

CONJONCTURE

Mars 2019 : n°3

Brexit : déclinaison financière, les grandes lignes

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

p.2

Laure Baquero

Inde : bilan des années Modi à la veille des élections

Le bilan économique de Narendra Modi est globalement positif. Au cours des cinq dernières années, ce dernier a fait adopter d'importantes réformes profitant de sa majorité à la chambre basse du Parlement. Cependant, pour parvenir à augmenter significativement le niveau de revenu par tête et réduire la vulnérabilité extérieure du pays, la poursuite et l'approfondissement des réformes sont nécessaires afin de créer un environnement plus favorable aux investissements domestiques et étrangers. Mais, au vu des derniers sondages, aucun parti n'obtiendrait la majorité à la chambre basse du Parlement lors des élections générales qui se tiendront en avril et mai. Le parti de N. Modi, toujours donné vainqueur, serait contraint de gouverner avec le parti du Congrès. Un tel cas de figure risquerait de rendre plus difficile l'adoption des réformes et pourrait fragiliser les finances publiques.

p.14

Johanna Melka

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
CONJONCTURE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Brexit: déclinaiison financière, les grandes lignes

Laure Baquero

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

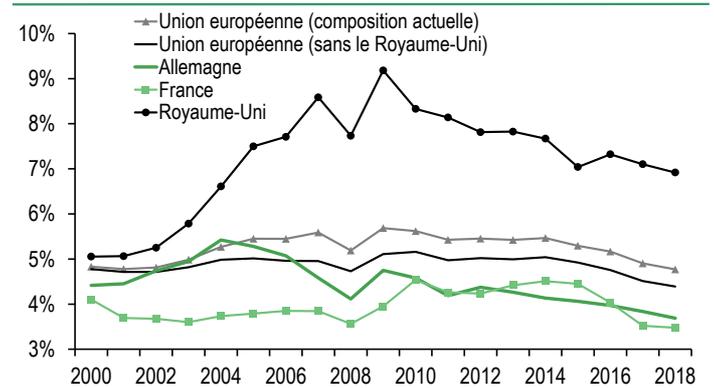
Malgré les « délocalisations », un effet limité sur l'emploi total

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

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

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

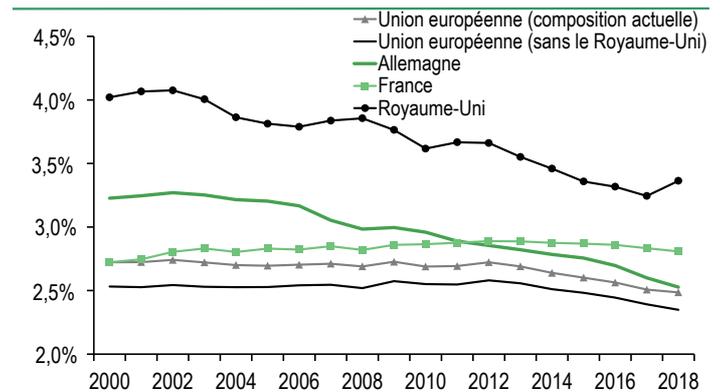
Poids des services financiers en % de la VAB



Graphique 1

Sources : Eurostat, BNP Paribas

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



Graphique 2

Sources : Eurostat, BNP Paribas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

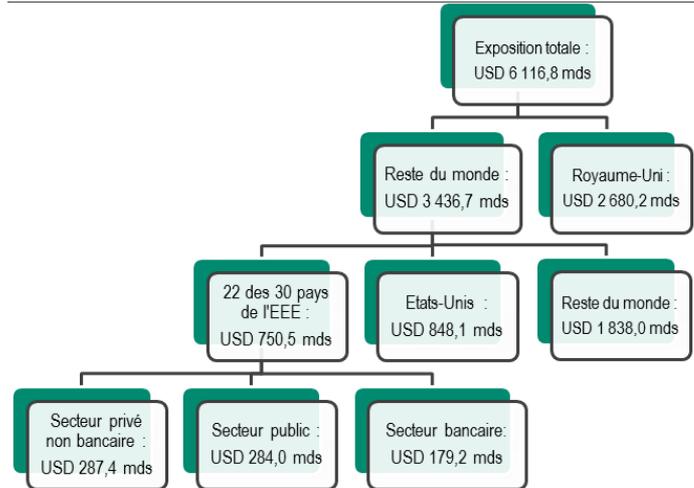


Schéma 1 a

Sources : BRI, BNP Paribas

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

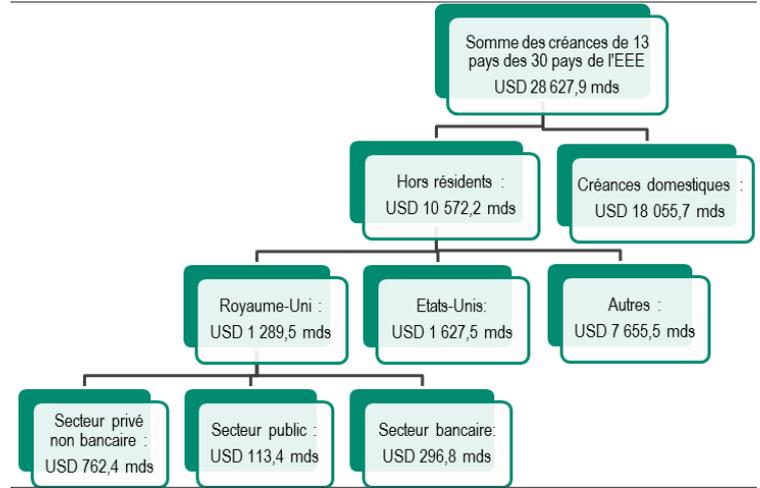


Schéma 1 b

Sources : BRI, BNP Paribas

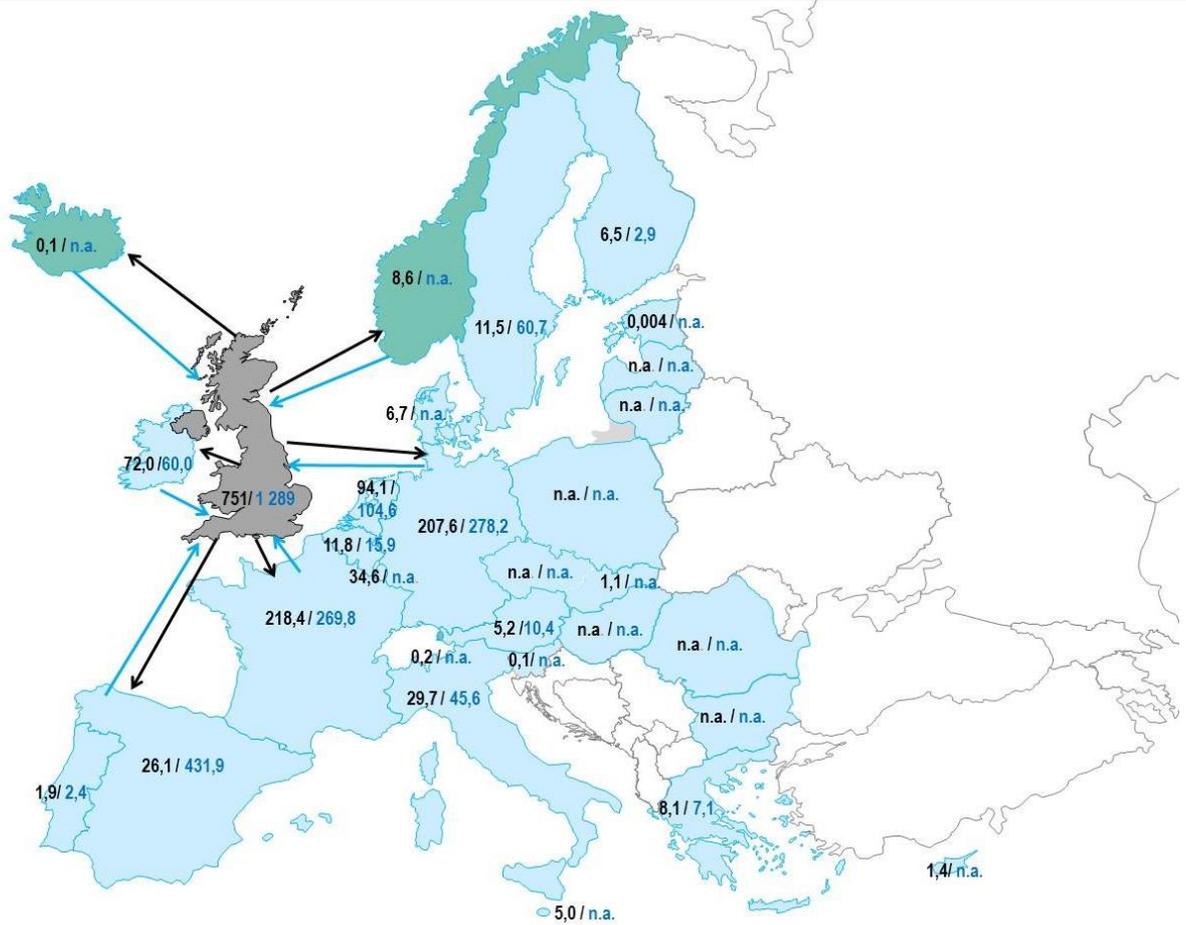
⁶ Données consolidées de la BRI, sur la base du risque ultime et hors positions domestiques. La France, l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas et l'Italie arrivent respectivement en 4^e, 5^e, 6^e, 8^e et 10^e positions.

