

CONJONCTURE

Janvier 2018 : n°1

Relance du chantier européen : quelles voies possibles ?

p.2

Vade-mecum des enjeux et perspectives de réformes pour l'Union européenne et l'union monétaire

Beaucoup de conditions sont réunies pour faire de 2018 une année de relance des chantiers européens. Les ambitions de certains leaders sont là, l'environnement économique porteur les autorisant à porter leur regard un peu plus loin que de coutume. L'article s'efforce de fournir une grille de lecture des débats et des décisions à venir.

Frédérique Cerisier

Les enjeux de l'Union des marchés de capitaux

p.13

L'Union des marchés de capitaux (CMU) vise à tirer la quintessence des différents canaux de financement, en élargissant les opportunités d'épargne et la disponibilité de financements à long terme, et à améliorer l'intégration financière dans l'Union européenne. Dans ce dessein, la Commission européenne a établi une liste, fournie mais cohérente, d'actions dont certaines ont déjà été menées. Si la mise en place d'un cadre législatif plus propice est indispensable, l'Union des marchés de capitaux est un processus au long cours, dont le succès dépendra surtout des comportements des agents économiques.

Laurent Quignon

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Relance du chantier européen : quelles voies possibles ?

Vade-mecum des enjeux et perspectives de réformes pour l'Union européenne et l'union monétaire.

Frédérique Cerisier

Beaucoup de conditions sont réunies pour faire de 2018 une année de relance des chantiers européens. Les ambitions de certains leaders sont là, l'environnement économique porteur les autorisant à porter leur regard un peu plus loin que de coutume. L'article s'efforce de fournir une grille de lecture des débats et des décisions à venir.

2018 sera-t-elle réellement une année de relance des chantiers européens ? S'il est sans doute trop tôt pour parier sur les résultats, on peut reconnaître que les ambitions sont là. Parmi les principaux acteurs du jeu européen, le président français Emmanuel Macron, et le président de la Commission Jean-Claude Juncker ont détaillé leur vision et fait des propositions cet automne. Du côté des observateurs et des *think-tanks*, les contributions ont également été nombreuses ces derniers mois. En particulier, les propositions pour compléter, réformer, rendre solide et cohérente l'architecture de l'union économique et monétaire se sont multipliées. Souvent très précises, elles s'interrogent longuement sur les détails opérationnels de telle ou telle réforme. Les sujets sont connus et discutés de longue date : union bancaire, budget commun, discipline budgétaire, restructuration des dettes publiques, Mécanisme Européen de Stabilité, etc.

Dans cet article, nous cherchons, à travers une série de questions-réponses, à fournir une grille de lecture des débats et des décisions à venir. Certains arbitrages qui pourraient être rendus en 2018 ne seront pas neutres sur l'éventail des choix à venir. Sans être exhaustive, la note s'attarde, dans une première partie, sur les questions relatives à l'évolution de l'Union européenne que, à l'heure du Brexit, les dirigeants européens tentent de redéfinir et de redynamiser. Les sujets d'intérêt sont larges et dépassent la sphère économique. La seconde partie de l'article se concentre sur la question de l'architecture de la zone euro. Sur ce sujet, la Commission européenne a publié des propositions précises au début du mois de décembre dernier.

La relance de l'Union européenne

Pourquoi maintenant ?

Le dernier temps fort de la construction européenne date de mi-2012 avec le lancement du chantier pour la mise en place d'une union bancaire. La mise en œuvre de ce chantier, puis la crise des migrants et le Brexit ont ensuite monopolisé l'essentiel des énergies sans, jusqu'ici, déboucher sur un réel agenda pour la poursuite de la

construction européenne. Aujourd'hui, trois raisons principales remettent ce débat à l'ordre du jour et expliquent que des avancées soient plus probables que par le passé.

C'est la dernière ligne droite pour la Commission Juncker

Les prochaines élections européennes se tiendront en juin 2019, ce qui fait de 2018 la dernière année « utile » pour faire avancer de gros dossier à la Commission. Nul doute que le président luxembourgeois, qui a derrière lui une très longue carrière dans les arcanes de l'UE et qui a suivi de très près toutes les péripéties de la crise européenne, a l'ambition de marquer de son empreinte, ou de celle de sa Commission, les chantiers européens. Il devrait peser de tout son poids dans les mois à venir.

L'opportunité franco-allemande

La concomitance de l'élection présidentielle française et des élections fédérales allemandes va laisser au fameux « couple franco-allemand » un laps de temps plus long que d'ordinaire pour tenter de faire avancer ces chantiers sans être trop accaparé par les cycles électoraux. Surtout, la perspectives de la réélection d'Angela Merkel et l'arrivée au pouvoir en France d'un président très europhile et ouvertement « germano-compatible » ont suscité beaucoup d'espoir et regarni l'agenda de propositions.

Côté français, ces perspectives n'ont pas été déçues, le président Macron ayant, une fois bouclée sa réforme du marché du travail, réservé sa séquence de rentrée à l'Europe, avec un vaste éventail de propositions (cf. infra, « Que change l'élection d'Emmanuel Macron ? »). Côté allemand, les choses s'avèrent plus difficiles dans la foulée des élections fédérales (cf. encadré 1).

Une conjoncture favorable, enfin...

Après avoir paré au plus urgent jusqu'en 2012, les dirigeants se sont surtout consacrés ces dernières années à redresser leurs économies, à favoriser la croissance pour amorcer puis à amplifier la décrue du chômage. En baisse depuis plus de quatre ans maintenant, le taux de chômage de la zone euro vient d'ailleurs de revenir juste en deçà de son niveau de janvier 2009. Plus généralement, le retour à un



environnement économique franchement favorable à court terme leur permet de se préoccuper à nouveau de problématiques de moyen terme.

Que change l'élection d'Emmanuel Macron ?

Un positionnement français inédit

Emmanuel Macron a mené une campagne électorale ouvertement pro-européenne à un moment où il était « communément admis » que les peuples européens n'avaient plus d'appétence pour l'Europe ou, du moins, pour son approfondissement. Il a, au contraire, contribué à réactiver l'Europe comme objet de clivage politique. Deuxièmement, il a mis en exergue la nécessité d'un couple franco-allemand comme moteur de l'Europe. Troisièmement, et c'est certainement un pas décisif pour nombre de ses interlocuteurs, il a admis que la consolidation des finances publiques françaises était une condition nécessaire à la crédibilité de la France dans la négociation et à son regain d'influence en Europe. Fait nouveau, l'environnement économique lui est cette fois-ci favorable et l'aidera à atteindre ses objectifs sur ce point.

Des propositions tous azimuts

Pour toutes ces raisons, le positionnement européen d'Emmanuel Macron a semblé plus porteur pour un accord franco-allemand que celui de ses prédécesseurs. Sur le fond, il a précisé ses propositions lors d'un discours à la Sorbonne à la fin de septembre 2017 (cf. tableau 1 et infra). Dans la pratique, le chef d'État a balayé extrêmement large, vraisemblablement pour renforcer ses chances de trouver des points d'accroche avec ses partenaires européens.

Dans l'esprit, il propose à ses partenaires de concevoir la relance de la construction européenne comme une réponse aux mouvements nationalistes qui prennent de l'ampleur dans de nombreux pays de l'Union. Il a qualifié de guerre civile européenne les débats budgétaire, financier et politique internes qui agitent souvent les États membres et propose de construire une véritable souveraineté européenne, en particulier sur les sujets d'envergure mondiale - changement climatique, migrations, terrorisme, nucléaire, etc. - où un État seul est impuissant.

La France et la Commission Junker : deux visions intégratrices comparées

Quelques jours avant le discours d'Emmanuel Macron, le président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, avait présenté sa propre vision des avancées souhaitables et possibles d'ici la fin de son mandat, dans son « Discours sur l'État de l'Union en 2017 ». Là aussi, le champ couvert est vaste. Le tableau 1 répertorie et confronte toutes les propositions concrètes que nous avons relevées dans chacun de ces discours avec, lorsque nous les connaissons, la date à laquelle la

Commission a prévu de formuler ses propositions ou espère obtenir une décision des chefs d'État. Rappelons que la Commission européenne est en grande partie maîtresse des agendas.

Les points d'accords sont nombreux en matière de politiques de défense et de sécurité. Cette convergence illustre le travail déjà accompli et confirme que c'est bien dans ces domaines que les États membres ont l'intention de concentrer leurs efforts dans un futur proche, compte tenu du contexte, et du fait que l'intérêt de la coopération entre États membres sur les questions sécuritaires est évident pour les opinions publiques. La vision française, volontariste, sur les questions liées au numérique, à la transition écologique et à la culture est également très « commission-compatible », même si Jean-Claude Juncker n'a pas particulièrement mis l'accent sur ces questions dans ses dernières interventions. Sur les questions liées à la réforme de l'UEM, sur lesquelles nous revenons en détail dans la seconde partie, les deux hommes s'accordent pour souhaiter un budget commun ou la désignation d'un ministre des finances européen, sans toutefois en définir en profondeur la fonction et ne se sont pas vraiment prononcés sur d'autres questions cruciales pour le fonctionnement de l'union monétaire.

En revanche, les questions d'arbitrage entre élargissement et approfondissement, et autour de l'articulation entre l'UE et la zone euro, constituent vraisemblablement les premières lignes de fracture.

Encadré 1 : Et en Allemagne ?

A l'heure où nous écrivons ces lignes, il n'est pas possible de décrire le contenu du contrat de coalition sur les questions européennes.

Juste après les élections (soit au moment où les propositions françaises et celles de la Commission ont été finalisées), la perspective de voir Angela Merkel bâtir un programme de coalition « jamaïcaine » avec les libéraux du FDP et les Verts, dont les visions sur les questions européennes étaient très différentes, n'enchantait guère les observateurs et laissait craindre que les marges de manœuvre d'Angela Merkel soient finalement très réduites.

Maintenant que la Chancellerie est engagée dans des négociations avec le SPD (sociaux-démocrates), la perspective est potentiellement plus porteuse d'un point de vue européen. L'avenir dira à quel point. Malgré tout, le risque est qu'Angela Merkel sorte significativement affaiblie de ce processus électoral, et que sa capacité à entraîner ses concitoyens dans des réformes d'ampleur ne soit réduite. En attendant, l'heure tourne et le temps presse...



Propositions institutionnelles

	Propositions de la France	Propositions européennes*	Commentaires
Défense et sécurité	<ul style="list-style-type: none"> – Intégration de militaires européens dans les armées nationales – Académie européenne du renseignement – Parquet européen contre la criminalité organisée et le terrorisme – Force européenne de protection civile 	<ul style="list-style-type: none"> – Fonds européen de la défense – Coopération structurée permanente – Agence européenne de cybersécurité – Cellule européenne de renseignement (échanges d'informations entre Etats membres) – Charger le Parquet européen de la lutte contre le terrorisme 	<ul style="list-style-type: none"> → Ambition d'une Union européenne de la défense opérationnelle d'ici 2025 → Un organisme existe déjà, en charge de la fraude au détriment du budget de l'UE
Migrations, aide au développement	<ul style="list-style-type: none"> – Office européen de l'asile – Police européenne des frontières – Programme européen de développement en faveur des pays dont sont issus les migrants – Programme commun de formation et d'intégration des réfugiés 	<ul style="list-style-type: none"> – Elargissement de l'espace Schengen 	<ul style="list-style-type: none"> → Un office européen de l'asile qui centralise les informations sur les demandeurs et harmonise les procédures → Le programme européen de développement pourrait être financé par la généralisation d'une taxe sur les transactions financières → Entrée immédiate de la Bulgarie et de la Roumanie, début d'un processus d'entrée pour la Croatie → Appel aux Etats membres à renforcer le Fonds fiduciaire européen pour l'Afrique
Politiques écologique, fiscale, sociale, industrielle	Environnement	<ul style="list-style-type: none"> – Prix plancher du carbone, unique et significatif au sein de l'UE – Programme industriel européen de soutien aux véhicules propres et de déploiement d'infrastructures communes – Réforme de la PAC et création d'une force européenne d'enquête et de contrôle pour garantir la sécurité alimentaire 	<ul style="list-style-type: none"> → Ambition de créer une taxe sur le carbone aux frontières de l'Europe à horizon 5 ou 10 ans
	Numérique	<ul style="list-style-type: none"> – Agence européenne pour l'innovation de rupture – Projet de marché unique du numérique pour construire la régulation européenne et une fiscalité juste des plates-formes numériques 	<ul style="list-style-type: none"> → A créer d'ici 2 ans
	Convergence fiscale et sociale	<ul style="list-style-type: none"> – Convergence des taux d'IS qui devraient s'établir dans une fourchette définie au niveau européen – Définition d'un taux de salaire minimum adapté à la situation économique dans chaque Etat – Encadrement de la concurrence par les taux de cotisations sociale 	<ul style="list-style-type: none"> → Le respect de ces critères de convergence pourrait conditionner l'accès aux fonds structurels européens → La CE poursuit son travail, engagé de longue date, pour l'adoption du projet ACCIS (Assiette Commune Consolidée pour l'Imposition des Sociétés)

