¹⁴ 23,3% des européens travaillaient en 2016 dans le commerce de gros et détail, 17,5% dans les services financiers et aux entreprises et 16,6% dans l'administration publique, l'enseignement et les soins de santé selon l'ONS.

¹⁵ L'AELE est une organisation intergouvernementale créée en 1960, qui vise à promouvoir le libre-échange. Elle comprend quatre Etats membres, à savoir l'Islande, le Liechtenstein, la Norvège et la Suisse.

¹⁶ *Understanding equivalence and the single passport in financial services -Third-country access to the single market*, Parlement européen, février 2017

¹⁷ En 2015, le Royaume-Uni a versé 18,21 milliards d'euros au budget de l'Union européenne (après un rabais de 6,08 milliards), soit 0,72% du revenu national brut en 2015. Le Royaume-Uni a reçu en 2015 de l'UE l'équivalent de 0,3% de son RNB.

¹⁸ Les Etats de l'AELE membres de l'EEE participent aux dépenses opérationnelles de l'UE. La contribution de ses membres est fonction du poids relatif de leur PIB respectif au regard du PIB total de l'EEE et des dépenses opérationnelles totales de l'UE. Ils participent également aux dépenses administratives. Chaque programme fait tous les ans l'objet de négociations. Les Etats de l'AELE/EEE mettent par ailleurs à disposition de la Commission européenne des ressources humaines qu'ils rémunèrent.

¹⁹ *The economic consequences of leaving the EU* The final report of the CER commission Brexit 2016, avril 2016

²⁰ En vertu de cet accord, les marchandises, à l'exception de certains produits agricoles, peuvent circuler en franchise de douane entre la Suisse et les Etats membres de l'UE, s'ils en sont originaires. L'ALE interdit par ailleurs toute restriction quantitative (contingents) ou toute autre mesure ayant un effet équivalent.

²¹ La liberté d'établissement est seulement assurée en Suisse dans le domaine de l'assurance dommage.



européen. En outre, la libre circulation des personnes devrait là aussi compromettre de tels accords. L'issue des négociations engagées entre l'UE et la Suisse, après la votation populaire en faveur de l'introduction de quotas annuels d'immigration en février 2014, en est l'illustration. La Suisse a en effet dû renoncer, fin 2016, à instaurer des quotas annuels de ressortissants non suisses et à adopter un projet de « préférence des travailleurs en Suisse, version allégée ». Celle-ci accorde la priorité aux résidents suisses lors du recrutement dans les secteurs présentant un taux de chômage supérieur à la moyenne, mais les employeurs sont libres de refuser le candidat envoyé par le service helvétique de l'emploi, sans avoir à fournir de justification²².

L'union douanière entre l'UE et la Turquie

Une union douanière telle que celle qui régit, depuis le 1^{er} juillet 1996, les relations entre l'UE et la Turquie semble peu probable en raison du souhait du Royaume-Uni de retrouver sa pleine souveraineté. La Turquie ne participe pas au budget de l'UE, mais cette union douanière, fondée sur le principe de la libre circulation des marchandises, autres que les produits agricoles, du charbon et de l'acier²³, oblige la Turquie à s'aligner sur le tarif douanier commun et les politiques commerciales de l'UE. Elle doit ainsi appliquer, vis-à-vis des pays tiers, les mêmes droits de douane que l'UE, et mettre en œuvre les accords préférentiels de l'UE sans pour autant bénéficier des accords commerciaux conclus entre l'UE et des pays tiers, lesquels peuvent continuer à prélever des droits de douane sur les exportations turques. En outre, la Turquie doit respecter les normes européennes dans les secteurs où elle bénéficie de l'accès au marché unique sans pouvoir influencer sur leur élaboration.

L'accord de libre-échange entre l'UE et le Canada : un modèle à suivre?