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

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



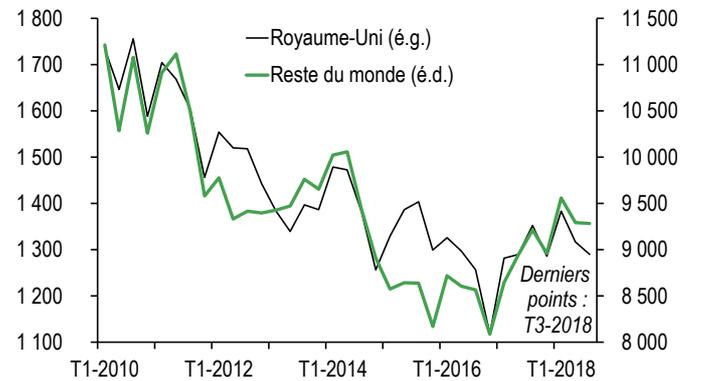
Exposition réciproque des systèmes bancaires du Royaume-Uni et de l'EEE au 3^e trimestre 2018⁹



Carte

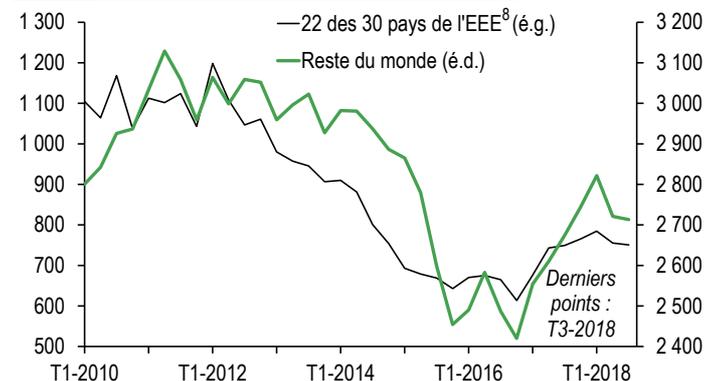
Sources : BRI, BNP Paribas

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



Sources : BRI, BNP Paribas

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



Sources : BRI, BNP Paribas

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



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

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

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

La BoE adaptera sa réponse au Brexit

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

Les conséquences de la perte du passeport européen

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

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

¹¹ BoE (février 2019), *Inflation report*

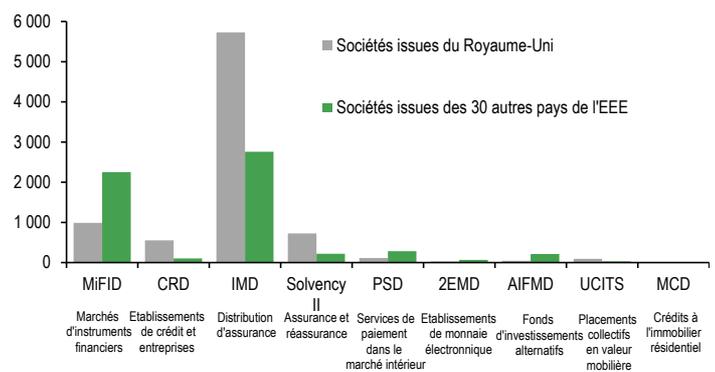
au sein de l'EEE¹². Il incarne l'application du principe du marché commun aux services financiers, permettant ainsi à ses titulaires d'échanger librement des produits et des services financiers au sein des 31 pays de l'EEE et d'y implanter des succursales moyennant quelques autorisations supplémentaires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

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

Neuf passeports pour neuf types d'activité financière

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

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



Graphique 5

Sources : FCA, août 2017, BNP Paribas

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

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



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

La nécessité d'un nouveau cadre légal

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

La continuité des contrats devrait être assurée

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

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

¹³ Chiffres de la FCA datant de juillet 2016.

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Modalités d'octroi des équivalences associées aux différents passeports européens

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

Tableau 1

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



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

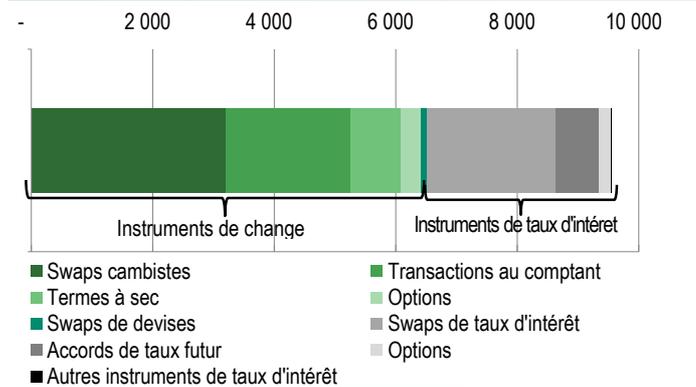
Inquiétudes écartées pour les activités de compensation

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

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

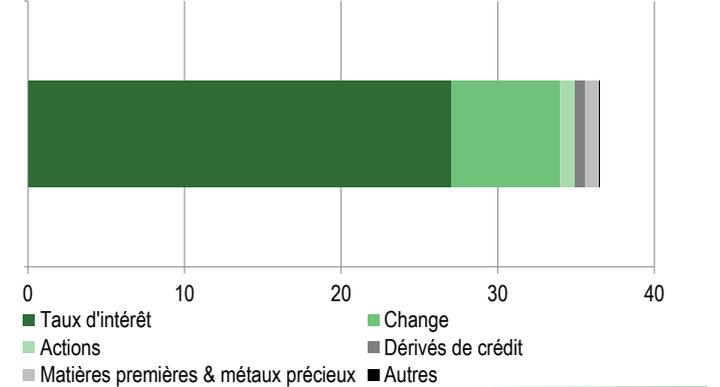
Les marchés des dérivés font l'objet de différentes enquêtes de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Ses enquêtes triennales sont les plus vastes puisqu'elles portent sur 54 pays à travers le monde et estiment le montant des transactions journalières sur OTC à USD 9 553 mds en 2016 (montant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

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



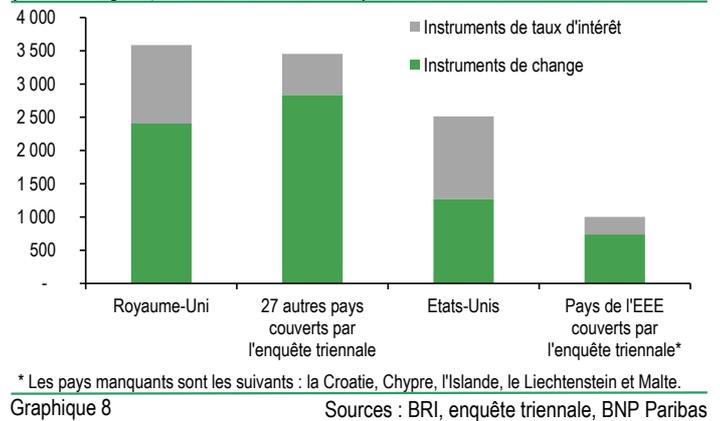
Plus fréquentes, ses enquêtes semestrielles portent sur 13 pays à travers le monde permettent d'estimer à USD 36,1 trillions l'encours des dérivés de type OTC en 2016 (valeur de marché). 39% du marché était alors compensé par des chambres de compensation (62% si on raisonne en montants notionnels – cf.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

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



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

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



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

Le marché européen de la compensation se réorganise

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

Achévé de rédiger le 29 mars 2019

laure.baquero@bnpparibas.com



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

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

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

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

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

Inde: bilan des années Modi à la veille des élections

Johanna Melka

Le bilan économique de Narendra Modi est globalement positif. Au cours des cinq dernières années, ce dernier a fait adopter d'importantes réformes profitant de sa majorité à la chambre basse du Parlement. Cependant, pour parvenir à augmenter significativement le niveau de revenu par tête et réduire la vulnérabilité extérieure du pays, la poursuite et l'approfondissement des réformes sont nécessaires afin de créer un environnement plus favorable aux investissements domestiques et étrangers. Mais, au vu des derniers sondages, aucun parti n'obtiendrait la majorité à la chambre basse du Parlement lors des élections générales qui se tiendront en avril et mai. Le parti de N. Modi, toujours donné vainqueur, serait contraint de gouverner avec le parti du Congrès. Un tel cas de figure risquerait de rendre plus difficile l'adoption des réformes et pourrait fragiliser les finances publiques.