	Propositions de la France	Propositions européennes*	Commentaires
Réforme de l'UEM	Budget commun Fonction : stabiliser l'économie et soutenir les investissements	<ul style="list-style-type: none"> – Ligne budgétaire pour la zone euro dans le budget de l'UE. Fonctions : aide aux réformes structurelles, stabilisation économique, soutien à l'union bancaire (<i>backstop</i>), soutien à la convergence pour les Etats en préadhésion à l'euro – Transformation du MES en Fonds monétaire européen 	<ul style="list-style-type: none"> → La CE a présenté ses propositions en détail le 06 décembre : pour J.-C. Juncker il faut viser une hausse du budget UE dans le cadre de la négociation du nouveau cadre financier pluriannuel pour après 2020 → Pour E. Macron, une part d'un IS harmonisé au niveau européen, des taxes européennes écologiques ou sur le numérique, pourrait alimenter ce budget
Fonctionnement démocratique Institutions	Institutions <ul style="list-style-type: none"> – Consultations des citoyens pour l'élaboration d'un projet au moyen de conventions démocratiques dans toute l'Europe en prévision des élections européenne de 2019 – Election d'une partie des députés européens sur des listes transnationales – Commission européenne réduite à 15 membres – A l'inverse de J.-C. Juncker, la France plaide pour une Europe à plusieurs vitesses 	<ul style="list-style-type: none"> – Principe d'élargissement de l'UE – Elargissement de la zone euro à tous les membres de l'UE – Fusion des postes de président du Conseil et de président de la Commission, poste dévolu au <i>Spitzenkandidaten</i>, tête de liste du parti vainqueur des élections européennes – Fusion des postes de vice-président de la Commission, de président de l'Eurogroupe et de commissaire en charge de l'Economie et des Finances – Renforcement des possibilités de passer au vote à la majorité qualifiée sur les questions relatives au marché unique ou à la politique étrangère commune 	<ul style="list-style-type: none"> → Projet de conventions démocratiques soutenu par J.-C. Juncker → 73 places ouvertes par le départ des Britanniques en 2019. La moitié du Parlement à horizon 2024. → Les grands pays fondateurs pourraient donner l'exemple et être les premiers à renoncer à leur commissaire → D'abord pour la Serbie et le Monténégro, à terme les Etats Baltes. Après le Brexit, seul le Danemark disposera encore d'une clause <i>d'opt out</i> → Sans réforme des traités, le Conseil peut, s'il le vote à l'unanimité, autoriser le vote à la majorité qualifiée sur certains sujets
	Négociations commerciales <ul style="list-style-type: none"> – Procureur commercial européen – Transparence des négociations et dans la mise en œuvre des débats commerciaux 	<ul style="list-style-type: none"> – Poursuite des accords commerciaux – La Commission publiera l'intégralité des mandats de négociations qu'elle propose au Conseil, lequel pourra choisir de publier les mandats définitifs 	
	Jeunesse <ul style="list-style-type: none"> – Réseau d'universités européennes – Harmonisation et reconnaissance mutuelle des diplômes du secondaire 		<ul style="list-style-type: none"> → Objectif : que la moitié d'une classe d'âge passe 6 mois dans un autre pays de l'UE avant ses 25 ans d'ici 2024

Tableau 1

Sources : discours de Emmanuel Macron (2017) et Commission européenne (2017a)

Dans son discours sur l'état de l'Union, J.-C. Juncker souhaite que les Européens continuent de travailler sur les questions d'élargissement :

- élargissement de l'espace Schengen à la Bulgarie et à la Roumanie à court terme, à la Croatie ensuite ;
- élargissement de l'UE aux Balkans, et en premier lieu à la Serbie et au Monténégro, qui sont candidats ;
- élargissement de l'union monétaire à tous les membres de l'UE, sachant qu'après le Brexit, seul le Danemark bénéficiera encore d'une clause d'*opt-out*.

En mettant en avant ces principes, le président de la Commission se prononce implicitement plutôt contre « l'UE à plusieurs vitesses » que plusieurs chefs d'États ont appelée de leurs vœux au moment de l'anniversaire du Traité de Rome. Nous revenons sur ces enjeux dans la section suivante (cf. infra « Va-t-on vers une Europe à plusieurs vitesses ? »).

Va-t-on vers une Europe à plusieurs vitesses ? Pourquoi, à quel prix ?

Comment avancer en Europe et pour quoi faire ? Quels choix implicites se cachent derrière les notions d'« intégration » ou d'« approfondissement » de l'Union européenne ? S'ils choisissent de préserver leur souveraineté nationale en matière fiscale, sociale ou environnementale au sein d'un marché unique, les États membres se mettent dans une situation de concurrence qui pourrait empêcher de progresser sur ces fronts, voire même miner leurs acquis quand ils sont importants. À l'inverse, l'harmonisation et l'intégration ne pourront déboucher sur des standards élevés et des politiques efficaces que si elles s'accompagnent de transferts de souveraineté significatifs vers l'échelon européen. L'UE est actuellement bloquée par l'incapacité de ses membres à dégager un consensus sur ces questions.

Pour illustrer ce point et ses conséquences, la Commission européenne a publié, à l'occasion des 60 ans du Traité de Rome, un livre blanc sur l'avenir de l'Europe. Elle y détaille cinq scénarios d'évolution possible pour l'UE à horizon 2025, allant du *statu quo* au grand saut fédéral (cf. encadré 2).

Pour les dirigeants des quatre plus grands pays de la zone euro (qui sont aussi, depuis que le Royaume-Uni est en partance, ceux de l'UE) le choix est fait. Réunis à Paris par François Hollande au printemps dernier, ils s'étaient ouvertement prononcés en faveur d'une Europe à plusieurs vitesses où ceux qui le désireraient poursuivraient l'intégration. Plus récemment, Emmanuel Macron a pour sa part parlé d'articuler « l'ambition réformatrice de quelques-uns et le respect du rythme de chacun ».

Encadré 2 : Cinq scénarios pour envisager l'avenir

- **Poursuivre sur la voie actuelle.** Aujourd'hui, le projet européen affiche des ambitions très vastes, en termes d'harmonisation sociale, de convergence des niveaux de vie, de vocation de tous les pays de l'UE à intégrer l'euro, etc. Mais il n'avance dans la pratique qu'à pas comptés, tant il est difficile de réunir l'approbation des 28 États membres sur ces sujets. Le problème est que cet écart entre les attentes que suscitent ce programme et ses résultats a nourri la défiance des opinions publiques et l'euroscepticisme.
- **Se recentrer sur le marché unique** (et mettre finalement en œuvre un programme qui aurait plu au Royaume-Uni). Il s'agirait alors de renoncer aux autres politiques communes comme les politiques de convergence, les fonds structurels européens ou la politique agricole commune. Il s'agirait aussi d'abandonner l'ambition d'harmoniser les standards sociaux et environnementaux entre les États membres. Un tel « recalibrage » du projet européen aurait l'avantage d'ajuster les ambitions européennes à ses réalisations concrètes. Mais, dans ce scénario, le risque majeur est que le marché unique incite les États membres à se lancer dans une course au moins-disant fiscal, social et environnemental pour se faire concurrence entre eux. Cette stratégie non coopérative serait évidemment néfaste pour l'ensemble des citoyens de l'UE. En outre, quels seraient le rôle et l'avenir de la monnaie unique dans ce projet ?
- **Se lancer dans une Europe à plusieurs vitesses**, en permettant à un ou plusieurs cercles de pays volontaires d'émerger et d'avancer dans des domaines d'intégration précis.
- **Faire moins mais mieux.** Il s'agirait alors pour les pays de l'UE de continuer à avancer tous ensemble, mais dans un nombre de domaines plus restreint, avec des moyens renforcés et en acceptant une certaine perte de souveraineté. En effet, pour gagner en efficacité, des modes de décisions contraignants seraient mis en place, à l'image de ce qui se fait déjà en matière de supervision bancaire ou de politique de la concurrence.
- Enfin, faire **le grand saut d'une intégration poussée** avec, en ligne de mire, le modèle fédéral.

Un choix qui n'est pas sans conséquences ni sans risques

Pour ces dirigeants, ce choix présente l'avantage de reposer sur des bases volontaires. Il peut en outre s'appuyer sur les modes de décision intergouvernementaux, souvent privilégiés depuis le début de la crise. Il doit permettre aux membres de la zone euro de poursuivre une intégration absolument nécessaire pour ancrer la monnaie unique, sans se laisser entraver par la nécessité d'avancer à 27. C'est d'ailleurs précisément pour ces mêmes raisons qu'il ne fait pas consensus. Plusieurs États membres craignent que derrière « l'Europe à plusieurs vitesses » se cache la volonté de quelques pays membres de la zone euro d'avancer désormais seuls et ils s'inquiètent, tout comme Jean-Claude Juncker, des conséquences pour eux de ces choix.

De fait, et même s'ils semblent fermement décidés à avancer dans cette direction, ces États devront veiller à éviter de créer, avec l'Europe à plusieurs vitesses, de nouvelles opportunités pour une « Europe à la



carte ». Et, ce, alors même que cette stratégie n'a pas porté ses fruits avec le Royaume-Uni. Parce qu'ils forment un noyau dur puissant, ces pays parient sur leur capacité d'attraction des autres membres. Mais comment, avec cette démarche, prévenir les stratégies opportunistes (*free-rider*) qui pourraient tenter les plus petits États membres ?

Dernier élément de réflexion : la lourdeur et la difficulté qui président aux prises de décision dans l'UE constituent évidemment un des facteurs, sinon le principal, qui pousse à privilégier les accords intergouvernementaux en groupe restreint, laissant penser qu'un fonctionnement « à plusieurs vitesses » de l'Europe n'est pas un choix, mais une nécessité pour avancer. A l'inverse, donc, tout ce qui pourra contribuer à améliorer ces prises de décision, à les rendre plus rapides et efficaces, facilitera les dynamiques communautaires. Ce n'est donc pas par hasard si Jean-Claude Juncker a fait plusieurs propositions dans ce domaine.

Démocratie ou diplomatie? Le problème des modes de décision européens et pourquoi il faut les réformer

L'Europe souffre à la fois de difficultés à agir et à justifier démocratiquement ses actions

Les institutions de l'Union européenne sont finalement construites sur une double logique d'union entre égaux (les États membres) et de représentation d'un « peuple européen » unique. Leurs modes de décision (cf. encadré 3) reflètent cette double logique. En particulier, au Parlement, les votes se font à la majorité simple, mais les parlementaires sont élus selon un principe de proportionnalité dégressive, qui se traduit par une surreprésentation importante des plus petits États. Aux dernières élections européennes, 14 d'entre eux, représentant à peine plus de 10% de la population de l'UE, se sont répartis près de 20% des sièges. Au sein du Conseil de l'UE, la plus grande partie des décisions sont prises selon un système de double majorité (16 États membres au moins, représentant plus de 65% de la population de l'UE) qui rend très improbable qu'une décision l'emporte sans l'aval de plusieurs des plus grands États membres (l'Allemagne, la France et l'Italie abritent 40% de la population de l'UE environ). Ce système oblige dans le même temps ces derniers à construire un consensus avec leurs partenaires. Enfin, dans les domaines les plus sensibles, l'unanimité (des abstentions sont possibles) des représentants de chaque État est requise.

Bien qu'elles aient leur raison d'être, ces règles complexes comptent parmi les principales raisons de la lenteur et de la lourdeur des processus de décision européens. Nous n'allons pas réécrire ici le feuilleton de la crise, mais on forcera à peine le trait en disant qu'à cette occasion, et en particulier avec la Grèce, les Européens ont montré leur

capacité à agir dans l'urgence, et leur lenteur voire leur incapacité à se coordonner dès lors que celle-ci (l'urgence) n'est plus présente. Surtout, aux yeux des opinions publiques (et parfois même des institutions, cf. *infra*), ces modes de décision n'ont qu'une faible légitimité démocratique.

Ils sont peu transparents et favorisent les logiques nationales. Cela va sans dire au sein du Conseil, mais même au Parlement européen où les élus sont pourtant affiliés à des groupes politiques transnationaux, les logiques nationales peuvent jouer un rôle important. Au final, le sentiment dominant est que rien n'assure que ces modes de décision permettent d'atteindre un optimum européen, optimum qu'il faudrait encore parvenir définir et identifier.

Encadré 3 : Quelques caractéristiques des institutions européennes et de leurs modes de décision

La Commission européenne est composée d'un commissaire par État membre. Elle a le monopole de l'initiative législative, c'est-à-dire qu'elle seule est à même d'émettre des propositions de directives et de règlements. Le Parlement européen partage avec le Conseil de l'Union européenne le pouvoir de voter ces actes législatifs. Suite aux réformes introduites par l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne, la « procédure législative ordinaire », dite de codécision, donne un poids équivalent au Conseil de l'Union et au Parlement, et impose que les législations soient votées dans les mêmes termes par ces deux institutions. Elle s'applique à la grande majorité (en nombre) des règlements et directives européens.

Au Parlement européen, la répartition des députés par pays suit un principe de « proportionnalité dégressive », qui donne à chaque État un nombre de sièges en fonction de sa population, tout en réduisant les écarts de représentation entre grands et petits pays. Ces derniers sont donc surreprésentés. Lors des dernières élections, chacun des six députés maltais élus représentait environ 70 000 citoyens, contre près de 840 000 pour chacun des 96 députés allemands. En moyenne, un parlementaire européen représentait environ 673 000 habitants.

Au Conseil de l'UE, le vote à la majorité qualifiée est utilisé pour prendre des décisions dans le cadre de la procédure législative ordinaire. Environ 80 % de l'ensemble des actes législatifs de l'UE sont adoptés au moyen de cette procédure. Lorsque le Conseil vote sur une proposition de la Commission ou du Haut Représentant de l'Union pour les affaires étrangères et la politique de sécurité, la majorité qualifiée est atteinte si 55 % des États membres ont exprimé un vote favorable, soit 16 sur 28, et si la proposition est soutenue par des États membres représentant au moins 65 % de la population totale de l'UE.

Le Conseil de l'Union doit voter à l'unanimité sur un certain nombre de domaines que les États membres considèrent comme sensibles. Par exemple la politique étrangère et de sécurité commune (à l'exception de certains cas clairement définis), la citoyenneté (octroi de nouveaux droits aux citoyens de l'UE), l'adhésion à l'UE, l'harmonisation des législations nationales relatives à la fiscalité indirecte, le financement de l'UE (ressources propres, cadre financier pluriannuel), certaines dispositions dans le domaine de la justice et des affaires intérieures (procureur européen, droit de la famille, coopération policière opérationnelle, etc.), l'harmonisation des législations nationales dans le domaine de la sécurité sociale et de la protection sociale. Lors d'un vote à l'unanimité, une abstention ne fait pas obstacle à l'adoption d'une décision.

Enfin, lors des réunions du Conseil (assemblée des chefs d'État), les conclusions sont adoptées par consensus (personne ne s'oppose).

Sources : BNP Paribas et Conseil européen (www.consilium.europa.eu.)