Le Royaume-Uni et l'UE semblent davantage enclins à négocier un accord de libre-échange compte tenu des contraintes imposées par les partenariats existants. L'Accord économique et commercial global (AECG, ou CETA) est souvent cité en exemple. Il s'agit en effet d'un accord commercial ambitieux entre l'UE et le Canada, qui n'inclut pas la liberté de circulation des personnes. Il devrait aboutir à terme à la suppression de 99% des droits de douane sur les produits industriels et à l'élimination de nombreuses barrières non-tarifaires. Cet accord vise par ailleurs à une reconnaissance mutuelle des certificats d'évaluation de la conformité dans un certain nombre de domaines²⁴ tels que les appareils électriques, les équipements électroniques, les jouets, les machines et les appareils de mesure. De plus, le CETA facilitera l'entrée temporaire de certains travailleurs qualifiés sur le territoire

respectif du Canada et de l'UE. Cet accord garantit en outre une plus grande libéralisation du marché des services²⁵ et l'ouverture de leurs marchés publics respectifs. Le CETA prévoit également un système juridictionnel des investissements (*Investment Court System*, ICS) destiné à résoudre les litiges entre les États et les investisseurs. L'approche est novatrice au regard de celles traditionnellement adoptées. Les tribunaux devront, en effet, être indépendants, impartiaux et permanents. En conséquence, ce système juridictionnel sera composé de juges professionnels et indépendants nommés par l'Union européenne et le Canada pour une période déterminée²⁶. L'UE et le Canada créeront par ailleurs un tribunal d'appel.

Un tel accord de libre-échange répondrait à nombre d'attentes britanniques. Il pourrait, en outre, prendre moins de temps que de coutume pour ce genre de partenariats. Cela fait en effet des années que le Royaume-Uni échange librement avec l'UE et intègre la législation européenne. Il leur sera ainsi plus facile d'adopter une reconnaissance mutuelle des normes et standards.

Il semble cependant peu probable que la Commission européenne et le Royaume-Uni parviennent à se mettre d'accord sur les conditions de sortie et sur un futur partenariat commercial en l'espace de seulement deux ans compte tenu des délais généralement nécessaires à la conclusion de tels accords. A titre d'exemple, le Canada et l'UE, qui ont engagé des discussions en mai 2009, ont conclu les négociations sur le CETA en octobre 2013. L'accord, qui a seulement obtenu l'aval du Parlement européen le 15 février 2017, doit par ailleurs encore obtenir l'aval des Parlements nationaux, nécessaire pour les accords mixtes qui incluent des dispositions autres que spécifiquement commerciales. En effet, seule la ratification d'un accord exclusivement commercial nécessite « uniquement » l'aval du Conseil européen et du Parlement européen, en raison de la compétence exclusive de l'UE en la matière. Il est donc probable que la ratification d'un accord commercial entre l'UE et le Royaume-Uni, semblable au CETA, relève également de la compétence des États membres, rallongeant d'autant les délais de mise en œuvre complète d'un tel accord.

Les secteurs d'activité affichant un déficit commercial britannique, tels que les secteurs de l'automobile et de la chimie, ou ceux qui s'inscrivent dans une chaîne de production interdépendante tels que l'aéronautique, pourraient faire facilement l'objet d'un accord permettant un accès au marché unique dans des conditions similaires à celles applicables actuellement. Toutefois, les intérêts du Royaume-Uni et de l'UE divergeront vraisemblablement suivant les secteurs d'activité, selon qu'ils génèrent des excédents ou des déficits commerciaux, rallongeant d'autant les négociations.

Ce type de partenariat restera enfin moins avantageux et contraignant, en particulier pour le Royaume-Uni. Celui-ci devra vraisemblablement assurer un niveau de protection minimum aux travailleurs et respecter certaines règles en matière de santé et d'environnement. Les Britanniques devraient par ailleurs continuer à se conformer aux

²² Les entreprises suisses auront l'obligation de fournir aux Office Régionaux de Placement (ORP), les services publics à l'emploi, les postes vacants, et elles auront également obligation de recevoir les chômeurs locaux concernés, en priorité.