Cinq ans après l'arrivée au pouvoir de Narendra Modi, et à la veille de nouvelles élections générales qui se tiendront du 11 avril au 19 mai, la situation économique de l'Inde est globalement plus solide qu'en 2014.

La croissance économique est restée dynamique au cours des cinq dernières années. Elle s'est accompagnée d'une hausse des revenus réels qui a permis de réduire le niveau de pauvreté, bien qu'il reste encore élevé.

Les finances du gouvernement ont été consolidées grâce à la rationalisation des dépenses publiques et à l'adoption en 2017 d'un système de taxation sur les biens et services (*Goods and Services Tax, GST*) commun à l'ensemble des Etats. A moyen terme, la GST devrait permettre d'élargir la base fiscale et accroître la compétitivité du pays même si, à ce jour, les résultats sont inférieurs aux objectifs.

La restructuration du secteur bancaire, bien qu'inachevée, a été favorisée par l'adoption de la loi sur les faillites en 2016. En outre, la croissance du crédit bancaire a accéléré sensiblement après deux ans de ralentissement, même si la situation des banques publiques reste fragile.

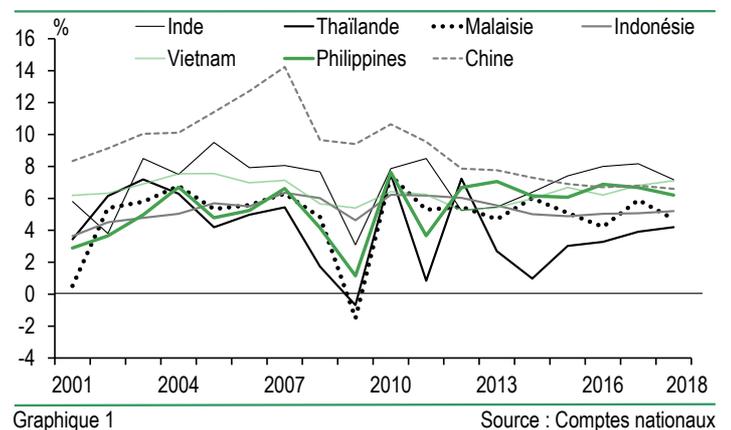
Finalement, la position extérieure du pays s'est consolidée par rapport à 2013. Cependant, en dépit d'une amélioration significative de l'environnement des affaires, les investissements directs étrangers (IDE) restent insuffisants pour réduire la vulnérabilité du pays à l'environnement extérieur et soutenir sa croissance potentielle.

Le principal défi du nouveau gouvernement sera de parvenir à dynamiser la croissance afin qu'elle profite davantage à l'ensemble de la population. Même si le taux de pauvreté a diminué, le PIB par tête de l'Inde reste très inférieur à celui des autres pays d'Asie. Le futur gouvernement doit parvenir à créer un environnement économique, financier, fiscal et institutionnel plus favorable aux investissements domestiques et étrangers. Pour cela, il lui faudra poursuivre ses réformes afin d'améliorer davantage l'environnement des affaires, en particulier sur le plan de la gouvernance, de l'éducation, de la libéralisation du marché du travail et de l'acquisition des terres. Le manque d'investissements pèse sur la croissance, les créations d'emplois et accroît la vulnérabilité extérieure du pays. Par ailleurs, la consolidation des finances publiques devra être renforcée afin de dégager les ressources budgétaires suffisantes pour accroître les dépenses d'investissement du gouvernement.

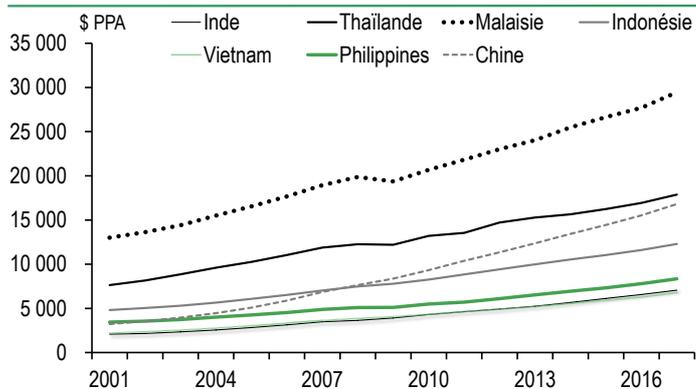
Une croissance toujours concentrée dans les services

La croissance économique indienne a atteint en moyenne 7,5% au cours des cinq dernières années, soit le rythme le plus élevé parmi les pays d'Asie. Cependant, elle ne profite pas suffisamment à l'ensemble de la population. Le PIB par tête, en hausse de 6,2% en termes réels au cours des cinq dernières années, reste faible (USD 2011 en 2018) et le niveau de développement de l'Inde est bien inférieur à celui des autres pays d'Asie. A titre de comparaison, le rythme de croissance du PIB réel par tête de la Chine atteignait en moyenne 9,7% sur la période 2000-2010 pour ensuite décélérer progressivement jusqu'à 6,1% en 2018. En 2017, le PIB par tête à parité de pouvoir d'achat de l'Inde était 2,4 fois inférieur à celui de la Chine, 1,7 fois inférieur à celui de l'Indonésie et 1,2 fois inférieur à celui des Philippines. Il reste toutefois légèrement supérieur à celui du Vietnam. Selon le dernier rapport sur le développement humain de l'ONU, en 2017 le pays était classé 130^e sur 188 pays (soit 14 places derrière le Vietnam). Le taux de pauvreté restait élevé à 28% (soit 364 millions de personnes) bien qu'en forte baisse en dix ans.

Croissance du PIB en Asie



PIB par tête en Asie



Graphique 2

Source : FMI

A son arrivée au pouvoir en 2014, afin d'atteindre un objectif de 10% de croissance par an, le gouvernement Modi avait comme ambition de s'appuyer sur le modèle économique chinois en attirant les investissements étrangers afin de développer son secteur manufacturier. Or, à ce jour, les résultats sont mitigés. En effet, même si le pays est parvenu à accroître ses parts de marché à l'exportation, le secteur manufacturier reste trop peu développé pour favoriser les créations massives d'emplois productifs et ainsi augmenter le niveau de vie de la population.

Structure de la croissance indienne

Pour élever son potentiel de croissance, un pays peut agir sur trois leviers : le capital, le travail et le progrès technique. Dans son dernier rapport, la Banque mondiale estimait la croissance potentielle de l'Inde à 7% et considérait que pour atteindre un rythme de 8% il était indispensable d'accroître les investissements privés et publics.

Des investissements insuffisants

La croissance du capital en Inde est insuffisante. Le taux d'investissement atteignait 32% au cours des cinq dernières années alors qu'il s'établissait à 45% en Chine. Ce manque d'investissement s'explique par trois phénomènes :

- L'environnement des affaires, qui, bien qu'en nette amélioration, pèse encore sur les décisions d'investissement.
- Le processus de désendettement des entreprises indiennes sur la période 2014-2017.
- La base fiscale trop faible pour que le gouvernement parvienne à dégager les ressources nécessaires pour financer ses dépenses d'investissement. Au cours des cinq dernières années, celles-ci sont restées très modestes à 1,7% du PIB par an en moyenne (soit une baisse de 0,1 point de pourcentage par rapport à la période 2008/2012).
- Les investissements étrangers restent insuffisants. En dépit de l'amélioration de l'environnement des affaires et de l'ouverture du marché indien aux investissements étrangers depuis l'arrivée de N. Modi au pouvoir, le stock d'investissements directs étrangers en Inde n'a augmenté que de 0,8 point de PIB en cinq ans pour

atteindre 13,4% du PIB au T3 2018. A titre de comparaison, les flux d'IDE se sont élevés à 2% du PIB par an en moyenne sur la période 2007-2017 soit presque moitié moins que ceux reçus par la Chine entre 2000 et 2010 (3,8% du PIB).