Des conséquences majeures : de l'euroscepticisme à l'impossibilité d'envisager des transferts de souveraineté

Au final, il est certain que ce manque de légitimité perçu favorise la montée de l'euroscepticisme, tandis que la lourdeur et la complexité poussent à l'immobilisme. Pour regagner en efficacité, les leaders européens ont, tout au long de la crise, souvent contourné la logique communautaire et favorisé les modes de décision intergouvernementaux en marge des institutions européennes (traité budgétaire, création du MES). Aujourd'hui, cette même logique les conduit à la mise en place d'une Europe à plusieurs vitesses. Et c'est bien le manque de légitimité d'une Commission européenne jugée trop « politique » qui amène, par exemple, les Allemands à souhaiter confier la surveillance des politiques budgétaires européennes à un organe « indépendant » comme le Mécanisme européen de stabilité.

Dans l'ensemble, il est clair que des transferts de souveraineté de l'envergure de ceux qu'impliquent, par exemple, l'union budgétaire ou une véritable Europe intégrée de la défense, sont impensables dans ce contexte. C'était d'ailleurs, dès 2009, le message de l'arrêt de la cour constitutionnelle de Karlsruhe sur le Traité de Lisbonne, arrêt qui a jeté les bases de l'interventionnisme du Bundestag dans les décisions européennes. Le chantier est donc incontournable. Si l'UE ou la zone euro souhaitent à l'avenir avancer vers une intégration plus poussée, il est indispensable de combler le « déficit exécutif et démocratique » de l'Union européenne¹.

Des propositions, de faible envergure à ce jour

Face à ces difficultés, le président Macron propose notamment de dépasser les logiques nationales, par exemple en réallouant les sièges des 73 députés britanniques sortants à des listes transnationales lors des élections de 2019, ou en réduisant le nombre de commissaires (cf. tableau 1). Jean-Claude Juncker a, pour sa part, insisté sur le renforcement des capacités de décision, en plaidant pour un élargissement des questions relevant de la majorité qualifiée au sein du Conseil de l'Union. Des avancées semblent possibles en matière de politique sociale et de fiscalité comme de politique étrangère. Favorable aux listes transnationales, il juge également souhaitable la fusion des postes de président du Conseil européen et de président de la Commission européenne. Comme en 2014, le poste serait réservé à la tête de liste du parti vainqueur des élections européennes², qui deviendrait ainsi un véritable chef de l'exécutif européen, détenteur d'une légitimité démocratique et intergouvernementale.

¹ Selon les termes de Thierry Chopin, directeur des études de la Fondation Robert Schuman. Pour une analyse bien plus large de la question de la légitimité démocratique dans l'UE, voir Chopin T. (2017).

² C'est la procédure dite du « Spitzenkandidaten », inaugurée en 2014 pour la nomination de M. Juncker. Profitant de son pouvoir de validation du président nommé par le Conseil européen, les parlementaires européens avaient exigé que le candidat nommé soit le tête de liste du PPE, qui avait remporté ces élections.

Renforcer l'union économique et monétaire

Dans cette seconde partie, nous concentrons notre attention sur l'union économique et monétaire, et les réformes envisagées pour en améliorer le fonctionnement et la stabilité. Dans ce domaine, l'interrogation est permanente parmi les politiques, les contributeurs institutionnels et académiques, sur le bon dosage entre maintien, voire renforcement, des incitations, et mécanismes de solidarité indispensables à l'appartenance à une union monétaire.

Quelles propositions sont sur la table?

La Commission Juncker a publié, au début du mois de décembre 2017, une série de propositions spécifiques à la zone euro. Les documents établissent une feuille de route de moyen terme pour l'approfondissement de la zone, et définissent une série de mesures qu'elle juge possible de faire adopter d'ici la fin de la législature actuelle. Concrètement, la Commission a adressé au Conseil :

1. Une proposition pour organiser la transformation du Mécanisme européen de stabilité (MES) en Fonds monétaire européen (FME). Comme son prédécesseur, le FME aurait comme mission première de préserver la stabilité de la zone euro en aidant les États membres qui rencontrent des difficultés financières. Il deviendrait également en quelque sorte le « prêteur en dernier recours » des banques, en servant de filet de sécurité (backstop) au Fonds de résolution unique (FRU), le mécanisme chargé de la mise en œuvre de la résolution ordonnée d'une banque défaillante.
2. Une proposition qui vise à intégrer dans le droit de l'UE les dispositions fondamentales du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), comme cela était prévu dès 2012 à la signature de ce traité intergouvernemental qui a réformé les règles budgétaires de la zone euro (connu sous le nom de *fiscal compact*).
3. Une communication relative à de nouveaux instruments budgétaires pour la zone euro. Ceux-ci pourraient être créés au sein du budget de l'UE, ce qui implique l'objectif de les mettre en place pour la prochaine programmation budgétaire pluriannuelle (post-2020). A ce stade encore exploratoire³, la communication examine quatre fonctions budgétaires. Outre la création d'un filet de sécurité pour l'union bancaire, tel que décrit plus haut, la Commission envisage la création d'un outil de soutien aux réformes structurelles pour les États membres, d'un mécanisme

³ Une phase pilote pour l'outil de soutien aux réformes peut être envisagée dans le cadre de la programmation budgétaire actuelle.



de soutien à la convergence des États membres en phase de pré-adhésion à l'euro et, enfin, d'un mécanisme de stabilisation afin de maintenir le niveau des investissements en cas de grands chocs asymétriques.

4. Une communication définissant les fonctions possibles d'un ministre européen de l'économie et des finances, qui pourrait être vice-président de la Commission et présider l'Eurogroupe, comme le permettent les traités actuels de l'UE.

Avec ces propositions, la Commission procède parfois à des arbitrages sur des questions longuement débattues ces dernières années. D'autres fois, au contraire, elle laisse beaucoup d'options ouvertes, qui entretiennent le flou sur l'orientation donnée par les réformes. Nous revenons ci-dessous sur certains de ces éléments.

Quel partage des tâches dans les institutions européennes?

Sur ce point, l'arbitrage opéré par les propositions de la Commission est relativement clair.

La Commission surveille les politiques nationales

La Commission va rester maîtresse du jeu pour ce qui concerne la surveillance « quotidienne » des politiques budgétaires des États membres. Des voix se sont en effet élevées pour critiquer une gestion jugée trop « politique » ou discrétionnaire des règles du Pacte de stabilité et de croissance, envisageant de transférer cette compétence au Mécanisme européen de stabilité, jugé plus indépendant. Sans grande surprise, les équipes de Jean-Claude Juncker n'ont pas retenu cette proposition. Le poids de la DG ECFIN dans l'analyse et la coordination des politiques économiques serait même vraisemblablement renforcé par la nomination du commissaire en charge au poste de vice-président de la Commission et à la tête de l'Eurogroupe.

Rules versus Discretion ?

À noter que la transposition du *Fiscal Compact* dans le droit de l'Union européenne pourrait également être l'occasion d'une bataille d'influence entre adversaires et défenseurs d'une application plus stricte des politiques budgétaires. Ces derniers, pour qui la résorption des déficits budgétaires nationaux reste la pierre angulaire du fonctionnement de l'union monétaire, plaident pour une simplification drastique des règles budgétaires. Il est indéniable que le corpus budgétaire européen est devenu quasiment illisible pour un observateur, même averti, depuis l'entrée en vigueur des règles de croissance des dépenses, puis de toutes les mesures de « flexibilité » introduites par la Commission en janvier 2015. En outre, l'introduction des concepts de solde et d'ajustement « structurels » dans l'appréciation des positions

budgétaires est porteuse de conflits, compte tenu des difficultés d'évaluation associées⁴. Mais ces éléments cherchent à éviter de priver les États de leur principal outil de politique conjoncturelle dans une union monétaire, voire à éviter que les politiques budgétaires n'aient fondamentalement un caractère pro-cyclique au sein de l'UEM (cf. infra, « Un budget commun, pour quoi faire ? »). A ce stade, la Commission prévoit de transposer le traité intergouvernemental en prenant pleinement en compte ces mesures de flexibilité, mais nous n'en sommes qu'au début du processus législatif...

Le Fonds monétaire européen gère les crises financières

La création du Fonds monétaire européen est non seulement l'occasion d'intégrer, encore une fois, autant que possible un organisme intergouvernemental issu de la crise dans le droit de l'UE, mais également celle de remettre à plat les responsabilités de chacun. De ce point de vue, il semble clair que le Mécanisme européen de stabilité (MES), au cours de sa transformation en Fonds monétaire européen (FME), est appelé à devenir l'institution responsable de la gestion des crises susceptibles de mettre en danger la stabilité financière de la zone. Il devient le prêteur en dernier ressort des États et des banques (en tant que filet de sécurité du fonds de résolution bancaire).

S'agissant des États, le FME est apparemment appelé à endosser un rôle leader, aux côtés de la Commission, dans la conception, la mise en œuvre et la surveillance des programmes d'ajustement. Une montée en puissance qui devrait également signer la mise en retrait du FMI et de la BCE. De fait, les programmes passés, et en particulier la crise grecque, ont notamment montré à quel point l'implication de ces deux institutions était complexe et génératrice de conflits⁵. S'agissant de la BCE, ce retrait est sans doute une bonne chose, et lui évitera, lors d'une prochaine crise, de se retrouver prise dans des conflits d'intérêts⁶. Quant au FMI, ses désaccords avec les Européens sur la démarche à adopter face à la question de la restructuration de la dette grecque ont apparemment achevé de convaincre toutes les parties en présence (y compris les Allemands qui exigeaient encore en 2016 l'entrée de l'institution dans le 3^e plan d'aide) que le travail conjoint était difficile⁷.

⁴ Les estimations d'*output gap* sur lesquelles reposent les estimations structurelles de finances publiques sont complexes et leurs résultats diffèrent fortement selon les institutions (voir notamment les estimations de la Commission européenne et de l'OCDE). Associés aux prévisions de croissance également nécessaires pour évaluer l'évolution courante des finances publiques, les aléas sont importants, et difficiles à assumer. L'auteur de ces lignes n'est pourtant pas aussi négative que d'autres sur l'utilisation des estimations structurelles dans le pacte de stabilité et de croissance.

⁵ Implication dont la première raison d'être, au début de la crise, a été d'aller chercher les compétences (dans les programmes d'ajustement économique et l'évaluation des systèmes bancaires) où elles étaient.

⁶ Rappelons qu'en cas de stress sur la liquidité d'un pays, la BCE peut déclencher l'OMT dès lors que le pays concerné bénéficie au moins d'un programme de précaution ouvert par le MES. Autre exemple, elle n'accepte en collatéral pour ses opérations de refinancement des titres de dettes publiques cotés sous la catégorie investissement que si l'État concerné est engagé dans un programme d'ajustement.

⁷ L'allègement de la dette permettant de restaurer de façon suffisamment crédible la solvabilité d'un État, doit-il être le point de départ ou l'aboutissement, en dernier recours,



Enfin, l'effacement des équipes de la Commission (qui rédigent notamment les rapports d'évaluation des revues trimestrielles) au profit de celles du FME/MES est moins clair dans les déclarations actuelles mais il nous semble que c'est vers cela que poussent les évolutions actuelles (gestion des politiques budgétaires au fil de l'eau à la Commission, gestion des crises de financements au FME).

À noter que les questions de souveraineté restent entières. Le texte de la Commission précise que le FME conservera les structures financières et institutionnelles du MES, « *y compris en ce qui concerne le rôle joué par les parlements nationaux* », c'est-à-dire sans remettre en cause la procédure selon laquelle plusieurs parlements nationaux, et en particulier le Bundestag, sont appelés à se prononcer sur la mise en œuvre des programmes⁸.

Un budget commun, pour quoi faire?

Telle que présentée dans les textes actuels, la capacité budgétaire européenne servira à la fois de fonds d'aide aux réformes structurelles pour les États membres (et d'aide à la convergence pour ceux qui se préparent à intégrer l'euro) et de mécanisme de stabilisation automatique, destiné à améliorer l'absorption des chocs et des fluctuations économiques.

Depuis plusieurs années déjà, l'Allemagne et certains de ses partenaires défendent une vision de « l'union budgétaire » où les ressources mises en commun (ou certaines lignes de crédit du budget de l'UE) seraient utilisées pour favoriser, voire même verraient leur versement conditionné à la mise en œuvre de réformes structurelles. Quelle que soit la logique, de la carotte ou du bâton, l'important est que l'utilisation de ces fonds n'aurait aucun caractère cyclique et viserait à renforcer l'ajustement économique et budgétaire de chaque État.

En face, beaucoup d'observateurs font valoir que le carcan des règles budgétaires prive les États d'un outil pour faire face aux chocs conjoncturels asymétriques (c'est-à-dire qui ne touchent pas l'ensemble de la zone euro), alors même que la politique monétaire est unique pour tous les États membres, et que les études montrent qu'en l'absence d'un plus grand partage des risques entre États membres, la capacité d'absorption des chocs est trop limitée dans la zone euro. Dans un précédent article de 2014⁹, nous avons discuté de façon plus approfondie des arguments en faveur d'une telle évolution, des

différentes options envisagées, et des contraintes, notamment en termes de transfert de souveraineté ou d'harmonisation fiscale et sociale, associées. En tout état de cause, la nécessité de préserver une capacité budgétaire contra-cyclique pour les membres, qu'elle soit pilotée au niveau européen ou national, nous semble cruciale.

A ce stade, le mécanisme envisagé par la Commission est parmi les moins engageants. Alors que les propositions les plus ambitieuses envisagent la mise en place d'un volet d'assurance chômage intra européen, il s'agirait de mobiliser des fonds, qui pourraient être alloués, voire seulement prêtés, à un État membre subissant un choc spécifique de grande ampleur (à l'image de l'Irlande face à un *hard* Brexit) pour préserver sa capacité d'investissement. Dans la mesure où il a été maintes fois montré qu'en situation de rigueur budgétaire, les États ont tendance (et, ce, bien que ce ne soit pas une politique souhaitable) à réduire ces dépenses en premier lieu, un tel mécanisme favoriserait les investissements tout en introduisant une certaine forme de contra-cyclicité dans les dépenses. Le bénéfice du mécanisme serait réservé aux pays en conformité avec les règles budgétaires et économiques du cadre européen.

Au final, la Commission avance à pas comptés dans ce volet budgétaire. En outre, la puissance totale et respective de chacun de ces outils, dépendra largement de la taille des lignes budgétaires qui seront allouées à ces fonctions. De ce point de vue, la Commission devrait faire des propositions au printemps prochain, quand elle abordera la préparation du cadre budgétaire pluriannuel pour l'après 2020. La balle sera alors dans le camp des États membres.