²³ Les produits du charbon et de l'acier relèvent d'accords préférentiels.

²⁴ Le Canada a accepté de protéger nombre d'indications géographiques (IG) (143), autrement dit des spécialités alimentaires et des boissons provenant de villes et de régions spécifiques de l'UE. Des quotas limités seront également prévus pour un petit nombre de produits sensibles, tels que le bœuf, le porc et le maïs doux pour l'UE et les produits laitiers pour le Canada. Le CETA n'ouvrira pas par ailleurs les marchés européen et canadien de volailles et d'œufs, et il respectera le système européen des prix d'entrée.

²⁵ Les principaux services exclus comprennent les services de santé et d'éducation publique ainsi que d'autres services sociaux.

²⁶ Un membre du tribunal ne pourra pas travailler parallèlement comme conseiller juridique et expert dans d'autres différends en matière d'investissements. Les affaires seront instruites par trois membres choisis au hasard.



standards européens. L'UE et le Royaume-Uni devront également établir des règles d'origine, c'est-à-dire des critères à même de définir l'endroit où un produit a été fabriqué. Ceux-ci permettent à leur tour de déterminer quels biens sont produits au Royaume-Uni et au sein de l'UE et donc susceptibles de bénéficier d'un traitement tarifaire préférentiel. Ce sont autant de critères qui pourraient peser sur les chaînes de production lorsque les produits échangés incorporent une proportion importante de produits importés.

Des relations commerciales régies par les règles de l'OMC en cas d'échec des négociations

En l'absence d'accord commercial, les échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et l'UE seraient régis par les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Les membres de l'OMC doivent respecter un certain nombre d'accords qui régissent le commerce de marchandises, de services, la propriété intellectuelle, ainsi que des règles relatives au règlement des différends entre eux. Le *dumping*, pratique qui consiste, pour une entreprise à exporter un produit à un prix inférieur à sa valeur normale, c'est-à-dire au prix pratiqué « au cours d'opérations commerciales normales pour le produit similaire destiné à la consommation dans le pays exportateur », est par ailleurs prohibé. Le Royaume-Uni devra également se conformer à certaines normes internationales actuellement en vigueur, notamment celles de l'Organisation internationale de normalisation (ISO). Toutefois, il n'aura plus à respecter les normes européennes.

Le Royaume-Uni et l'UE pourront dès lors réintroduire plus facilement des barrières non tarifaires (réglementations techniques, normes et évaluations de la conformité ou mesures sanitaires et phytosanitaires...) et des droits de douane, à condition qu'ils respectent la clause de la nation la plus favorisée (NPF), à savoir qu'un membre de l'OMC ne peut établir de discrimination entre ses partenaires commerciaux. Autrement dit, les droits de douane prélevés par l'UE sur ses importations en provenance du Royaume-Uni ne pourront être supérieurs à ceux prélevés sur celles en provenance du pays bénéficiant de la situation la plus favorable. Ce qui équivaldrait à l'imposition par l'UE de droits de douane de l'ordre de près de 5% en moyenne, si l'on se réfère à la clause de la NPF. Toutefois, les secteurs les plus exposés au marché européen pourraient être soumis à des droits de douane élevés. Ceux-ci pourraient en effet atteindre 4,5% pour les produits chimiques, 15% pour les produits agricoles, 10% pour les voitures et 5% pour les pièces automobiles. Autre inconvénient majeur de ce type de partenariat, les accords de l'OMC encadrent peu les échanges de services.

Les effets du Brexit sur les échanges commerciaux

Il est difficile de mesurer précisément les effets d'un nouveau partenariat dont les contours restent à ce jour inconnus. Nous pouvons cependant proposer quelques pistes de réflexion.