Des créations d'emplois insuffisantes concentrées dans des secteurs à faible productivité

Bien que la main d'œuvre indienne soit très abondante, le rythme de créations d'emplois reste largement insuffisant par rapport à l'augmentation de la population active (6 millions d'emplois auraient été créés annuellement au cours du mandat de N. Modi qui s'était engagé à en créer 10 millions). En effet, la situation sur le marché du travail se serait dégradée au cours des dix dernières années. Selon l'Organisation internationale du travail (OIT) le taux de chômage aurait augmenté de 1,4 point de pourcentage en dix ans pour atteindre 3,5% en 2017. Le chômage est même supérieur à 10% chez les jeunes. Selon le dernier rapport très polémique publié par l'organisme indien, le National Sample Survey Office, le taux de chômage aurait atteint un point haut de 6,5% en 2017/18. Finalement, selon le Centre for Monitor Indian Economic (CMIE) le taux de chômage et le taux de participation s'établiraient respectivement à 7,2% et 42,7% en février 2019.

Le niveau de l'éducation, bien qu'en progression, reste encore inférieur à celui des autres pays d'Asie (y compris au Vietnam). La part de l'emploi informel reste prédominante (81% selon l'OIT). Un des objectifs de N. Modi, avant sa prise de poste en 2014, était de libéraliser le marché du travail afin d'alléger les contraintes qui pèsent sur les entreprises en matière de licenciement et réduire ainsi la part de l'emploi informel, mais aucune réforme n'a été adoptée dans ce sens pendant son mandat.

L'emploi reste concentré dans des secteurs à faible productivité. En 2016, 46,6%¹ des emplois étaient occupés dans le secteur primaire alors que ce secteur n'a généré que 17,2% du PIB du pays au cours de l'année budgétaire 2017/2018. La part de l'emploi dans les services, bien qu'en hausse continue, reste modeste (30,3% en 2016) alors que les activités dans le secteur des services ont généré 53,5% du PIB en 2017/2018. En dépit de la volonté du gouvernement de développer l'industrie, et notamment le secteur manufacturier (« *made in India* »), sa part dans le PIB est restée relativement stable au cours des cinq dernières années (16,4% en 2017/2018) et baisse même de 2 points de pourcentage par rapport à 2007/2008. La part de l'emploi industriel, bien qu'en hausse depuis 2010, restait faible (12,8% en 2016 selon l'Asian Productivity Organisation).

Le secteur manufacturier peine à se développer

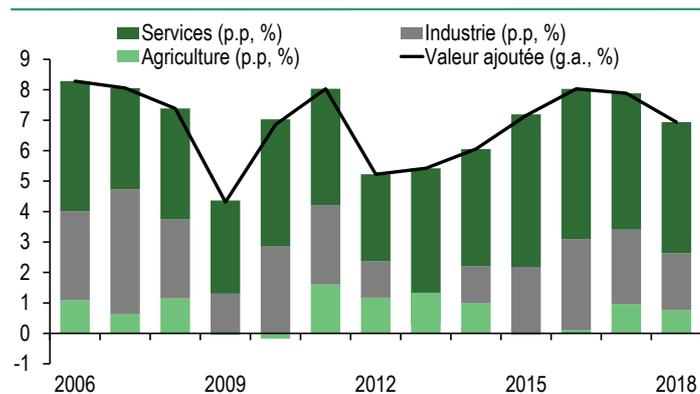
Globalement, au cours des dix dernières années, le développement du secteur manufacturier est resté faible (+1,3% en moyenne par an) en comparaison avec la forte accélération de l'activité dans les services (+4,1% en moyenne par an). La part de l'industrie dans le PIB a baissé de 3,3 points de pourcentage à 29,3%, même si le gouvernement prévoit pour l'exercice 2018/2019 une hausse à 29,8%. Un changement dans cette tendance a néanmoins été observé après l'arrivée de N.

¹ Données d'emplois publiées par l'Asian Productivity Organisation (APO), septembre 2018.



Modi. En effet, depuis 2014/2015, l'activité dans le secteur manufacturier s'est légèrement renforcée. En analysant la structure de la valeur ajoutée au sein du secteur manufacturier, on observe que la part de l'activité dans le secteur des machines et biens d'équipement est restée stable à 3,8%, de même que celle de l'industrie textile.

Inde : croissance de la valeur ajoutée par secteur d'activité



Graphique 3

Source : Comptes nationaux

Toutefois, l'Inde est peu intégrée dans le commerce mondial. Les exportations de marchandises représentaient moins de 19% de son PIB en 2018 contre 97% au Vietnam, et cette part n'a pas cessé de diminuer depuis 2013-2014. Par ailleurs, dans le processus d'intégration dans les chaînes de valeurs mondiales, la participation de l'Inde est l'une des plus faibles en Asie. Elle était estimée, selon l'UNCTAD, à 42% en 2017 contre 50% en Indonésie, 51% au Vietnam, 62% en Chine et 64% en Malaisie.

L'Inde est parvenue à accroître ses parts de marché à l'exportation, lesquelles s'élevaient à 1,7% du commerce mondial en 2017 contre 1% en 2007. Cette progression reflète la hausse des prix des produits primaires et des prix des produits transformés mais aussi une progression des parts de marché dans le secteur manufacturier non transformé.

En effet, si l'on exclut les produits manufacturés issus de la transformation des matières premières, la part de marché à l'exportation de produits manufacturés a augmenté de 0,6 point de pourcentage pour s'élever à 1,4% des exportations mondiales en 2017 contre 0,8% dix ans plus tôt. Les plus fortes progressions ont été enregistrées dans le textile, l'automobile et dans une moindre mesure les produits intermédiaires mécaniques dont les parts de marché ont le plus progressé en dix ans. Cependant, cette amélioration a principalement été enregistrée sur la période 2007-2013. Les parts de marché de l'Inde ont progressé très marginalement depuis, voire baissé dans le secteur textile face à la concurrence des autres pays d'Asie.

Décomposition de la croissance

L'analyse de la décomposition de la croissance réalisée par le *Conference Board*, apporte un éclairage intéressant même si elle ne tient pas compte des dernières révisions des comptes nationaux réalisés en fin d'année 2018 par l'office national de statistique indien. Elle montre notamment que les principaux moteurs de la croissance indienne au cours de la période 2013-2017 étaient le capital et la productivité globale des facteurs (PGF). Les créations d'emplois n'expliquaient que 13,5% de la croissance. Par ailleurs, la contribution de la qualité du travail à la croissance a sensiblement ralenti entre 2008-2012 et 2013-2017 pour n'atteindre que 5,8%. Le manque d'éducation en Inde reste en effet un problème majeur.

La contribution du capital à la croissance indienne est importante, mais encore insuffisante. En outre, elle a diminué entre 2008-2012 et 2013-2017 conjointement au processus de désendettement des entreprises indiennes et à la volonté d'assainissement des finances publiques.

L'augmentation de la contribution de la PGF reflète les transferts d'emplois des secteurs les moins productifs vers les secteurs plus productifs. Au cours des cinq dernières années, la part de l'emploi dans le secteur primaire a baissé d'environ 5 points de pourcentage même si elle reste trop importante au regard du poids de ce secteur dans l'activité économique.