Faut-il favoriser la restructuration des dettes publiques?

C'est, à ce stade, l'angle mort des propositions de la Commission et, ce, alors que plusieurs contributions académiques ou institutionnelles ont recommandé l'adoption d'un cadre clair et prévisible pour la restructuration des dettes publiques d'un pays membre de la zone euro. Comme l'ont montré les débuts de la crise grecque, la restructuration de la dette publique d'un État membre n'est pas forcément évitable, et, dans ces circonstances, l'impréparation des différents acteurs peut être très dommageable. En particulier celle des autres pays de la zone euro, prêts à contribuer, via des programmes d'ajustements assortis de prêts, mais dans un cadre le plus conforme possible à la clause de *no bail-out*. Cela dit, depuis 2012, les États membres assortissent leurs émissions de clauses d'actions collectives.

Tout le monde ne juge pas pour autant cela suffisant. En particulier, la Bundesbank est à l'origine d'une proposition qui vise la mise en place d'un moratoire systématique sur le paiement des intérêts de la dette

d'un programme d'ajustement ? C'est sur cette question notamment que la coopération a échoué en Grèce entre le FMI et les Européens. Tout laisse à penser que cette divergence philosophique resterait d'actualité dans le cadre d'un autre programme, et même face à des investisseurs privés.

⁸ L'unanimité au sein du Conseil des gouverneurs est la règle pour l'adoption d'un programme. Il existe toutefois une procédure pour les décisions d'urgence, qui permet d'adopter un programme à la majorité qualifiée si nécessaire. Son seuil pourrait être relevé à 85%, donnant ainsi un droit de veto aux trois plus grands pays de la zone, Allemagne, France et Italie.

⁹ Voir Cerisier (2014)



publique d'un pays qui bénéficierait d'un programme du FME/MES¹⁰. Celui-ci interviendrait dès l'ouverture du programme, pour une durée de trois ans (la durée type d'un programme). Pour la Bundesbank (et bien d'autres), les prêts concessionnels du Mécanisme européen de stabilité ont vocation à régler les problèmes de liquidités d'un pays appelé à mettre en œuvre un programme d'ajustement. En revanche, un défaut de solvabilité doit être traité par une restructuration de la dette publique de cet État détenue par les investisseurs privés. Dans la pratique toutefois, il est bien clair que faire la part entre ces deux situations, dans un contexte de crise de confiance, n'est pas possible. Dans l'esprit de ses promoteurs, ce mécanisme donnerait donc trois ans aux acteurs du dossier pour s'entendre sur le diagnostic. Si, à l'issue du programme européen, le pays a retrouvé la confiance des marchés et est en mesure de se refinancer, le moratoire sera levé (et le diagnostic de « crise de liquidités » posé *ex-post*). Dans le cas contraire, le moratoire permettra d'organiser un *bail-in* des investisseurs dans un environnement plus calme, pour restaurer la solvabilité de l'État concerné.

Le mieux est toutefois souvent l'ennemi du bien. Dans l'esprit de ses détracteurs, la crainte est grande, et sans doute justifiée, que ce mécanisme renforce de façon excessive la méfiance à l'égard des dettes publiques européennes et précipite l'assèchement des financements et le placement sous programme d'un État en difficultés, par un phénomène d'anticipations auto-réalisatrices. Sans retenir le caractère automatique de la procédure proposée par la Bundesbank, d'autres contributeurs ont proposé d'institutionnaliser un mécanisme de restructuration des dettes publiques européennes, le jugeant indispensable pour assurer la stabilité financière de la zone¹¹. Aucune mention n'est faite de ces éléments dans les propositions de la Commission. Difficile de savoir à ce stade si le projet est totalement abandonné, ou simplement repoussé le temps d'enregistrer des progrès sur le chantier indissociable d'une telle évolution, la diversification du portefeuille d'actifs souverains détenu par les banques (*cf. infra*).

Union bancaire et Union des marchés de capitaux

Dans l'esprit de la Commission, ces propositions complètent celles, avancées en octobre dernier¹², visant à achever l'union bancaire et à avancer dans la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux. S'agissant du volet financier, beaucoup de choses ont été faites depuis 2012 et le lancement du processus d'union bancaire. Aujourd'hui la Commission pense possible d'achever ce chantier sous cette législature. La communication publiée en octobre s'efforce en priorité de relancer les négociations sur le système commun d'assurance des dépôts (EDIS pour *European Deposit Insurance System*), et de mettre sur pied une

feuille de route pour conduire à la réduction du volume des prêts non performants (NPL pour *non-performing loans*) dans les systèmes bancaires où ils sont trop importants, et pour éviter la reconstitution de tels stocks à l'avenir. Enfin, elle déclare suivre de près le travail du Comité européen du risque systémique (ESRB) sur les titres adossés à des obligations souveraines (SBBS, *sovereign bonds backed securities*). En vue de l'achèvement de ce travail, la Commission se prépare à présenter en 2018 une proposition législative pour faciliter leur développement l'an prochain.

L'article de Laurent Quignon de ce même numéro de la revue Conjoncture examine en détail la question de l'Union des marchés de capitaux. Il nous semble toutefois utile de rappeler ici pourquoi et comment certains éléments des chantiers de l'union bancaire ou de l'union des marchés de capitaux interagissent de façon étroite avec les questions institutionnelles et budgétaires sur lesquelles nous nous sommes attardés, et font même parfois partie d'un agenda commun.

Private risk-sharing versus public risk-sharing

Tout d'abord, la constitution d'un budget commun de grande taille n'est pas la seule façon d'accroître la capacité d'absorption des chocs économiques au sein de l'UEM. Celle-ci peut également bénéficier d'une plus forte intégration des marchés financiers (une plus grande diversification intra-zone des portefeuilles des acteurs privés amortira plus efficacement les effets d'un choc localisé dans un pays) et d'un renforcement des mécanismes de mutualisation des risques et de solidarité envisagés dans l'union bancaire (système commun d'assurance des dépôts, fonds de résolution bancaire), qui sont au moins partiellement privés¹³. Si l'idée d'un renforcement du partage des risques au sein de la zone fait l'objet d'un consensus, la façon d'y parvenir l'est moins. Des avancées dans toutes ces directions sont vraisemblablement nécessaires (mécanismes de partage accru des risques publics et privés, intégration budgétaire et financière). Mais, dans la mesure où elles sont partiellement substituables, les logiques s'affrontent parfois dans l'agenda, les acteurs les plus réticents à l'intégration budgétaire faisant volontiers valoir qu'une plus grande intégration des marchés de capitaux peut atteindre des objectifs similaires, sans transferts de souveraineté ni mobilisation de l'argent public.

Faut-il fournir un « actif sûr » européen au système financier ?

Deuxième élément, la volonté d'affaiblir encore davantage les liens entre risques souverain et bancaire, en poussant les institutions financières à diversifier leurs investissements dans les obligations souveraines. Pour affaiblir ou supprimer le fameux « biais domestique » qui pousse les banques à détenir un important portefeuille de titres publics de l'État où elles exercent, deux solutions sont envisagées : une

¹⁰ Voir Deutsche Bundesbank(2016)

¹¹ Voir par exemple Sapir A., Schoenmaker D. (2017)

¹² Voir Commission européenne (2017c)

¹³ Voir également *Un budget pour la zone euro est-il incontournable ?* Laurent Quignon, Revue Banque n°813, novembre 2017



modification du traitement réglementaire des obligations souveraines dans ces portefeuilles (qui actuellement ne pénalise pas la détention de ces titres, et donc le *home bias*, en fonction du risque) ou, comme nous l'avons dit plus haut, la création de titres adossés à des obligations souveraines. Globalement, il s'agit d'envisager la création d'un *European Safe Bond* (ESBie), qui serait le titre senior issu de la titrisation d'un portefeuille d'obligations souveraines de la zone euro¹⁴. Pour les défenseurs les plus convaincus de la nécessité de renforcer la discipline budgétaire européenne, et désireux de mettre sur pied un cadre crédible pour la restructuration des dettes publiques, faire avancer ce chantier (des portefeuilles souverains des banques) est une absolue nécessité, dans la mesure où le biais domestique, s'il perdure quand le risque attaché à la dette domestique augmente, est un obstacle à une telle restructuration. Pour les promoteurs d'une intégration budgétaire plus poussée, qui ne peut s'envisager qu'à long terme, la création des ESBies pourrait servir de poisson pilote. Par rapport aux Eurobonds envisagés en 2011, ces titres n'entraîneraient aucune mutualisation de dettes entre les pays membres, mais pourraient être émis par un véhicule public ou privé.

Conclusion

Beaucoup de conditions sont réunies pour faire de 2018 une année de relance des chantiers européens. Les ambitions de certains grands leaders sont là, l'environnement économique porteur les autorise à porter leur regard un peu plus loin que de coutume, et le travail de réflexion a été mené en profondeur depuis de longues années dans les cercles académiques et institutionnels. En présentant leurs propositions, Jean-Claude Juncker et Emmanuel Macron n'ont pas caché que le caractère existentiel de ce questionnement. A l'heure du Brexit, a-t-on construit l'UE pour que ses membres s'engagent en son sein dans une course au moins-disant fiscal et social ? Est-on bien sûr que la zone euro résisterait aujourd'hui à un second choc du type de celui de 2008-2009 ?

Plusieurs obstacles devront toutefois être levés au moment de mettre en œuvre le vaste programme que nous venons de décrire. D'abord, la volonté commune d'avancer ne signifie pas que tout le monde soit d'accord. Avec ses propositions, la Commission européenne lutte, dès que cela est possible, contre l'Europe à plusieurs vitesses et la prééminence des méthodes intergouvernementales sur le communautaire. Actant le manque de légitimité démocratique des institutions européennes et l'impossibilité de progresser dans les transferts de souveraineté, certains États mettent l'accent sur la responsabilité de chaque État membre et la nécessité d'organiser

prioritairement le cadre incitatif qu'est l'Europe pour des comportements les plus coordonnés possible. D'autres souhaitent aller plus loin dans la mise en commun des intérêts nationaux, quitte à avancer en groupe restreint. L'Europe a certes l'habitude d'avancer sur des propositions qui préservent « l'ambiguïté constructive » mais, de plus en plus, un choix doit être fait. Ensuite, le temps presse avant la prochaine législature européenne (et, peut-être, avant le prochain ralentissement économique). Malgré cela, plusieurs des principaux États européens vont devoir se concentrer au cours des prochains mois sur des problématiques nationales (négociations de coalition en Allemagne, statut de l'autonomie catalane en Espagne, élections législatives en Italie), renforçant les risques d'un rendez-vous manqué.

Achévé de rédiger le 5 janvier 2018
frederique.cerisier@bnpparibas.com

Références

Brunnermeier M.K., Langfield S., Pagano M., Reis R., Van Nieuwerburgh S. and D. Vayanos (2016), *ESBies: safety in tranches*, European Systemic Risk Board (ESRB), working paper n°21, September 2016

Cerisier F. (2014), *Union budgétaire ? Le champ des possibles* ; Conjoncture, avril 2014, BNP Paribas

Chopin T. (2017), *Europe : répondre au double déficit exécutif et démocratique* in *Renforcer la cohésion interne de l'UE(M) : Une stratégie d'ensemble*, Question d'Europe n°447, octobre 2017, Fondation Robert Schuman

Commission européenne (2017a), *Discours sur l'État de L'union 2017 du Président Juncker, Propositions pour l'avenir de l'Europe pouvant être mises en œuvre en vertu du traité de Lisbonne*, CE, septembre 2017

Commission européenne (2017b), *White Paper on the Future of Europe, Reflections and scenarios for the EU27 by 2025*, European Commission, March 2017

Commission européenne (2017c), *Communication to the European Parliament, the council, the European Central Bank, the European economic and social committee and the committee of the regions on completing Banking Union*, Brussels 11.10.2017, COM(2017)592 final

Deutsche Bundesbank (2016), *Approaches to resolving sovereign debt crisis in the euro area*, Deutsche Bundesbank, Monthly report July 2016

Macron E. (2017), *Initiative pour l'Europe*, discours du président de la République à Paris La Sorbonne, 26 septembre 2017

Sapir A., Schoenmaker D. (2017), *Time is right for a European monetary Fund*, Policy Brief, issue 4, octobre 2017

¹⁴ Pour une description détaillée de ce mécanisme voir Brunnermeier & al. (2016). Un traitement réglementaire adapté de ces actifs devrait aussi être envisagé pour favoriser le développement de ce marché.



Les enjeux de l'Union des marchés de capitaux

Laurent Quignon

L'Union des marchés de capitaux (CMU) vise à tirer la quintessence des différents canaux de financement, en élargissant les opportunités d'épargne et la disponibilité de financements à long terme, et à améliorer l'intégration financière dans l'Union européenne. Dans ce dessein, la Commission européenne a établi une liste, fournie mais cohérente, d'actions dont certaines ont déjà été menées. Si la mise en place d'un cadre législatif plus propice est indispensable, l'Union des marchés de capitaux est un processus au long cours, dont le succès dépendra surtout des comportements des agents économiques.

La libéralisation des flux financiers dans l'Union européenne depuis son origine puis, en 1999, la création de l'Union économique et monétaire ont favorisé une meilleure intégration des marchés obligataires et des marchés d'actions. En revanche, le financement prépondérant - les prêts bancaires - demeure fragmenté entre les pays membres. Face au constat selon lequel l'intégration financière peine désormais à se renforcer, la Commission européenne a présenté en 2015 un plan d'action « pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux », qui devrait être achevée d'ici 2019. Cette initiative ambitieuse vise à dessiner un cadre légal et institutionnel plus favorable au développement des marchés de capitaux dans l'ensemble de l'Union européenne. Le développement de sources alternatives de financement ne remet pas en cause les concours bancaires, qui répondent aux caractéristiques de l'économie européenne et demeureront la forme de financement prédominante.