Une hausse des coûts administratifs

La suppression de l'union douanière et la réapparition des contrôles douaniers s'accompagneront d'une hausse des coûts administratifs. Ces coûts seront d'autant plus élevés si l'UE instaure des barrières non tarifaires ou doit s'assurer, lors du passage des marchandises aux frontières, que les « règles d'origine » sont bien respectées. Selon une étude du CEPR²⁷, ces règles s'accompagneraient à elles seules d'une hausse de près de 4% à 15% du coût des échanges. Au total, de manière générale, l'ensemble des coûts administratifs pourrait représenter près de 25%²⁸ de la valeur des biens échangés selon une étude de l'OCDE. De même, le Brexit s'accompagnerait pour les entreprises d'une hausse des coûts de distribution et de coordination de part et d'autre de la Manche.

Une diminution des économies d'échelle

La réduction de la taille des marchés à l'exportation pèsera plus particulièrement sur la compétitivité britannique. En effet, les possibilités d'économie d'échelle, la diffusion de l'innovation et des technologies ainsi que la productivité des facteurs s'amenuiseront. À terme, les législations européenne et britannique pourraient, en l'absence d'accord, s'éloigner l'une de l'autre, pesant d'autant sur les échanges commerciaux à venir.

Une main d'œuvre moins mobile

Le Brexit aura vraisemblablement pour conséquence une baisse de l'immigration en provenance de l'UE. Plusieurs pistes sont envisagées par les Britanniques, comme la création d'un permis de travail spécifique pour les salariés en provenance de l'UE ou le contrôle des emplois auxquels ils pourront prétendre. Il est toutefois peu probable qu'une telle politique migratoire parvienne à répondre de manière efficiente aux besoins de l'économie. Il est en effet difficile d'identifier avec exactitude les besoins en main d'œuvre d'une économie. En outre, une telle politique s'accompagnera vraisemblablement d'un alourdissement des démarches administratives et donc d'une hausse du coût du travail pour les employeurs. Elle aurait enfin d'autres effets difficilement quantifiables tels qu'une moindre diffusion des savoirs. Une baisse de l'immigration risque par conséquent d'obérer l'offre de travail et le potentiel de croissance de l'économie britannique.

Baisse des échanges commerciaux

Une étude du Trésor britannique²⁹ tente d'apprécier les conséquences d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE sur les échanges et l'activité. Il s'agit d'un exercice délicat étant donné l'absence de précédent. L'étude pose donc un certain nombre d'hypothèses. Elle estime les effets du Brexit à une échéance de quinze ans. Elle suppose en effet que d'ici là le Royaume-Uni et l'UE auront définis les contours d'un nouveau partenariat, que l'incertitude se sera dissipée et que leurs économies auront opéré les ajustements nécessaires. Elle suppose également que le Royaume-Uni entretiendra avec les pays extérieurs à l'UE les mêmes relations commerciales qu'aujourd'hui. Elle suppose par ailleurs que le

²⁷ Centre for Economic Policy Research, *Estimating the Economic Impact on the UK of a Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) Agreement between the European Union and the United States*, study produced for HMG, (2013).

²⁸ A synthesis report OECD Trade Policy Paper No. 150 de Evdokia Moïse et Florian Le Bris, *Trade costs: What have we learned?*

²⁹ HM Government, *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of the EU membership and the alternatives*, Londres, avril 2016



fonctionnement de l'UE reste inchangé. Autrement dit, elle ne tient pas compte des avantages que le Royaume-Uni pourrait retirer, s'il restait membre de l'UE, d'une plus grande intégration des marchés européens des services, du numérique et de l'énergie, et de nouveaux accords commerciaux que pourrait conclure l'UE, donc des pertes potentielles.

Si le Royaume-Uni quittait l'UE pour l'EEE, son PIB serait, au bout de quinze ans, inférieur de 3,4% à 4,3% à celui qui serait observé s'il restait membre de l'UE. Il serait inférieur de 4,6% au 7,8% s'il concluait un accord bilatéral, et de 5,4% à 9,5% si les échanges étaient régis par les règles de l'OMC.