INDE	2008-2012	2013-2017
Croissance (%)	6,7	6,8
Contribution de la quantité de travail	0,6	0,9
Contribution de la qualité du travail	0,7	0,4
Contribution du capital	4,6	3,4
<i>Contribution capital TIC</i>	1,0	0,5
<i>Contribution capital non TIC</i>	3,6	2,9
Productivité globale des facteurs	0,8	2,0

CHINE	2001-2010
Croissance (%)	9,5
Contribution de la quantité de travail	0,4
Contribution de la qualité du travail	0,3
Contribution du capital	4,9
<i>Contribution capital TIC</i>	0,5
<i>Contribution capital non TIC</i>	4,4
Productivité globale des facteurs	4,0

Source : *Conference Board*, novembre 2018



Les investissements directs étrangers restent insuffisants dans le secteur manufacturier

Pour parvenir à développer son industrie, un pays a besoin des investissements directs étrangers (IDE). Or, au cours des cinq dernières années, en dépit de l'amélioration sensible de l'environnement des affaires et de la levée totale des contraintes sur les investissements étrangers par le gouvernement Modi, les investissements étrangers sont restés modestes et concentrés dans les services. Selon le rapport annuel de la Banque centrale indienne, les IDE dans le secteur manufacturier ont atteint moins de USD 9 mds en moyenne par an au cours des cinq dernières années (30% des investissements totaux), soit seulement 0,3% du PIB. A titre de comparaison, sur la période 1995-2000 la Chine recevait en moyenne plus de USD 31 mds par an dans le seul secteur secondaire, soit l'équivalent de près de 2,5% de son PIB.

Environnement des affaires: en nette amélioration

L'environnement des affaires s'est amélioré au cours des cinq dernières années, tant en matière de gouvernance que de facilité à faire des affaires, d'ouverture aux étrangers et de corruption. Cependant, le pays reste moins compétitif que les pays de l'ASEAN (hors Vietnam).

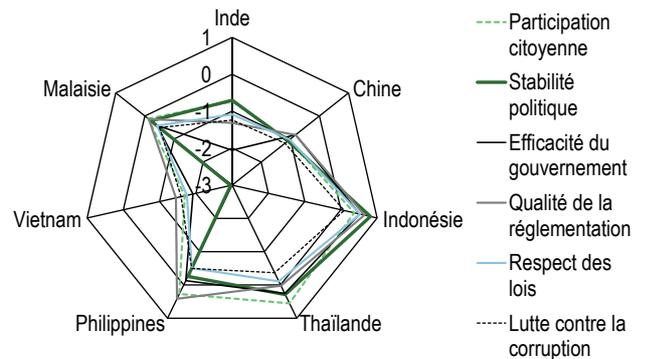
Selon le dernier classement international sur la facilité à faire des affaires (*Ease of Doing Business*), l'Inde aurait gagné 55 places en cinq ans pour s'établir à la 77^e place sur 188 pays, devant les Philippines mais derrière l'Indonésie et le Vietnam.

- Selon le dernier classement du *World Economic Forum* sur la compétitivité, l'Inde était classée 58^e sur 140 pays, soit 2 places de mieux qu'il y a cinq ans. Néanmoins, la méthodologie utilisée n'étant pas la même, la progression est trop faible pour conclure à une réelle amélioration sauf pour la qualité des infrastructures. Les barrières commerciales, le manque d'efficacité du marché du travail et le niveau de l'éducation sont les principales contraintes. L'Inde est classée derrière l'Indonésie et les Philippines. Elle reste toutefois mieux positionnée que le Vietnam (77^e).
- La qualité de la gouvernance s'est améliorée même si elle reste fragile. Le pays était classé 107^e sur 211 en 2017, soit 24 places de mieux qu'il y a cinq ans.
- La corruption a reculé au cours des cinq dernières années grâce à l'adoption de mesures prises par le gouvernement de N. Modi visant à accroître la digitalisation de l'économie. Le pays était classé 78^e sur 180 pays en 2018 (devant l'Indonésie, les Philippines, la Thaïlande et le Vietnam), soit 6 places de mieux qu'en 2014.

Pour parvenir à attirer davantage les investissements étrangers et soutenir les investissements domestiques, il est donc nécessaire de poursuivre le processus d'amélioration de l'environnement des affaires en mettant l'accent sur les contraintes qui pèsent sur le fonctionnement du marché du travail, l'éducation, l'accès des femmes à l'éducation et au travail, la réduction des barrières tarifaires.

Par ailleurs, le futur gouvernement devra avancer dans la réforme sur l'acquisition des terres suspendue par le gouvernement Modi en 2015.

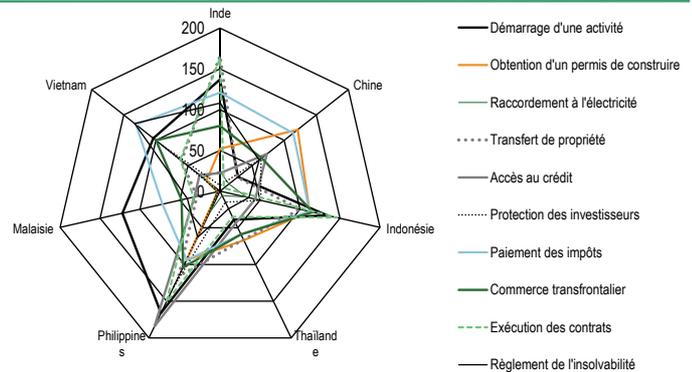
Indicateurs de gouvernance en Asie entre -2,5 (faible) et +2,5 (forte)



Graphique 4A

Source : Banque Mondiale, indicateurs de gouvernance

Environnement des affaires en Asie : classement parmi 188 pays



Graphique 4B

Source : Banque Mondiale, indicateurs de gouvernance

Consolidation des finances publiques: la base fiscale reste trop faible

Les finances publiques indiennes ne permettent toujours pas au gouvernement de dégager les ressources suffisantes pour financer les investissements publics, en dépit d'une réelle consolidation.

Au cours des cinq dernières années, le gouvernement central est parvenu à réduire son déficit grâce, notamment, à une meilleure rationalisation de ses dépenses. Néanmoins, la base fiscale reste faible. L'adoption en juillet 2017 d'un système de taxation sur les biens et services « *Goods and Services Tax* » (GST) devrait, à terme, accroître la base fiscale et indirectement renforcer la compétitivité du pays, même si, à ce jour, les résultats restent en deçà des objectifs.

Dans le même temps, la situation budgétaire des Etats s'est dégradée en raison, d'une part, de la prise en charge par certains d'entre eux des prêts aux paysans les plus pauvres (*Loans waivers scheme*) et, d'autre part, des restructurations de dette des entreprises publiques d'électricité (*UDAY scheme*).

Ainsi, alors que la dette du gouvernement central a baissé, celle des Etats a augmenté de sorte que la dette publique a atteint 67,6% du PIB en 2017/2018² contre 67,1% du PIB en 2013/2014.

Pour l'instant, le risque de refinancement est modéré car la dette publique est presque exclusivement détenue par des agents domestiques, libellée en monnaie locale et avec une longue maturité. Mais, les charges d'intérêt restent importantes et contraignent lourdement les dépenses d'investissement du pays.

Baisse des dépenses à l'origine de la consolidation

Le déficit du gouvernement central était de 3,5% du PIB sur l'exercice 2017/18 et devrait, selon les prévisions du ministère des Finances (MoF), atteindre 3,4% du PIB pour l'exercice 2018/2019 qui s'est achevé au 31 mars 2019, alors qu'il s'élevait à 4,5% du PIB en 2013/2014.

Jusqu'à l'année dernière, la baisse du déficit du gouvernement central résultait principalement d'une réduction des dépenses publiques alors que le ratio des recettes rapportées au PIB restait relativement stable. Mais, au cours du dernier exercice 2018/2019, à la veille des élections générales, le gouvernement a augmenté certaines dépenses en faveur de la population la plus pauvre dans un contexte de légère hausse de ses revenus, reflet de la hausse des recettes de la taxe sur les biens et services.

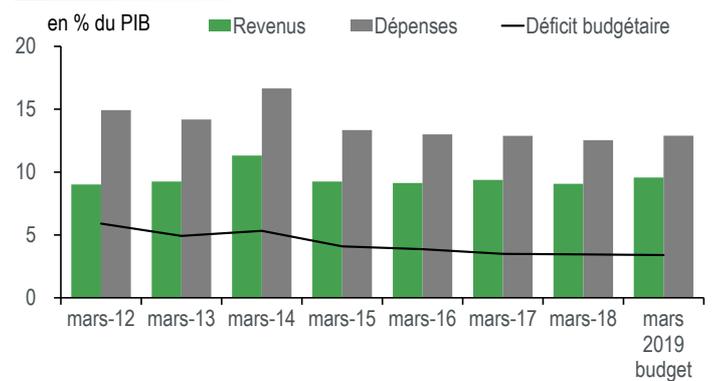
Au cours des cinq dernières années, les dépenses du gouvernement ont baissé de 1 point de pourcentage à 12,9% du PIB en 2018/2019 :

- La baisse des dépenses publiques reflète, notamment, la diminution du coût des subventions de 0,7 point de pourcentage (pp) à 1,6% du PIB en 2018/2019.
- La plus forte baisse porte sur les subventions sur le pétrole (-0,6 pp). En effet, dans la continuité du précédent gouvernement, le ministère des Finances a progressivement dérégulé les prix de l'essence et du fioul jusqu'à la mi-2018³.
- Les subventions restent concentrées sur les produits alimentaires qui ont augmenté de 0,3 point de pourcentage lors du dernier exercice 2018/2019 pour atteindre 0,9% du PIB.