L'Union des marchés de capitaux : des mesures qui se renforcent mutuellement

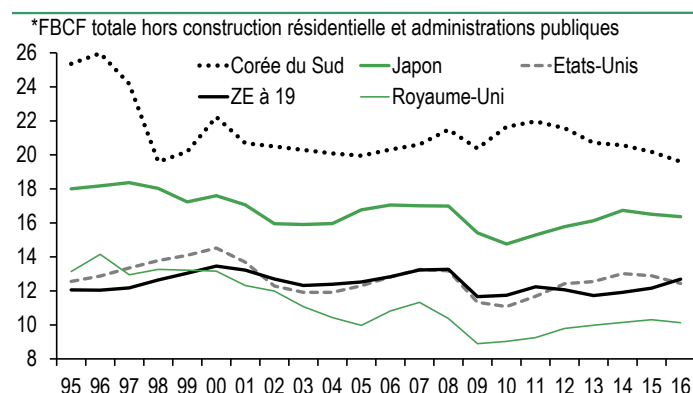
La Commission européenne appelait déjà de ses vœux, dans le livre vert relatif au financement à long terme de l'économie européenne, « l'efficacité et l'efficience de l'offre des marchés financiers en instruments de financement à long terme ». Elle détaillait ses ambitions dans un autre livre vert intitulé « Construire une Union des Marchés de Capitaux » publié en février 2015, soumis à consultation pour une durée de trois mois.

A l'instar du plan d'investissement Juncker de 315 milliards d'euros annoncé en octobre 2014, cette initiative s'inscrit dans le contexte plus large des actions engagées par l'exécutif européen afin de promouvoir la croissance, l'emploi et la compétitivité de l'Union européenne. Les trente-trois actions envisagées, dont certaines ont déjà emprunté ou emprunteront la voie législative du fait du domaine qu'elles couvrent, ainsi que leur calendrier furent présentés dans le plan d'action « pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux » publié en septembre 2015. Neuf actions prioritaires annoncées en juin 2017 sont venues les compléter.

Une meilleure circulation des capitaux en faveur d'une allocation plus efficace de l'épargne

Les objectifs de l'Union des marchés de capitaux sont définis dans le plan d'action publié par la Commission européenne le 30 septembre 2015¹. L'objectif ultime est de « renforcer l'économie européenne et de stimuler l'investissement pour créer des emplois ».

Investissement productif* en % du PIB



Graphique 1 Sources : Commission européenne (Ameco), Banque de Corée, BNPP

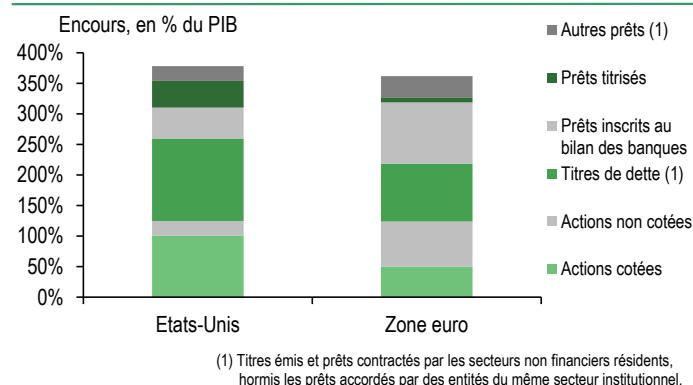
Le ratio européen de l'investissement productif au PIB n'est, à travers le cycle, pas très différent de celui qui prévaut aux États-Unis (cf. graphique 1). Simplement, il présente une plus forte inertie : l'investissement productif résiste davantage lorsque l'activité décélère ou se retourne mais il se montre, en revanche, moins prompt à redémarrer en phase de reprise, limitant l'intensité de cette dernière. Les évolutions observées depuis 2010 ne font pas exception : le ratio s'est redressé continûment aux États-Unis entre 2011 et 2014 alors qu'il a enregistré des évolutions plus hésitantes dans la zone euro.

Après avoir rappelé que la libre circulation des capitaux constitue l'un des principes fondamentaux de l'Europe (articles 63 à 66 du traité FUE), la Commission européenne déplore la fragmentation persistante des marchés européens. Elle souligne également leur développement

¹ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, un Plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux.

insuffisant, en prenant pour référence l'économie américaine. Ainsi, « *alors que l'économie européenne est aussi grande que l'économie américaine, les marchés d'actions de l'Europe sont plus de deux fois plus petits que ceux des Etats-Unis et les marchés obligataires, plus de trois fois plus petits.* » Pour autant, la différence entre l'Europe et les Etats-Unis a davantage trait à la structure des financements qu'à leur volume global (graphique 2), le système bancaire européen demeurant plus de deux fois plus développé². Au demeurant, les encours d'actions émises par les sociétés non financières (valorisées) ne sont pas moins consistants en Europe qu'aux Etats-Unis (en proportion de la richesse nationale) mais le segment coté y est beaucoup plus restreint.

Tailles et structures de financements comparées entre la zone euro et les Etats-Unis



Graphique 2 Sources : BCE, Réserve fédérale, calculs BNP Paribas

La Commission européenne s'est fixé cinq objectifs « principaux » :

1. Compléter le financement bancaire « dont la tradition est fortement ancrée en Europe »,
2. Attirer davantage d'investissements européens et étrangers,
3. Drainer plus efficacement l'épargne vers les projets des pays dans lesquels les marchés sont peu développés,
4. Améliorer la stabilité du système financier d'approfondir l'intégration financière et
5. Intensifier la concurrence entre les sources de financement afin de favoriser, notamment « *une baisse des coûts et une amélioration de la compétitivité européenne* ».

De manière symétrique, le troisième objectif élargirait également les opportunités d'investissement pour les investisseurs des pays aux marchés plus développés. L'un des enjeux de l'Union des marchés de capitaux résidera, à notre sens, dans la conciliation de certains de ses objectifs. Ainsi, la CMU sera à la fois un facteur de réduction et de partage des risques qu'elle encourage, et un facteur potentiel d'augmentation des risques, *via* le développement d'intermédiaires financiers susceptibles de présenter certaines caractéristiques communes avec celles du système bancaire, sans pour autant être

² A la fin de 2016, le total des actifs bancaires consolidés s'élevait à EUR 42 250 mds dans les pays de l'UE, et à USD 19 818 mds (soit EUR 18 830 mds) aux Etats-Unis (Sources : ECB consolidated banking data, Federal Reserve of New-York). Les différences entre les normes comptables européennes et américaines, qui contribuent à réduire le total de bilan publié d'environ 23% pour les huit G-SIB américaines (soit USD 3156 mds de dollars à la fin de 2016) selon les calculs du FDIC, n'expliquent qu'une proportion limitée de l'écart total de taille (EUR/USD = 1,05245 au 31 décembre 2016).

soumis aux mêmes exigences prudentielles (*shadow banking*). De même, peut-on voir un conflit entre l'objectif d'améliorer la stabilité du système financier et celui d'intensifier la concurrence dans un contexte de marges d'intérêts mises à mal par des taux d'intérêt durablement bas, une rentabilité financière des banques suffisante constituant un facteur établi de stabilité financière.

Quarante-deux actions complémentaires

Dans le cadre du plan d'action de septembre 2015, la Commission présentait un calendrier (étalé du troisième trimestre 2015 à 2017) de trente-trois mesures concrètes, répondant à dix-neuf objectifs, et réparties entre six grandes thématiques. Conformément à ses engagements, la Commission européenne a ensuite annoncé en juin 2017, dans une communication « *sur l'examen à mi-parcours du plan d'action* », avoir conduit plus de la moitié (20/33) des actions prévues dans le calendrier initial et s'assignait neuf nouvelles actions à mener.

Les trente-trois mesures initiales du plan d'action de 2015

La première catégorie de mesures est constituée selon leur objet (fonds propres d'entreprises et innovation, infrastructures durables), en vertu du critère dominant retenu dans le contenu de la mesure (tableau 1 page 23).

Parmi elles, plusieurs actions tendent à créer des conditions plus favorables à l'investisseur, qu'elles soient fiscales (en faveur du capital-risque) ou réglementaires (revue des calibrages du règlement *Capital Requirement Regulation* [CRR] et de solvabilité II pour les investissements effectués par les banques et les assureurs dans les infrastructures). D'autres mesures visent à faciliter l'expression de la demande de capitaux par les entreprises (contraintes allégées avec la directive prospectus, retour d'information de la part des banques afin de permettre aux entreprises de remédier aux sources de blocage).

La deuxième catégorie de mesures a pour objectif d'« *assurer la cohérence du règlement uniforme de l'UE pour les services financiers* ».

La troisième catégorie associe différentes mesures visant à développer l'épargne institutionnelle et de détail. Certaines présentent un caractère général, à l'instar du livret vert sur les services financiers et de détail, d'autres s'attachent à la typologie d'investisseurs (assureurs avec le « *traitement réservé par solvabilité II* » aux placements privés et de dette, « *investisseurs de détail* » avec « *l'évaluation des marchés de produits d'investissement de détail* »).

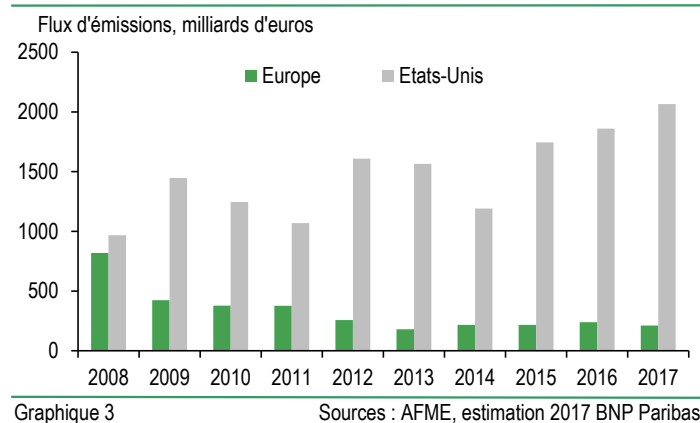
La quatrième catégorie vise à « *exploiter la capacité des banques à soutenir l'ensemble de l'économie* » en instaurant un cadre plus favorable au marché de la titrisation, qui peine à trouver un second souffle en Europe (graphique 3). Même si la titrisation est, sous l'angle de l'analyse économique, plus proche d'un financement de marché que d'un financement bancaire (puisque la cession, par une banque à un tiers non bancaire, d'un portefeuille de prêts bancaires « démonétise » ce dernier³), son rattachement à cette catégorie se justifie par l'objectif

³ Les prêts inscrits dans les bilans bancaires constituent la principale contrepartie de la masse monétaire. La cession, par une banque, d'un portefeuille de prêts à une entité résidente non bancaire a pour conséquence la destruction de dépôts, et donc de monnaie, pour un montant correspondant à celui du portefeuille acheté (contrairement à une



de libérer des fonds propres réglementaires afin d'autoriser leur réallocation vers de nouveaux emplois. A cet égard, la Commission devra veiller à ce que l'allègement de certaines exigences prudentielles en faveur de catégories spécifiques d'établissements n'engendre pas de distorsions de concurrence. Enfin, la cinquième et dernière catégorie de mesures regroupe des dispositions visant à promouvoir l'investissement transfrontière. Ces dernières recouvrent, par exemple, la convergence des procédures d'insolvabilité des entreprises, l'élimination des obstacles fiscaux et le renforcement des pouvoirs des autorités de marché en vue de garantir la stabilité financière.

La titrisation européenne peine à démarrer



Plus de la moitié des mesures déjà engagées selon la Commission européenne

Lors d'un point d'étape organisé en juin 2017, la Commission se félicitait d'avoir progressé sur plus de la moitié des mesures prévues dans le plan d'action initial de 2015. Ainsi, les législateurs européens avaient assoupli les règles sur les prospectus pour faciliter les levées de fonds, trouvé un accord sur la titrisation et présenté un allègement des charges pour les investissements dans les projets d'infrastructures. La Commission a également présenté une proposition visant à étendre ce dernier type de disposition aux investissements dans les entreprises d'infrastructures.

Parmi les mesures pour lesquelles des travaux préparatoires avaient été annoncés dans le cadre du plan d'action, plusieurs règlements ont été adoptés notamment sur un produit paneuropéen d'épargne retraite individuelle et sur la modernisation de la directive sur les prospectus en juin 2017, sur le « renforcement de l'efficacité et de l'efficacité du Comité Européen du Risque Systémique (CERS) » en septembre 2017, en faveur du capital-risque et des entreprises sociales en octobre 2017. En outre, l'acte délégué solvabilité II a été amendé en avril 2016 et juin 2017. D'autres propositions législatives, prévoyant « les règles en matière de conflits de lois concernant l'opposabilité des transactions sur titres et créances » et « un cadre de l'Union européenne pour les obligations garanties » devraient être présentées prochainement par la Commission.

cession d'actifs entre résidents non bancaires, qui entraîne un simple transfert de monnaie de l'acheteur vers le vendeur et n'affecte pas les dépôts à l'échelle du système).

Par ailleurs, la Commission européenne poursuit les travaux préparatoires déjà initiés pour d'autres mesures, également prévues dans le plan d'action initial : recommandation relative aux placements privés (inspirée des meilleures pratiques nationales), consultation sur la suppression des obstacles aux infrastructures post-marché⁴ dits « barrières Giovannini⁵ » (sur la base des recommandations du groupe d'experts *European Post Trade Forum (EPTF)*) entre août et novembre 2017, publications du rapport du groupe d'experts pour améliorer la liquidité des marchés des obligations d'entreprises en novembre 2017, des nouvelles lignes directrices en matière fiscale pour faciliter les activités des investisseurs transfrontières, visant notamment à simplifier les procédures de retenue à la source, en décembre 2017. La modification du règlement délégué complétant la directive Solvabilité II est envisagée au cours de l'année 2018.

Les neuf nouvelles actions prioritaires annoncées en 2017

A l'occasion du point d'étape de juin 2017, la Commission a également dévoilé neuf « actions prioritaires » non prévues dans le cadre du plan d'action initial (tableau 2, page 26). Six d'entre elles embrassent quatre objectifs présents dans le plan d'action (surveillance macroprudentielle des marchés, promotion des investissements durables, facilitation de l'accès des PME aux marchés d'actions, développement de l'investissement transfrontière). Parmi celles-ci, quatre sont réparties entre l'objectif de faciliter l'entrée en Bourse des PME et celui de développer l'investissement transfrontière, ce qui illustre l'importance accordée par la Commission européenne à ces derniers. Enfin, trois nouvelles actions prioritaires répondent à trois objectifs nouveaux : l'exploitation du potentiel de la technologie financière (FinTech), le soutien du développement local d'écosystèmes de marchés de capitaux et le transfert de « prêts non performants » des bilans bancaires vers les marchés de capitaux, ce dernier objectif pouvant être alternativement considéré comme une déclinaison de l'objectif initial de « développer les marchés de la titrisation ».