Cette étude corrobore les calculs de l'OCDE³⁰. Cette dernière est moins pessimiste que le Trésor britannique mais prévoit, d'ici 2030, une baisse du PIB britannique de 2,7% dans le meilleur des scénarii, 5,1% dans un scénario de base et 7,7% si le scénario le plus pessimiste l'emporte.

Les pays de l'UE seraient également affectés par le Brexit et la réduction de leurs échanges commerciaux avec l'UE, en particulier les pays qui entretiennent actuellement des liens étroits avec le Royaume-Uni. L'Irlande est particulièrement concernée et dans une moindre mesure le Luxembourg et la Belgique. Selon la fondation Bertelsmann³¹, les PIB par tête de l'Irlande, de la Belgique et du Luxembourg diminueraient de respectivement 2,7%, 0,96% et 0,8% d'ici 2030 en l'absence d'accord commercial avec le Royaume-Uni. L'Allemagne et la France seraient moins affectées, le PIB par tête reculant de 0,33 et 0,27% respectivement.

Evolution incertaine des échanges commerciaux britanniques avec les pays extérieurs à l'UE

La sortie du Royaume-Uni de l'UE influera également sur ses relations et ses échanges commerciaux avec les pays tiers. En effet, le Royaume-Uni ne bénéficiera plus des accords de libre-échange conclus entre l'UE et ces pays.

Le Royaume-Uni, qui ne pourra conclure de nouveaux accords commerciaux qu'après avoir effectivement quitté l'UE, espère profiter de la montée en puissance de certains de ses partenaires commerciaux, tels que la Chine, et favoriser ses échanges avec les Etats-Unis et les pays membres du Commonwealth. Le Royaume-Uni, hors de l'UE, espère ne plus avoir à faire de compromis avec les autres Etats membres et bénéficier de davantage de latitude pour négocier avec les pays tiers. Toutefois, il pourra difficilement imposer un rapport de force qui lui soit favorable en raison du poids de son économie. Le Royaume-Uni, la dixième économie mondiale, ne représente en effet à lui seul que 2,4% du PIB mondial³² (en parité de pouvoir d'achat, PPA) et 4% des importations mondiales³³. C'est bien moins que de l'UE à 28, la deuxième économie mondiale (17,1% du PIB mondial en 2015 en PPA et 32% des importations mondiales), qui peut davantage peser sur le cours de négociations commerciales.

Le Royaume-Uni prend donc le risque de s'engager dans de longues négociations sans avoir la certitude de conclure des accords plus avantageux que ceux dont il bénéficiait en tant que membre de l'UE. Il pourrait ainsi être amené à concéder des baisses de droits de douane sur des secteurs plus vulnérables, au risque de susciter un mécontentement social.

Coup de projecteur sur quelques secteurs d'activité

Certains secteurs d'activité sont plus que d'autres au centre des préoccupations en raison de leur poids respectif dans les échanges commerciaux ou de leur intégration dans la chaîne de production européenne.

Un secteur financier mis à mal par la perte du passeport européen

La moitié des établissements financiers mondiaux ont installé leur siège européen à Londres. La City offre, en effet, de nombreux avantages aux investisseurs étrangers tels que les infrastructures de marché, des expertises et l'usage de l'anglais. Les activités financières et d'assurance britanniques représentent ainsi à elles seules près de 7% de la valeur ajoutée brute britannique. En outre, l'industrie financière tire près du quart de ses revenus de ses opérations avec l'UE. Selon The City UK, un organisme privé qui défend les intérêts de la place de Londres, 46% des actions de l'UE sont levées à Londres et 75% des opérations de change de l'UE sont réalisées au Royaume-Uni. Le Royaume-Uni, qui a le droit d'effectuer des transactions dans la monnaie unique du fait de son appartenance à l'UE, entretient également des liens particulièrement étroits avec la zone euro. Ainsi en février 2017, 21% des actifs des institutions financières monétaires (IFM) britanniques étaient libellés en euros, soit 38% des actifs libellés en devises étrangères. Les contours du futur accord entre le Royaume-Uni et l'UE revêtent par conséquent une grande importance.