La baisse des dépenses de subventions a permis de réduire une partie des dépenses incompressibles. Néanmoins, ces dernières limitent la capacité du gouvernement à faire face à un choc sur son économie et à investir dans les infrastructures. Les charges d'intérêts s'élevaient pour l'exercice 2018/2019 à 3,1% du PIB, soit l'équivalent de 32% des

revenus du gouvernement selon les estimations du ministère des Finances.

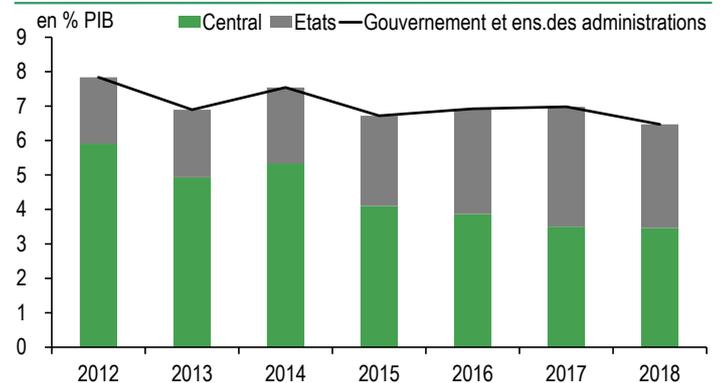
Inde : finances publiques du gouvernement



Graphique 5A

Source : RBI

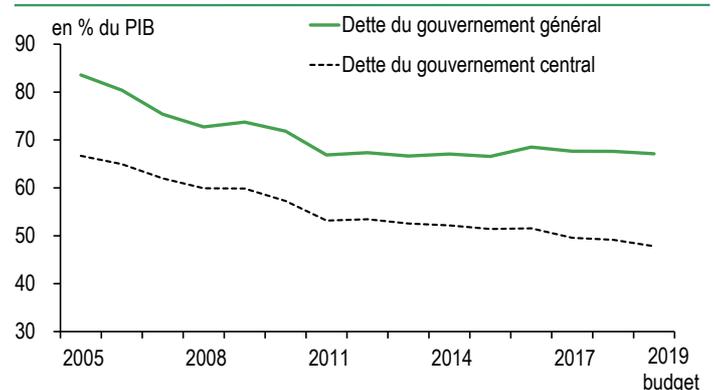
Inde : déficit budgétaire du gouvernement général



Graphique 5B

Source : RBI

Inde : dette publique



Graphique 5C

Source : RBI

² Calculs réalisés avec les nouvelles séries de PIB.

³ En octobre 2018 les prix du fioul ont été abaissés afin de réduire les pressions sur le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte pré-électoral.



La base fiscale reste faible

Au cours des cinq dernières années, la base fiscale est restée très faible. Selon les premières estimations, les revenus du gouvernement central ont atteint 9,1% du PIB au cours de l'exercice 2018/2019, soit seulement 0,1 point de pourcentage de plus qu'il y a cinq ans. A titre de comparaison, les revenus en Indonésie (parmi les plus faibles en Asie) atteignaient 13,1% du PIB en 2018 et ceux du gouvernement Vietnamien étaient de l'ordre de 23% du PIB selon le FMI.

Néanmoins, derrière ce résultat décevant se cache une réalité légèrement plus nuancée. En effet, les recettes fiscales brutes ont atteint 11,9% du PIB en 2018/2019 alors qu'elles s'élevaient à 10,1% du PIB il y a cinq ans. Les recettes de la GST, qui ont atteint 3,4% du PIB, contribuent à hauteur de 0,8 point. Les prélèvements directs sur les entreprises sont restés stables à 3,5% du PIB, ceux sur les ménages ont augmenté de 0,7 point de pourcentage à 2,8% du PIB⁴ alors que les recettes des tarifs douaniers ont baissé de 0,8 point de pourcentage.

Depuis sa mise en place, les recettes de la GST restent encore inférieures aux objectifs fixés par le ministère des Finances (en 2018/2019 l'écart est de 0,6 point de pourcentage). Depuis juillet 2017 la liste des exemptions sur le paiement de la GST n'a cessé de s'allonger. Elle a porté sur la nature des biens et services assujettis à la taxe mais aussi sur les entreprises qui ont à la payer. Les exemptions concernent notamment les petites et moyennes entreprises dont les revenus annuels sont inférieurs à INR 4 millions.

Baisse de la dette du gouvernement central

Au cours des cinq dernières années, la dette du gouvernement a diminué de 3,4 points de pourcentage à 49,1% du PIB en 2017/2018⁵. Le ministère des Finances estime que la dette sera abaissée à 47,8% du PIB à la fin de l'exercice 2018/2019.

La structure de la dette du gouvernement est plutôt saine. Le risque de revalorisation dû à une dépréciation de la roupie est très faible car la dette libellée en devises était inférieure à 3% du PIB fin 2018. Le risque de refinancement est modéré car la maturité moyenne des titres de dette émis est de 10,4 ans. Seulement 3% des titres de dettes ont une maturité inférieure à un an (l'équivalent de USD 22 mds).

Par ailleurs, la dette étant détenue à 93% par des agents domestiques, le pays est relativement protégé d'une hausse de la volatilité à l'international. Les banques commerciales sont les principales détentrices des titres d'Etat (40,5% fin décembre 2018) suivies des compagnies d'assurance (24,6%), de la banque centrale (13,8%) et des fonds de pension (5,5%). La dette extérieure (2,8% du PIB fin 2018) est concessionnelle.

⁴ Une meilleure gestion fiscale a permis d'augmenter sensiblement le nombre de personnes assujetties au paiement de l'impôt sur le revenu.

⁵ Données calculées avec les nouvelles séries de PIB publiées en janvier 2019 par le CSO indien.

Finances publiques des Etats: hausse de la dette

A l'inverse du gouvernement central, les Etats ne sont pas parvenus à consolider leurs finances publiques. Leur déficit a doublé en pourcentage du PIB entre 2011/2012 et 2016/2017 pour atteindre 3,5% du PIB. Cette détérioration s'est interrompue l'année dernière, le déficit ayant été abaissé à 3,0% du PIB lors de l'exercice 2017/2018. Toutefois, leur dette a continué d'augmenter et est estimée à 23,8% du PIB en 2018/2019.

La dégradation des finances publiques des Etats résulte principalement d'une hausse de leurs dépenses induites par :

- Leur décision (pour certains d'entre eux) de prendre à leur charge une partie des prêts des paysans les plus pauvres⁶ (*Loan waivers scheme*) dont le coût était estimé à 0,3% du PIB pour l'exercice 2017/2018 ;
- la prise en charge d'une partie des dettes des entreprises publiques d'électricité dans le cadre de leur redressement financier (*Uday Scheme*) au cours des exercices 2015/2016 et 2016/2017 (dont le coût était de 0,7% du PIB par an) ;
- la hausse des dépenses salariales et des primes sur les loyers en application des recommandations de la *7th central pay commission*, qui constituent près de 25% des dépenses des Etats ;
- l'augmentation de leurs charges d'intérêt à 1,7% du PIB en 2017/2018 contre 1,5% du PIB cinq ans plus tôt.

Consolidation difficile du secteur bancaire et financier

La détérioration progressive de la situation financière des banques publiques entre 2011 et 2018 a pesé sur la distribution du crédit bancaire à partir de 2016 et sur les investissements des entreprises. Néanmoins, d'importantes réformes ont été mises en place par le gouvernement Modi et les autorités monétaires indiennes afin d'assainir le secteur bancaire et lui permettre de soutenir la croissance. La loi sur les faillites, la reconnaissance des créances douteuses, la recapitalisation des banques les plus fragiles ont permis une reprise du crédit depuis août 2018.