Perspectives limitées d'un renforcement spontané de l'intégration financière

La structure de détention, selon le pays de résidence (tous secteurs institutionnels confondus) des instruments de financement à long terme (prêts, titres de dette à long terme, actions cotées et non cotées), émis par les résidents dans les principaux pays de la zone euro, met en évidence la forte propension des investisseurs à détenir des instruments émis par des résidents de leur pays d'origine. Cette fragmentation nationale, plus ou moins prononcée selon l'instrument considéré, s'oppose à une allocation efficace de l'épargne dans l'ensemble de l'Union. Les pays les plus ouverts en termes de flux

⁴ Le post-marché désigne la vie d'un titre à l'issue de sa cession : il passe par une contrepartie centrale et nécessite l'intervention d'un dépositaire central. Les acteurs du post-marché sont les chambres de compensation, les dépositaires centraux, les conservateurs de titres.

⁵ Du nom du président du groupe d'experts mis en place en 2001 et en 2003 par la Commission européenne, chargé d'identifier les barrières juridiques et opérationnelles à l'intégration post-marché en Europe.

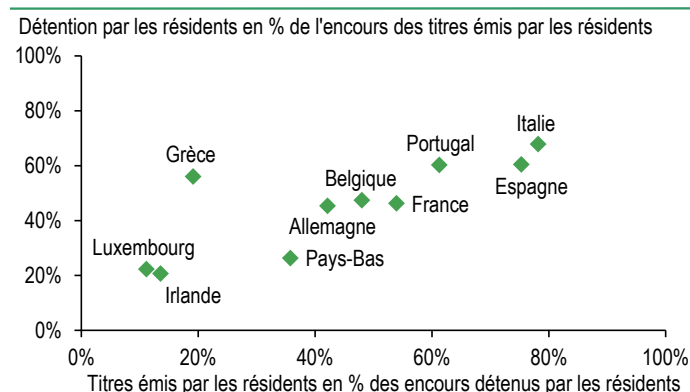


financiers (Irlande, Pays-Bas, Luxembourg), qu'ils accueillent davantage d'investissements étrangers ou qu'ils « exportent » davantage de capitaux, doivent cette caractéristique à leur régime fiscal attractif, qui encourage l'implantation juridique d'un grand nombre d'intermédiaires financiers sur leur territoire. Hormis ces cas particuliers, les titres de dette à long terme (graphique 4a) et les actions cotées (graphique 4c) sont les instruments pour lesquels la détention directe

par résidents est la plus basse (et donc, celle par les non-résidents, la plus élevée), dans des proportions comprises entre 40% et 70% et entre 30% et 60% respectivement. A l'inverse, le tropisme national est beaucoup plus prononcé pour les prêts à long terme (bancaires et non bancaires, cf. graphique 4b) et pour les actions non cotées (graphique 4d), dont les détentions par les résidents varient entre 60% et 100% et entre 60% et 90%, respectivement.

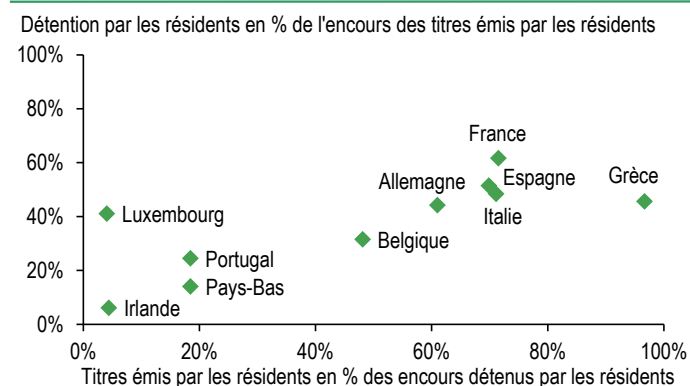
La persistance d'un important biais domestique

Titres de dettes à long terme



Graphique 4a

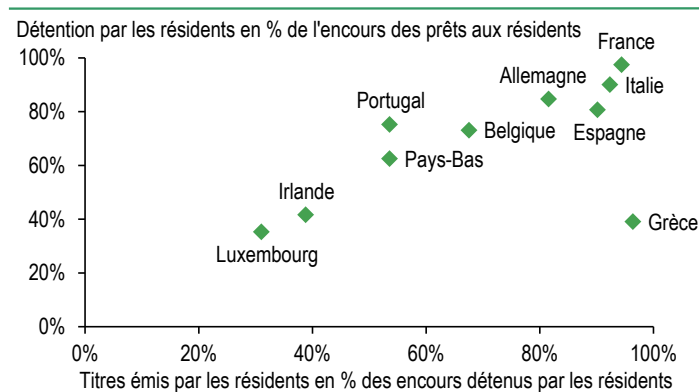
Actions cotées



Graphique 4c

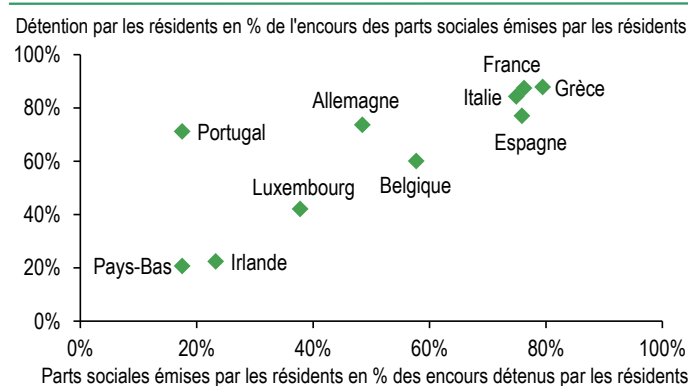
Surtout, après avoir été malmenée par la crise de 2007-2008, l'intégration financière s'est de nouveau améliorée, en tendance, depuis le début de 2013 mais elle demeure très éloignée du niveau qu'elle avait atteint en 2006. La BCE soulignait les évolutions mitigées de l'intégration des marchés de capitaux en 2016 dans son dernier rapport intitulé « L'intégration financière en Europe », paru en mai 2017. Les indicateurs demeuraient stables pour l'intégration du marché monétaire, et connaissaient des évolutions contrastées pour les marchés bancaires, obligataires et des actions. Ainsi, les prêts bancaires aux entreprises établies dans d'autres pays membres, quoiqu'en légère progression, ne dépassaient pas 9% de l'encours total

Prêts à long terme



Graphique 4b

Actions non cotées



Graphique 4d

Sources : BCE, calculs BNP Paribas

des prêts aux entreprises. Pour autant, la convergence des taux des prêts bancaires aux entreprises a progressé. La lecture de l'indicateur est cependant brouillée par l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*), et ne permet pas de conclure à une meilleure intégration. Par ailleurs, la répercussion variable selon les pays des taux négatifs sur les dépôts a contribué à élargir les taux de rémunération des dépôts d'entreprises. Sur le marché obligataire, la dispersion des rendements a connu des évolutions contrastées : elle s'est élargie sur les segments des dettes souveraines et bancaires (en demeurant bien en deçà du pic de 2011-2012) et s'est réduite sur celui des obligations d'entreprises. Enfin, le degré d'intégration des marchés d'actions qui avait reculé lors



de la crise financière et n'avait pas connu d'amélioration jusqu'en 2015, s'est renforcé en 2016, ainsi qu'en atteste la convergence des écarts-types de rendements entre pays membres, d'une part, et entre secteurs d'activité, d'autre part⁶.

Des taux d'intermédiation très variables au sein de l'Union européenne

Le caractère relativement fragmenté des prêts bancaires et des actions non cotées justifie la démarche en faveur d'un rééquilibrage du financement de l'économie européenne vers des formes de financement plus intégrées comme les instruments de marché. Le rôle relatif joué par ces derniers dans les principaux pays de l'Union apparaît très hétérogène, ainsi qu'en témoignent les taux d'intermédiation de la dette des sociétés non financières (cf. graphique 5). La France est caractérisée par le taux d'intermédiation bancaire le plus faible (60%), la Grèce et Chypre par les plus élevés (proches de 100%), l'Italie et l'Allemagne se placent dans une situation intermédiaire (autour de 85%). Au demeurant, une relation négative de PIB par tête peut être mise en évidence (graphique 5b). Ce constat est cohérent avec les théories selon lesquelles le rôle des marchés de titres tendrait à s'accroître et celui des financements bancaires, à s'amoinrir - en termes relatifs - avec le développement économique. La théorie de la structure financière élaborée par Allen et Gale (2000) explique la déformation de la structure des besoins en services financiers, en faveur des marchés, par les natures différentes des services des banques, d'une part, et de ceux des marchés, d'autre part, mais aussi par la croissance des besoins de l'économie en faveur de ces derniers compte tenu du développement économique. Si certains travaux empiriques viennent plutôt à l'appui de cette thèse (Demirguc-Kunt, Feyen et Levine (2013)), la forte dispersion des points autour de la droite de tendance est néanmoins révélatrice des origines multifactorielles de la structure de financement entre marchés de la dette et banques.

La préférence des ménages pour la liquidité, la structure du tissu productif (notamment l'importance relative des grandes entreprises ayant accès aux marchés de la dette ou des actions) et l'existence, ou non, d'un cadre institutionnel de retraite par capitalisation ou le développement de la titrisation (souvent encouragée par des garanties publiques explicites ou implicites comme l'illustre le graphique 9 aux Etats-Unis)⁷ sont, parmi d'autres facteurs, de nature à expliquer les écarts de taux d'intermédiation entre pays.

⁶ Cette mesure de l'intégration des marchés d'actions fut proposée pour la première fois par Adjout et Danthine (2003). Lorsque les marchés d'actions nationaux sont très fragmentés, les investisseurs décident, dans un premier temps, de l'allocation géographique de leur portefeuille puis, dans un second temps, de son allocation sectorielle. L'écart-type des rendements entre pays (qui traduit la fragmentation entre pays et les différences des structures sectorielles d'activités nationales) est supérieur à l'écart-type des rendements inter-sectoriels. A contrario, l'intégration internationale tend à faire disparaître les écarts de rendements entre pays, à l'exception de ceux justifiés par les seuls écarts inter-sectoriels, entraînant la convergence des deux écart-types.

⁷ Pour une présentation approfondie des facteurs à l'origine de la désintermédiation aux Etats-Unis, voir Choulet et Shulyatyeva (2016), *Aux origines de la désintermédiation aux Etats-Unis*.

Financements: marché *versus* banque

L'Union des marchés de capitaux est encore souvent trop entendue comme l'union des seuls marchés financiers. Or, elle recouvre aussi bien les financements de marché que bancaires, voire d'autres alternatifs à ces deux catégories. En effet, la Commission européenne considère à juste titre les financements non bancaires comme complémentaires aux financements bancaires. Dans une même communication du 8 juin 2017, elle écrit « *les banques et les marchés de capitaux sont des composantes vitales du système financier, non en concurrence mais complémentaires* » (page 4), ou encore « *Pour que le financement de marché soit une alternative viable et durable aux prêts bancaires, l'union des marchés des capitaux doit mettre en place les circuits financiers, les conventions de marché et l'infrastructure technique et juridique nécessaires* » (page 19, dans l'exposé des motifs de la nouvelle action prioritaire n°9 visant à « *favoriser le développement local et régional des marchés de capitaux* »).

Substituables ou complémentaires ?

Les chiffres tendent à donner de la consistance à cette interprétation pour les pays de la zone euro. Tout d'abord, une baisse du taux d'intermédiation bancaire de la dette des sociétés non financières (d'un pays à l'autre) s'accompagne, en moyenne, d'une hausse de cette dernière, exprimée en pourcentage du PIB (graphique 5a). Si la relation négative entre le niveau de la dette de marché des entreprises et le taux d'intermédiation peut être mise en évidence (graphique 5c), il n'existe pas, en revanche, de relation statistique significative entre la dette bancaire des entreprises et le taux d'intermédiation bancaire de leur dette (graphique 5d). Ainsi, les relations empiriques illustrent le fait qu'une diminution du taux d'intermédiation signifie une hausse de l'endettement de marché plutôt qu'une baisse de l'encours des prêts bancaires et donc, également, une hausse de l'endettement global.

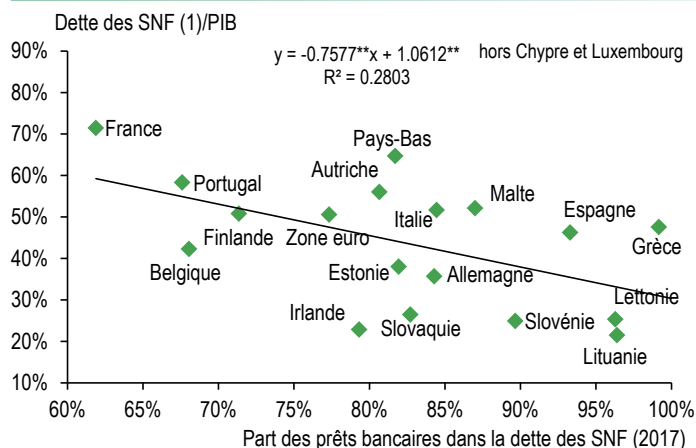
Structure de financement et activité économique

La littérature économique s'intéresse de longue date à la relation entre le développement financier, appréhendé dans sa globalité, et la croissance économique (Goldsmith (1969), Levine (2005)). Ce n'est qu'au cours des années 1990 que de nombreux articles empiriques (King et Levine (1993), Rajan et Zingales (1998), Beck et al. (2000)) ont été consacrés à l'étude du sens de la causalité, mettant en évidence un effet positif, jusqu'à un seuil relativement élevé, du développement financier sur l'activité économique.