Plusieurs scénarii s'offrent à l'industrie financière britannique. Le Royaume-Uni pourrait notamment bénéficier d'un régime d'équivalence et continuer à offrir ses services financiers au sein de l'EEE si sa réglementation répond aux standards européens. Les pertes seraient, dès lors, contenues. Selon une étude diligentée par The City UK³⁴, les revenus générés par l'activité de gros des services financiers déclineraient de 2%. Toutefois, la place financière londonienne évoluerait dans un environnement plus incertain. Cet agrément pourrait en effet lui être retiré à tout moment si la Commission européenne estimait que la réglementation s'éloigne de celle en vigueur au sein de l'UE.

Les pertes seraient, en revanche, conséquentes si le Royaume-Uni adoptait les seules règles de l'OMC, c'est-à-dire s'il ne bénéficiait plus systématiquement, de la part de l'UE, d'un régime d'équivalence de sa réglementation. Dans ce cas de figure, les revenus financiers issus des activités avec l'UE accuseraient, selon cette même étude, une perte de 40% à 50%.

³⁰ *The economic consequences of Brexit: A taxing decision*, OECD Economic policy paper, Avril 2016, numéro 16

³¹ Fondation Bertelsmann, *Brexit – potential economic consequences if the UK exits the EU*, 2015/05

³² Données 2015 de la Banque mondiale

³³ Données 2015 de la Banque mondiale (en USD courants)

³⁴ Olivier Wyman, *The impact of the UK's exit from the EU on the UK-based financial services sector*, 2016



Il est toutefois difficile de prendre pleinement la mesure de la perte du passeport financier. Les implications d'une sortie de l'UE sont, en effet, multiples. Le Royaume-Uni ne bénéficiera plus des accords signés entre l'UE et les pays tiers. Il ne devrait plus, par ailleurs, profiter d'une main d'œuvre européenne qualifiée aussi abondante. En outre, les activités financières, moins intégrées, devraient générer moins d'économies d'échelle et d'innovation. Enfin, les pertes de revenus du secteur financier se répercuteront vraisemblablement sur les activités connexes (agences de rating, sociétés de conseil et d'audit...) et le reste de l'économie. Autant d'effets induits difficiles à estimer, car plus diffus.

Une opportunité pour l'UE ?

Certaines entités pourraient délocaliser d'autres activités que celles directement touchées par la perte du passeport financier afin d'éviter une trop grande fragmentation de leurs différentes activités et une diminution de leurs économies d'échelle.

Toutefois, cette perte pour le Royaume-Uni ne se traduira pas forcément par un gain du même ordre pour les membres de l'UE. Des établissements de pays tiers pourraient en effet externaliser certains services seulement vers des filiales dans l'UE ou rapatrier certaines de leurs activités dans leur pays d'origine en raison des coûts engendrés par la réallocation de ces activités ou par leur plus grande fragmentation. Certains établissements financiers ne souhaiteront pas, en particulier, se plier à une multitude de réglementations.

Le secteur automobile

L'industrie automobile européenne, fortement intégrée, serait dans son ensemble mise à mal, et des mesures tarifaires pèseraient tout particulièrement sur l'industrie britannique, près des trois-quarts de ses exportations d'automobiles étant destinées au marché européen. Une étude du CEPII³⁵ prévoit une baisse de la production automobile de 1,8% si les négociations entre le Royaume-Uni et l'UE aboutissaient à un accord régional et à un retour des barrières non tarifaires. En conséquence, près de 500 emplois seraient supprimés. Dans ce cas de figure, le consommateur britannique pâtirait par ailleurs d'une hausse du prix de 3% des voitures importées.