Néanmoins, le secteur bancaire et financier reste fragile. Les banques publiques ne sont pas parvenues à lever les fonds nécessaires sur les marchés pour respecter les nouveaux critères de solvabilité Bâle III entrés en vigueur au 31 mars 2019. Par conséquent, la recapitalisation des banques publiques par le gouvernement, bien que modeste (1% du PIB), a été bien supérieure aux objectifs initiaux annoncés en octobre 2017. Même si les banques publiques sont aujourd'hui davantage en

⁶ L'Andhra Pradesh et le Telangana sont les premiers Etats à avoir annoncé une annulation d'une partie des prêts des paysans en 2014. En 2016, ce fut le tour du Tamil Nadu, puis en 2017, des Etats du Maharashtra, de l'Uttar Pradesh et du Punjab. En 2018 ce fut tout d'abord le Rajasthan et le Karnataka puis l'Assam, le Chhatisgarh et le Madhya Pradesh après les élections législatives de la fin de l'année calendaire.



mesure de répondre aux besoins de financement de l'économie qu'il y a trois ans, la qualité de leurs actifs reste dégradée et la gouvernance est sujette à caution. Par ailleurs, les interconnexions entre les banques publiques et le secteur financier non bancaire (dont la part de marché dans le crédit a fortement augmenté au cours des cinq dernières années) sont une source croissante de risque.

Parmi les ambitions de N. Modi figurait sa volonté de combattre l'économie parallèle et d'assainir le secteur bancaire. Pour lutter contre le marché noir, ce dernier a pris la décision inopinée en novembre 2016 de retirer de la circulation tous les billets de 500 et 1000 roupies. A ce jour, il semblerait que 86% de la masse monétaire en circulation ait ainsi été retirée. Néanmoins, l'impact positif sur l'économie parallèle est très discutable dans la mesure où l'argent liquide continue d'être le principal moyen de paiement.

Restructuration en cours du secteur bancaire

Le Parlement indien a adopté en mai 2016 la loi sur les faillites des entreprises (*Insolvency and Bankruptcy code*) qui est désormais le seul cadre réglementaire en matière de résolution des défauts de paiement, toutes les autres procédures ayant été supprimées. Les banques disposent de seulement 180 jours à compter de la date du défaut pour restructurer les créances défaillantes de plus de INR 20 mds. Par ailleurs, pour accélérer le processus de résolution des créances douteuses, la banque centrale a abaissé en 2018 le seuil d'obtention d'un accord entre les prêteurs⁷. Elle peut intervenir directement dans le processus de restructuration des crédits afin de conseiller les établissements bancaires en difficulté. Finalement, pour contraindre les banques à provisionner davantage leurs créances douteuses, les autorités monétaires ont exigé, à partir de février 2018, que les créances restructurées et les *special mention loans* soient considérés comme des prêts non performants.

Banques publiques : stabilisation de la situation

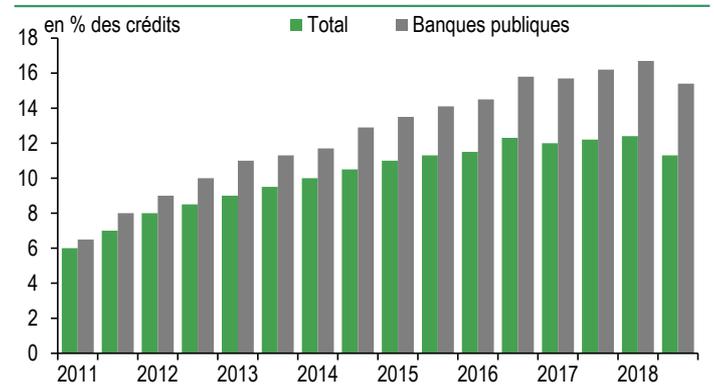
La situation financière des banques, et en particulier des banques publiques, qui s'était fortement détériorée entre 2011 et mi-2018, s'est redressée depuis le deuxième trimestre 2018. Le taux de créances douteuses dans l'ensemble du secteur bancaire a décliné depuis le T2 2018 de 11,5% au T1 2018 à 10,8% au T3 2018 (14,8% dans les banques publiques) et la part des crédits considérés comme « risqués » a été réduite de 12,4% au T1 2018 à 11,3% au T3 2018 (15,4% dans les banques publiques). Dans le même temps, le taux de provisionnement, bien que toujours très insuffisant, s'est élevé à 52,4%. Le ratio de solvabilité de l'ensemble du secteur bancaire et plus particulièrement des banques publiques atteignaient respectivement 13,7% et 11,3% en septembre 2018. Néanmoins, la banque centrale estimait en décembre 2018 que neuf banques publiques ne respecteraient pas le ratio de solvabilité de 9% au 31 mars 2019. Le gouvernement a dû procéder à de nouvelles injections de capital au début de l'année 2019. Le coût total pour le gouvernement des recapitalisations successives entre 2017 et 2019 est estimé à INR 1960 mds soit l'équivalent de 1% du PIB.

⁷ Il suffit désormais d'obtenir l'accord de 50% des créanciers détenteurs de 60% de la créance.

Risques induits par le développement du « shadow banking »

La part du *shadow banking* dans le crédit a doublé au cours des cinq dernières années en raison notamment des difficultés enregistrées par les banques publiques. Dans l'analyse qui suit, nous définissons le *shadow banking* par le crédit octroyé par les organismes non bancaires, c'est-à-dire principalement les sociétés financières non bancaires (*non banking financial companies*, NBFC) et les sociétés de prêts du secteur immobilier (*Housing finance companies*⁸, HFC). La part des crédits octroyés par les NBFC et les HFC s'élevait fin septembre 2018 à respectivement 18% et 8% du crédit commercial, soit l'équivalent de 17% du PIB. En outre, 50% des crédits au secteur immobilier sont le fait des NBFC.

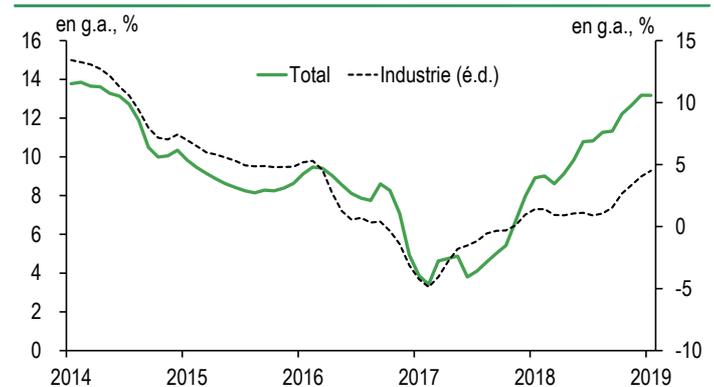
Inde : créances douteuses dans le secteur bancaire



Graphique 6

Source : RBI

Inde : croissance du crédit bancaire



Graphique 7

Source : RBI

Les NBFC sont sous la supervision des autorités monétaires et doivent respecter des règles prudentielles en matière de fonds propres et de provisionnement des créances douteuses. En revanche, elles ne sont soumises, à ce jour, aucune contrainte en termes de liquidité.

⁸ Selon le rapport de Crédit Suisse en date du 12/12/2018, les *Non Banking Financial Companies* (NBFC) et les *Housing Finance Companies* (HFC) seraient à l'origine de près de 60% des financements par dette hors crédits bancaires (crédits octroyés par les NBFC et les HFC + titres de dettes émis par les entreprises).



Globalement, leur situation financière s'est dégradée depuis 2015 en raison notamment d'une forte hausse de leur endettement à court terme, laquelle a provoqué un important déséquilibre entre leurs avoirs et engagements de court terme qui a conduit au défaut en septembre 2018 d'une des plus grosses entités (*Infrastructure Leasing & Financial Services*). Néanmoins, pour l'ensemble du secteur et selon le dernier rapport de la Banque centrale indienne, il apparaît que :

- La qualité de leurs actifs est moins risquée que celle des banques commerciales car leur ratio des créances douteuses est estimée par la banque centrale à 6,1% en septembre 2018.
- Leur ratio de solvabilité, bien qu'en baisse de plus de 5 points de pourcentage par rapport à 2015, restait supérieur au taux réglementaire de 15%, car il atteignait 21% en septembre 2018.
- Leur rentabilité restait faible fin septembre 2018 avec un ROA et un ROE atteignant respectivement 1,8% et 4,4%.

La hausse croissante de la part de marché du *shadow banking* pose problème en raison des interconnexions croissantes avec le secteur bancaire.