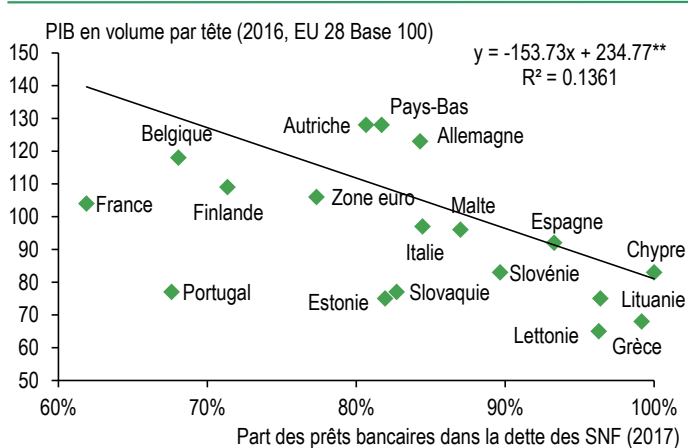
La distinction entre financements de marché et financements bancaires dans la littérature est plus récente et a connu un renouveau au lendemain de la crise financière. Les travaux antérieurs à la crise financière (Allen et Gale (2000), Levine (2002)) ne suggéraient pas d'effets différenciés entre finance directe et intermédiée sur la croissance. Ainsi, Levine (2005) considérait qu'il n'y avait pas lieu de privilégier un modèle de financement plutôt qu'un autre sous ce seul aspect. Des travaux plus récents (Pagano et al (2014), Courmède et Denk (2015)), dont les conclusions demeurent fragiles, suggèrent que les systèmes financiers plus intermédiés seraient associés à une croissance moins dynamique. Enfin, les travaux de Allen et al. (2016) suggèrent que le système financier ferait surtout écho aux besoins de l'économie réelle.



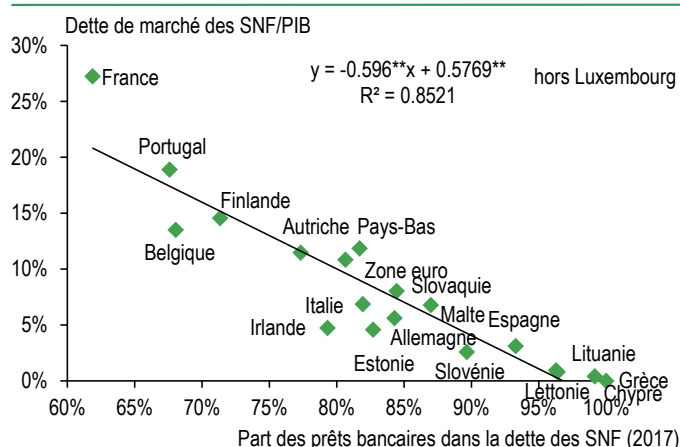
Intermédiation bancaire, endettement des SNF et développement économique



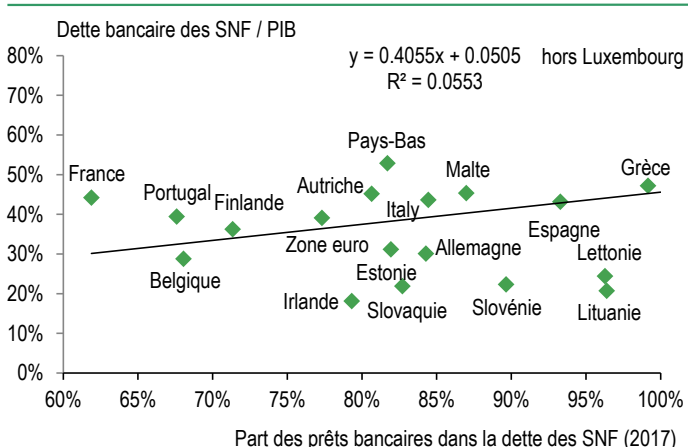
Graphique 5a



Graphique 5b



Graphique 5c



Graphique 5d

Sources : BCE, Eurostat, calculs BNP Paribas

*Variable significative au seuil de 10%

** Variable significative au seuil de 5%

(1) Titres de dette + prêts bancaires

Les économies caractérisées par une part des services relativement élevée seraient davantage financées par les marchés, tandis que les économies reposant sur l'industrie s'accorderaient davantage avec les financements bancaires.

La stabilité comparée des flux de financements (bancaires ou de marché), dans le contexte d'un choc conjoncturel ou de tensions sur la liquidité, constitue un second terrain d'analyse. Le cycle du crédit est souvent considéré comme un déterminant fondamental du cycle économique (Eichengreen and Mitchener (2004)). Empiriquement, le cycle du crédit est largement déterminé par les évolutions du crédit bancaire : celui-ci présente de plus fortes variations d'encours (flux nets) que les financements par titres de dette (cf. graphique 6). Après les premiers accords de Bâle (1998), la littérature relative au *credit crunch* a expliqué le caractère procyclique de l'offre de crédit par l'influence des ratios de solvabilité des banques sur leur comportement d'octroi de prêts. Ainsi, selon la théorie du capital bancaire (Bernanke and Lown(1991) et Kashyap and Stein (1994)), le canal du crédit

devient moins efficace lorsqu'une proportion significative de banques voit ses ratios de solvabilité se rapprocher, voire même passer sous le seuil réglementaire. Or, les ratios de solvabilité bancaires tendent à baisser lors d'une dégradation conjoncturelle et, inversement, à se redresser lorsque la conjoncture revient à meilleure fortune. Les moins-values latentes et réalisées, plus importantes en base de cycle, renforcent encore cet effet (Adrian and Shin (2010)).

Outre la théorie du canal bancaire, l'un des principaux facteurs susceptibles d'expliquer la plus forte volatilité des flux de crédits bancaires est la qualité relative des portefeuilles de prêts bancaires aux entreprises comparés à celle des obligations d'entreprises. Les premiers concernent surtout des entreprises de taille petite ou moyenne dont les débouchés commerciaux sont moins diversifiés, par essence plus risqués que les émetteurs de dette obligataire. De manière assez contre-intuitive, dans une étude sur données américaines et allemandes (2003-2015), Grimme (2017) montre empiriquement que le coût des financements bancaires tend à décroître en période d'incertitude, au



contraire des financements obligataires. Plusieurs pistes d'interprétation sont avancées par l'auteur. D'abord, l'acquisition coûteuse d'information privée par les banques leur permettrait de réduire leur propre incertitude au regard de celle des marchés. Elles privilégieraient ainsi les dossiers de meilleure qualité et se prémuniraient de la sélection adverse⁸ en s'abstenant de relever leurs conditions. L'auteur ne souligne pas, en revanche, le rôle de la politique monétaire et celui des banques dans la transmission de cette dernière. Or, les taux des prêts bancaires retenus présentant une période de fixation initiale inférieure à un an, ils sont influencés par la baisse des taux directeurs et l'assouplissement des conditions monétaires. Au demeurant, l'histoire récente tend à montrer que la plus forte volatilité du crédit bancaire au regard des financements de marché, dans des circonstances économiques difficiles, n'est pas systématique. Le marché peut se contracter fortement lors d'une crise (exemple des marchés de taux en 2007-2008 et 2011, cf. graphique 6). Les deux types de financement peuvent se substituer, au moins partiellement, dans les périodes de volatilité. Au demeurant, une plus forte dépendance de l'économie aux financements de marché ne met pas à l'abri de la nécessité d'une intervention publique en cas de rupture de liquidité. Ainsi, aux Etats-Unis, lors de la crise financière, la Réserve fédérale est intervenue non seulement en faveur des banques commerciales traditionnelles mais aussi des marchés et des acteurs, des banques d'investissement (qui ont modifié leur statut afin d'avoir accès à la liquidité de la Fed) et du *shadow banking* (fonds monétaires, repos,...) augmentant considérablement son exposition au risque privé.

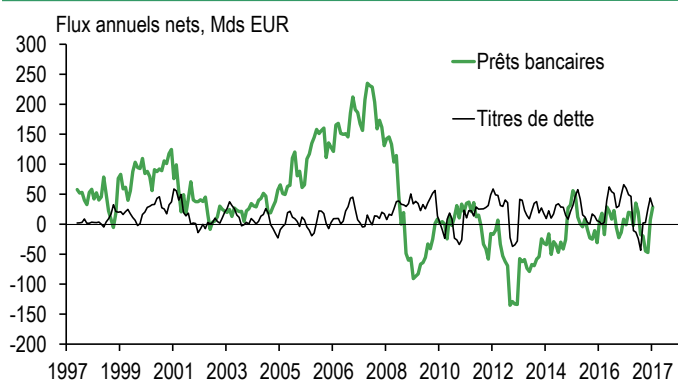
A travers le prisme des comptes nationaux : le rôle de la création monétaire

Au-delà des études empiriques relatives à la stabilité et à l'incidence comparée des financements bancaires et de marché sur l'activité économique, ces derniers présentent des différences importantes pouvant être mises en exergue à travers le prisme des comptes nationaux et celui de l'analyse monétaire.

En premier lieu, et à la différence des financements bancaires, les financements de marché n'impliquent pas la création de ressources monétaires⁹. Ils reposent sur un stock de monnaie existante qui circule au gré des nouvelles émissions. La monnaie ne disparaît pas, elle est simplement transférée du souscripteur vers l'émetteur des titres. Le crédit bancaire pour sa part entraîne le plus souvent une création monétaire sous forme de dépôts bancaires. Le stock de monnaie ne constitue donc pas une limite à la création de nouveaux actifs (les nouveaux titres souscrits) et passifs (les mêmes titres émis) financiers non monétaires puisque l'apparition de ces derniers est autorisée par une simple circulation monétaire. Une moindre quantité de monnaie peut être, le cas échéant, compensée par une hausse de sa vitesse de circulation pour la création d'actifs et passifs financiers (les titres étant émis en contrepartie d'un transfert de dépôts du souscripteur vers l'émetteur). Dans ce contexte, l'épargne au sens de la comptabilité nationale (en flux) ne constitue pas une limite au financement. A elle

seule, une émission de titres (un financement) entre un secteur souscripteur et un secteur émetteur n'est nullement retracée par les comptes de secteurs (opérations non financières sur les produits et de répartition) et ne modifie donc pas, *per se*, leurs soldes respectifs (capacités et/ou besoins de financement (en flux)). Elle n'affecte pas davantage la richesse nette des deux secteurs considérés. En effet, le secteur souscripteur substitue, à son actif, des titres à de la monnaie. Le secteur émetteur, quant à lui, augmente ainsi son passif du montant des titres émis et accroît son actif du même montant, *i.e.* de la monnaie transférée en contrepartie. De même, le décaissement d'un prêt bancaire (ou, de manière équivalente, une souscription de titres par une banque) n'est pas davantage capturé par les comptes de secteurs. Ni le flux d'épargne nette du secteur bancaire ni celui du secteur emprunteur ne sont affectés par l'opération, puisque les actifs et les passifs augmentent d'un montant identique.

Recours aux prêts bancaires et à la dette négociable par les sociétés non financières dans la zone euro



Graphique 6

Sources : BCE, calculs BNP Paribas

Dans un deuxième temps, c'est la réalisation proprement dite de l'opération économique financée (investissement), et non son financement, qui entraîne le creusement du besoin de financement du secteur emprunteur, puis, au gré de la répartition *ex post* du revenu de l'opération entre les différents secteurs, une augmentation de l'épargne (ni uniquement, ni nécessairement celle du secteur à l'origine du financement) d'un montant identique (en valeur absolue) au creusement du besoin de financement du secteur emprunteur (nécessairement égal, toute chose égale par ailleurs, au montant de l'investissement).

La confusion fréquente entre épargne et financement vient de ce que l'épargne au sens de la comptabilité nationale est une épargne nette. Cette fraction non consommée du revenu est égale à la variation des actifs financiers diminuée de celle des passifs financiers (les effets de valorisation étant ignorés pour la démonstration). Pour chaque secteur institutionnel, cette épargne nette (en valeur nominale) s'est constituée au cours du temps par accumulation de besoins et/ou de capacités de financement. Elle ne dit rien des stocks d'actifs et de passifs financiers bruts qui ne résultent pas seulement de ce processus d'accumulation. Cela signifie que la capacité de financement d'un secteur institutionnel reflète sa capacité nette et non sa capacité brute. Or, sous l'angle de la création potentielle de revenu (PIB), c'est bien le financement brut de

⁸ La sélection adverse désigne la situation dans laquelle le prêteur, confronté à un manque d'information sur l'emprunteur, relève son taux d'intérêt pour compenser le risque supplémentaire. Il écarte sans le vouloir les emprunteurs de bonne qualité et retient les dossiers les plus risqués.

⁹ Sauf dans l'hypothèse où les titres sont acquis ou souscrits par les banques.



l'opération qui conditionne sa concrétisation¹⁰. Ainsi les ménages américains, en dépit d'un taux d'épargne beaucoup plus faible que celui de leurs homologues européens, présentent des ratios d'actifs financiers aux revenus sensiblement plus élevés, reflétant une capacité de financement brute supérieure. Cette dernière procède d'un endettement financier plus important. Les ménages américains recourent plus volontiers à l'emprunt pour financer des dépenses de consommation et, dans le même temps, consacrent une plus forte proportion de leur stock d'épargne financière brut à des titres à long terme (actions, notamment dans le cadre des plans d'épargne retraite facultatifs « 401 K » et des comptes individuels d'épargne-retraite (*Individual Retirement Accounts*) qui bénéficient d'incitations fiscales fortes, obligations).

Deux spécificités américaines

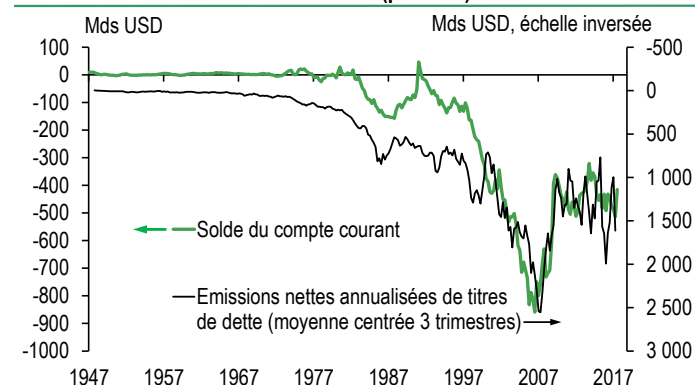
La *Excess savings view* présente l'accumulation concomitante de déficits du solde courant aux Etats-Unis et, selon un effet miroir, d'excédents courants dans d'autres économies (Chine, pays émergents d'Asie, pays exportateurs de pétrole) comme l'un des principaux facteurs à l'origine de l'expansion des marchés de capitaux aux Etats-Unis. Ses détracteurs reprochent principalement à cette approche la confusion qu'elle entretient entre flux (ou encours) bruts et nets. Ainsi, Borio (2011) ne condamne pas totalement la thèse mais démontre qu'à elle seule, la dégradation du solde du compte courant américain ne saurait être considérée comme suffisante pour l'étayer. Dans les faits, la dégradation du solde du compte courant des Etats-Unis à compter de la fin des années 1970 fut simultanée au développement du marché obligataire américain (cf. graphique 7), de même que sa contraction à partir de 2008 s'est accompagnée d'une réduction des émissions nettes de titres de dette (tous secteurs confondus). Les flux d'émissions nettes de titres de dette sont toutefois sensiblement plus élevés que le déficit du compte courant, ce qui témoigne d'un lien relativement lâche, du fait notamment des investissements de portefeuilles des résidents américains vers le reste du monde.