Les pertes seraient bien plus conséquentes en l'absence d'accord. L'étude suppose que le Royaume-Uni continuerait à profiter des accords commerciaux conclus entre l'UE, la Turquie et le Mexique, mais le secteur automobile serait soumis à des droits de douane reposant sur la clause de la NPF. La production automobile diminuerait alors de presque 4% au Royaume-Uni. Près de 1000 emplois seraient détruits, et les prix payés par le consommateur progresseraient de près de 6%.

Les industries aéronautiques et spatiales

D'autres secteurs sont concernés tels que l'industrie aéronautique, la plus importante en Europe. L'UE représente en effet près de la moitié de son marché à l'exportation. Les chaînes de production sont en outre disséminées dans toute l'Europe. Ainsi l'Airbus est le fruit d'une coopération étroite entre le Royaume-Uni, l'Espagne, la France et l'Allemagne.

De même, sans nouvel accord sur la sécurité, les entreprises britanniques ne pourraient plus signer de contrats pour l'exploitation du système de navigation par satellite Galileo, un projet de l'Agence spatiale européenne développé par l'UE.

Le secteur aérien

Les compagnies aériennes britanniques, qui peuvent actuellement exploiter librement une ligne aérienne dans l'ensemble du ciel européen, redoutent de devoir acquitter des droits de vol. En outre, les certificats de navigabilité délivrés par l'Autorité de l'aviation civile ne pourraient plus être reconnus par l'Agence européenne de la sécurité aérienne.

Conclusion

Le Royaume-Uni et l'UE vont d'ici peu engager des négociations qui s'annoncent pour le moins laborieuses. Les protagonistes peinent à s'entendre sur le processus. Le Royaume-Uni souhaite en effet négocier d'emblée un nouveau partenariat qui définira l'ensemble des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE ainsi que le statut des ressortissants en provenance de l'UE. L'UE entend pour sa part traiter le cas particulier de l'Irlande, s'assurer que le Royaume-Uni respecte les engagements financiers pris lorsqu'il était membre de l'UE et clarifier le statut des ressortissants européens présents sur le sol britannique avant d'engager des discussions préliminaires sur leurs relations futures.

Autant de sujets susceptibles de peser sur le cours des négociations. Toutefois, la négociation d'un nouveau partenariat constitue à elle seule un enjeu de taille, d'autant que peu d'options s'offrent au Royaume-Uni qui souhaite réguler l'immigration en provenance de l'UE. La fin de la libre circulation des personnes exclut en effet toute adhésion à l'AELE/EEE ou la conclusion d'un accord bilatéral semblable à celui passé entre l'UE et la Suisse. Si l'UE et le Royaume-Uni devaient s'acheminer vers un accord de libre-échange aux contours proches de celui négocié entre l'UE et le Canada (CETA), la conclusion d'un tel accord prendrait beaucoup de temps en raison du nombre important de thèmes à aborder. Les deux parties, qui entretiennent actuellement des liens commerciaux particulièrement étroits, ont donc intérêt à s'entendre si elles souhaitent éviter que leur relations commerciales soient régies par les règles de l'OMC.

Achévé de rédiger le 16 mai 2017
catherine.stephan@bnpparibas.com

³⁵ CEPII, Thierry Mayer, *Brexit, Trumpit : la fin des accords régionaux ? Conséquences pour l'industrie automobile*, n°371, novembre 2016



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Manuel NUNEZ**
Japon, Irlande - Projets

+33(0)1.42.98.27.62

manuel.a.nunez@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies

+33(0)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(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie

+33(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord - Méthodologie

+33(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie

+33(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring

+33(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Asie, Russie

+33(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Alexandra WENTZINGER**
Chili, Uruguay, Paraguay

+33(0)1.42.98.74.26

alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33(0)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 évènement 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'évènement 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 détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées 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 rémunérée 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 desquels 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 du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. 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
Achevé de rédiger : Mai 2017



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change