En effet, les prêts bancaires sont l'une des principales sources de financement des NBFC et des HFC (respectivement 47,2% et 41%). Cependant, le risque systémique associé est encore faible car la part des prêts bancaires octroyés par les banques indiennes aux NBFC ne représente que 7% de l'encours total des prêts des banques indiennes en décembre 2018. Les autorités indiennes ont incité les banques à accroître leurs prêts aux sociétés non financières. L'objectif étant de favoriser leur accès au financement long-terme pour réduire les déséquilibres de maturité entre leurs avoirs et leurs engagements.

Vulnérabilité extérieure moins forte qu'en 2013 mais le pays n'attire pas assez les IDE

La vulnérabilité extérieure de l'Inde est aujourd'hui moins forte qu'elle ne l'était en 2013. Néanmoins, le pays n'attire pas suffisamment d'investissements directs étrangers pour accélérer son processus de développement et réduire sa vulnérabilité à la volatilité sur les marchés financiers internationaux. En 2018, le stock d'IDE s'élevait à seulement 14,3% du PIB (contre 22,5% en Indonésie, 21,7% en Chine). L'Inde reste vulnérable à la hausse des prix du pétrole (23% de ses importations) et aux tensions sur les marchés internationaux de capitaux. La baisse des investissements directs étrangers en 2017 et 2018, après deux années de hausse, a rendu le pays beaucoup plus dépendant des capitaux volatils pour financer son déficit courant, même si l'Inde reste moins exposée que l'Indonésie ou la Malaisie à une sortie de capitaux. Par ailleurs, ses réserves de change sont suffisantes pour couvrir ses besoins de financement à court terme.

Consolidation de court terme sur la période 2014-16

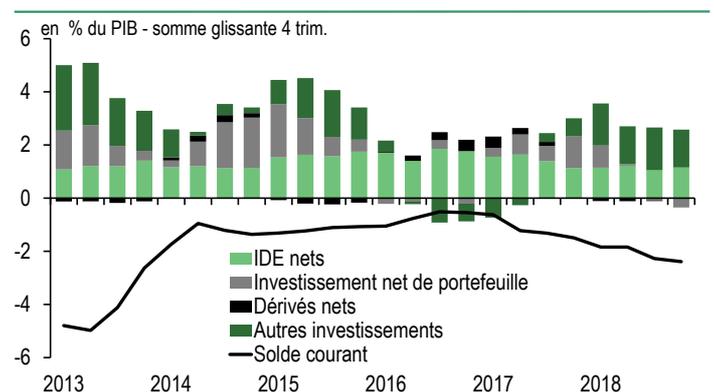
Entre 2014 et 2016, le déficit courant de l'Inde a baissé sensiblement pour atteindre en moyenne 1,1% du PIB par an alors qu'il s'établissait à 3,6% du PIB sur la période 2010-2013. Cette amélioration a résulté de la forte diminution du déficit commercial. Importateur de pétrole, l'Inde a bénéficié de la baisse des prix internationaux. Par ailleurs, les investissements directs étrangers ont fortement augmenté en 2015 et 2016, conjointement à la levée des contraintes sur les investissements par le gouvernement Modi, et s'élevaient en moyenne à 2% du PIB par an, alors qu'ils atteignaient 1,6% du PIB par an en moyenne sur la période 2010-2013. Ainsi, pendant deux années consécutives, les investissements directs nets ont couvert le déficit courant, favorisant une forte hausse des réserves de change qui atteignaient 1,7 fois les besoins de financement à court terme du pays en 2016.

Fragilisation des comptes extérieurs depuis 2017

En 2018, les comptes extérieurs se sont à nouveau dégradés conjointement à l'augmentation des prix du pétrole et à la hausse de l'aversion au risque des investisseurs étrangers dans un contexte de durcissement de la politique monétaire américaine.

Les investissements directs étrangers en Inde ont reculé en 2017 et 2018, atteignant seulement l'équivalent de 1,8% du PIB par an en 2018. Ils ne couvrent plus le déficit courant en hausse de 1,7 point de pourcentage par rapport au point bas de 2016, à 2,4% du PIB, en raison de l'augmentation des prix du pétrole, rendant *de facto* le pays vulnérable à un choc potentiel sur les marchés internationaux de capitaux. Ainsi, en 2018, l'Inde a été, avec l'Indonésie, l'un des pays d'Asie les plus touchés par le mouvement de défiance vis-à-vis des émergents. Les sorties de capitaux (le stock d'investissements de portefeuille a baissé de 1,4% du PIB en 2018) associées au creusement du déficit courant ont généré une dépréciation de la roupie face au dollar de 9% et une baisse des réserves de change de USD 20 mds. Cependant, atteignant plus de USD 400 mds fin mars 2019, elles restent largement suffisantes pour couvrir les besoins de financement à court terme du pays (1,3 fois).

Inde : balance des paiements



Graphique 8

Source : RBI

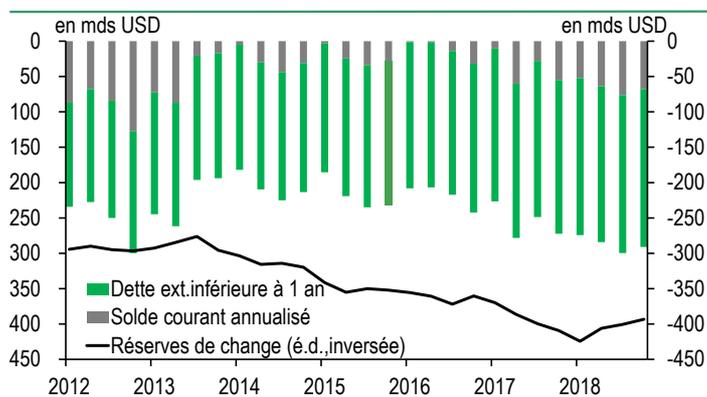


Pour parvenir à réduire sa vulnérabilité extérieure et soutenir sa croissance, le futur gouvernement doit parvenir à stimuler davantage les investissements étrangers. Leur baisse au cours des deux dernières années (par rapport à 2015/2016) est d'ailleurs difficile à expliquer. D'après le dernier rapport de l'UNCTAD paru mi-2018, le montant des IDE à destination des pays émergents d'Asie est resté globalement stable en 2017 ; les investissements vers l'Indonésie et le Vietnam en particulier n'enregistraient pas de baisse en 2017 et 2018⁹.

Structure de la dette extérieure: modérément risquée

La dette extérieure indienne est modérée et sa structure reste modérément risquée. Elle atteignait fin décembre USD 521,2 mds, soit seulement 19,2% du PIB dont plus de 36% en roupies au T3 2018. La dette extérieure est composée à plus de 37% d'émissions de titres par les entreprises indiennes (*external commercial borrowings*) et de dépôts des non-résidents (24% de la dette). La dette du gouvernement constituait 20% de la dette extérieure.

Inde : besoins de financement à court terme



Graphique 9

Source : RBI

Les risques de refinancement de la dette extérieure sont modérés. La dette remboursable à horizon décembre 2019¹⁰ s'élevait fin décembre 2018 à USD 226,6 mds (43,5% de la dette), ce qui représentait 55,7% des réserves de change en mars 2019. Néanmoins, sur les montants « dûs » à moins d'un an, figurent les dépôts des non-résidents. Les remboursements de dette à moins d'un an hors dépôts s'élevaient donc à seulement USD 136,5 mds, soit seulement 33,5% des réserves de change.

⁹ Pour ces deux pays, les IDE sont restés stables en 2018 également (jusqu'au 1^{er} semestre dans le cas du Vietnam).

¹⁰ Dette à court terme et dette à moyen et long terme remboursable à moins d'un an.

Au cours des cinq dernières années, le gouvernement de Narendra Modi est parvenu à faire adopter d'importantes mesures (loi sur les faillites des entreprises, taxe sur les biens et services, ouverture aux investissements étrangers) profitant de sa majorité à la chambre basse du Parlement. Néanmoins, pour parvenir à augmenter significativement le niveau de revenu par tête et réduire la vulnérabilité à l'environnement extérieur, le nouveau gouvernement – qui sera élu le 23 mai 2019 – devra aller encore plus loin dans ses réformes afin de créer un environnement plus favorable aux investissements domestiques et étrangers.

Les marges de manœuvre du gouvernement pour les cinq prochaines années dépendront des résultats des élections générales.

Achévé de rédiger le 27 mars 2019

johanna.melka@bnpparibas.com

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

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

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

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

Frédérique Cerisier

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

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

Catherine Stephan

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

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

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

Christine Peltier

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

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Quel est l'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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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

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

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

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



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change