Pour autant, le sens de la causalité pourrait être discuté à l'envi. En effet, dès lors que les achats de titres par les non-résidents n'affectent pas, en eux-mêmes, les soldes des comptes courants (puisque les souscriptions ont pour contrepartie des transferts monétaires, ce sont de simples transactions financières), l'assertion selon laquelle seules les opérations économiques financées (et les importations induites) portant sur des biens et services creusent le solde du compte courant américain et gonfle ceux des pays exportateurs est juste. Toutefois, la mise en œuvre desdites opérations est subordonnée à leur financement préalable. Au demeurant, ce lien négatif apparent entre développement des marchés financiers et solde du compte courant observé aux Etats-Unis ne vaut pas, loin s'en faut, pour l'ensemble des pays.

Enfin, aux Etats-Unis, entre la fin des années 1970 et 2007 les émissions de titres de dettes ont émané, dans une mesure grandissante du secteur financier (graphique 8). Le secteur de la titrisation a joué un rôle prépondérant (graphique 9) en particulier du fait de l'existence de titrisations non seulement labellisées mais également

garanties ou émises directement par les agences. Sans juger par ailleurs du bien-fondé de cette dernière caractéristique, son absence dans l'initiative européenne de titrisation simple, transparente et standardisée (STS) risque de freiner le développement du marché de la titrisation dans l'Union européenne.

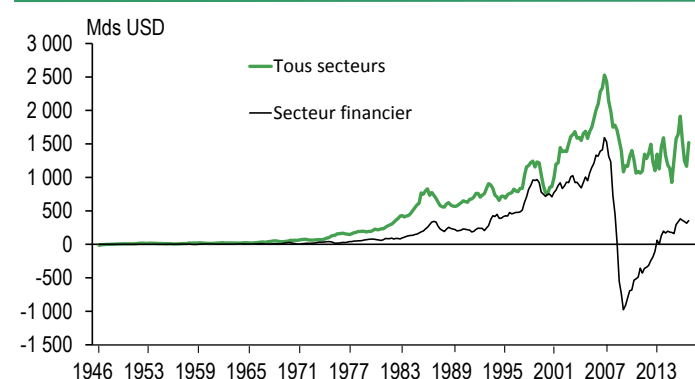
Solde du compte courant et émissions de titres de dettes aux Etats-Unis : débat sur la causalité (partielle)



Graphique 7

Sources : Fedérale Reserve of St Louis, calculs BNP Paribas

L'essor du marché des titres de dette aux Etats-Unis porté jusqu'en 2007 par le secteur financier...



Graphique 8

Source : Réserve fédérale (comptes financiers des Etats-Unis)

La Commission européenne estime que la mise en œuvre du paquet législatif sur la titrisation STS, à compter du 1er janvier 2019, permettrait de mobiliser annuellement entre 100 et 150 milliards d'euros de financements supplémentaires pour l'économie européenne. Ce montant peut être jugé ambitieux au regard du niveau actuel des émissions dans l'Union européenne (environ EUR 210 mds en 2017), plus particulièrement une fois retranchées les titrisations britanniques (de l'ordre de 45 milliards d'euros en 2017). Il apparaît plus modeste, quoique significatif, au regard des flux de globaux de financement globaux¹¹ ou encore des émissions américaines.

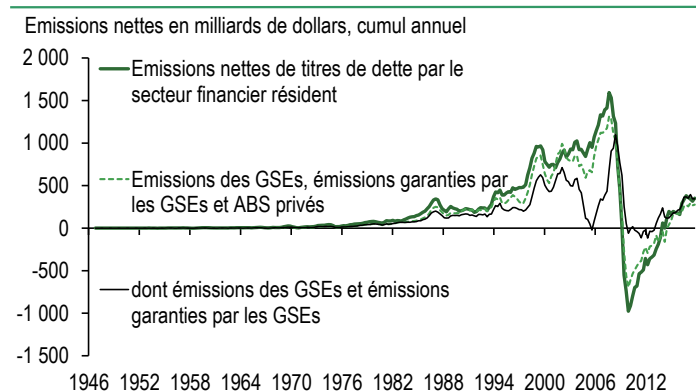
En résumé, l'intermédiation bancaire se traduit par une création monétaire plus importante tandis que les financements de marché impliquent une vélocité plus grande d'une quantité de monnaie donnée

¹⁰ Il convient de souligner que l'évolution des taux d'intérêt et la stabilité financière dépendent, elles aussi, davantage des besoins et capacités de financement bruts des différents agents plutôt que de leurs équivalents nets.

¹¹ A titre de comparaison, les sociétés non financières de la zone euro ont contracté pour EUR 2 540 mds de nouveaux prêts bancaires en 2017 (production brute) tandis que leurs émissions brutes de titres de dette se sont élevées à EUR 650 mds.

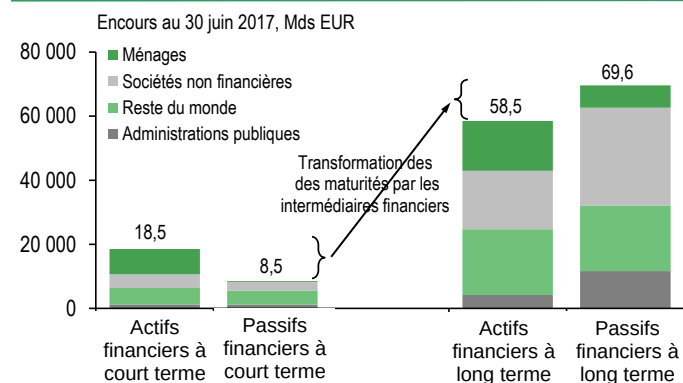
pour accompagner l'augmentation des transactions financières. La contribution du secteur non résident au financement d'une économie désintermédiée n'est pas systématique. Il peut être aussi bien une cause (en la finançant) qu'une conséquence d'une demande finale élevée (qui stimule les exportations et donc la capacité d'épargne de l'économie étrangère)). Lorsqu'il s'agit d'une cause, l'appétit des investisseurs étrangers pour les instruments émis par des résidents améliore les conditions de financement (au regard de ce qu'elles seraient en l'absence d'investisseurs étrangers). Ces dernières soutiennent la demande domestique mais peuvent, en revanche, peser sur le solde du commerce extérieur par le biais d'une appréciation de la monnaie.

...et le marché de la titrisation



Graphique 9 Source : Réserve fédérale (comptes financiers des Etats-Unis)

Le rôle de transformation des maturités des intermédiaires financiers dans la zone euro



Graphique 10 Sources : BCE, calculs BNP Paribas

Surtout, de même que la structure du financement de l'économie entre finance directe et intermédiée répond aux besoins des entreprises (cf. Allen et al. (2016), précité), elle est également le reflet des préférences des épargnants. Ainsi, la transformation des maturités et des risques opérée par les banques dans la zone euro permet de combler l'écart, en termes d'encours, entre les financements et l'épargne financière à long terme, à la faveur de la transformation de l'excédent d'épargne à court terme (par rapport aux financements à court terme) en surcroît de financement à long terme (cf. graphique 10). La transformation opérée

accroît la quantité de ressources longues disponibles et contribue à abaisser le coût des financements à long terme. Cette caractéristique importante - et bénéfique dans la zone euro - de l'intermédiation bancaire ne remet pas en cause la nécessité de marchés plus développés pour les instruments cotés de capitaux propres d'entreprises, que les banques n'ont pas vocation à financer. Une complémentarité utile entre intermédiation bancaire et financement de marché se dégage de l'analyse. En effet, l'intermédiation bancaire de certains financements à long terme (obligations ou prêts d'entreprises) au sein de la zone euro permet de préserver les dépôts des ménages et, dans le même temps, la fraction du portefeuille de ces derniers qui pourrait être potentiellement allouée à des titres plus risqués. Cette disposition des ménages à investir en actions cotées, d'autant plus précieuse qu'elle est modeste, ne serait pas intacte si les ménages consacraient une partie plus importante de leur portefeuille en titres obligataires ou en parts de titrisations.

Conclusion

L'Union des marchés de capitaux constitue une initiative bienvenue pour améliorer l'allocation de l'épargne dans l'Union européenne, fondée sur l'élargissement des sources de financement pour les entreprises et sur celui des opportunités d'investissement financier pour les épargnants. Les principales difficultés résideront dans la conciliation de certains de ses objectifs et dans la préférence culturelle des épargnants en faveur de l'épargne liquide et à faible risque, et donc faiblement rémunérée (d'où le rôle clé de l'intermédiation bancaire pour résoudre l'inadéquation entre les préférences des ménages et les besoins des entreprises). L'écueil (qu'évite la Commission européenne dans son plan d'action) serait d'opposer marchés financiers et banques, en considérant que les premiers peuvent remplacer les secondes. Les banques sont un rouage essentiel des marchés. Elles assurent, notamment par la rotation permanente de leurs « inventaires de négociation », la liquidité des marchés secondaires, laquelle est indispensable au bon fonctionnement des marchés primaires de titres.

Par ailleurs, certains financements ont vocation à être de manière presque totale, sinon exclusivement, des financements non bancaires (fonds propres). Dans ce cas, l'intermédiation n'est pas la solution la plus appropriée (une banque n'a sans doute guère vocation à investir une proportion significative de son portefeuille en fonds propres) et l'économie européenne bénéficierait incontestablement de marchés plus développés pour ce type d'instruments. Une évolution en ce sens implique bien, ainsi que la Commission s'y emploie, d'agir concomitamment du côté de l'émetteur (*i.e.* faciliter l'accès au marché boursier des petites entreprises) et de celui de l'investisseur (*i.e.* convaincre les épargnants de l'intérêt de ce type de placement à long terme).

La disparition du terme de « communauté » au profit de celui d'« union » dans le traité de Lisbonne entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009 n'était pas seulement sémantique. Elle consacre l'octroi de la personnalité juridique à l'Union européenne et traduit la volonté de renforcer l'intégration politique et économique. Dans le même esprit, la dénomination d'« Union » des marchés de capitaux vise



incontestablement à créer un parallélisme de perception avec l'« Union » économique et monétaire et l'« Union » bancaire et, ainsi, à convaincre de l'importance du sujet et de l'ambition que la Commission européenne place en elle. Différence de taille avec ces deux dernières « Unions », le contenu institutionnel de l'Union des marchés de capitaux est moins important (à l'exception peut-être du renforcement du pouvoir des autorités de surveillance). En conséquence, son caractère effectif (ou sa réalité) dépendra avant tout du comportement des acteurs privés (épargnants et entreprises) et/ou de l'efficacité des incitations (pas seulement fiscales) mises en place. Les « Unions » précédentes existaient avant tout à travers les institutions et les mécanismes institutionnels créés expressément pour elles (même si, dans un deuxième temps, les comportements des agents économiques étaient susceptibles de venir les renforcer). Ainsi, la concrétisation de l'Union économique et monétaire repose-t-elle sur la création de la Banque centrale européenne (BCE) et du système européen de banques centrales ; celle de l'Union bancaire, sur la mission de surveillance confiée à la BCE, sur le Mécanisme de Surveillance Unique (MSU), la résolution et, à l'avenir, sur un dispositif européen de garantie des dépôts. Il en ira différemment pour l'Union des marchés de capitaux : les initiatives de la Commission européenne donneront une impulsion, certes essentielle, mais qu'il appartiendra aux agents économiques - épargnants, entreprises et communauté financière - de transformer en une dynamique durable.

Achévé de rédiger le 30 janvier 2018
laurent.quignon@bnpparibas.com

Références

- Adjaouté K. and Danthine J.P., *European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-based Assessment*, in Gaspar, V. et al. (eds.), Second ECB Central Banking Conference: *The transformation of the European financial system*, ECB, May 2003
- Adrian T. and Shin H. S. (2010), *Liquidity and Leverage*, Journal of Financial Intermediation 19 (3), 418-437
- Allen, F. and D. Gale (2000). *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA: MIT Press
- Allen F., Bartiloro L., Gu X. and Kowalewski O. (2016). *Do Financial Structures Determine Economic Structures?* IESEG Working Paper 2016-ACF-02
- Beck T., Levine R., Loayza N. (2000), *Finance and the sources of growth*, Journal of Financial Economics 58, 261-300
- Bernanke B. and Lown C. (1991), *The Credit Crunch*, Brookings Papers on Economic Activity 2, 205-239
- Cournède B., Denk O. (2015), *Finance and Economic Growth in OECD and G20 Countries*, Département Economie de l'OCDE, OCDE Publishing, Working Paper No. 1223
- Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E. and Levine, R. (2013), *The Evolving Importance of Banks and Securities Markets*. World Bank Economic Review Volume 27, Issue 3, September, Pages: 476 – 490
- Eichengreen, B. and Mitchener K.J. (2004), *The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong*, Research in Economic History, vol.22, pp. 183-237
- Goldsmith, Raymond W. 1969, *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press
- Grimme Christian (2017), *Uncertainty and the Cost of Bank vs. Bond Finance*, MPRA Paper No. 79852, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich, 23 June
- Kashyap A. K. and Stein J. C. (1994), *Monetary Policy and Bank Lending*, in N. Gregory Mankiw, ed., *Monetary policy*. Chicago: University of Chicago Press, 1994, pp. 221–56
- King, R. et Levine, R., 1993a, *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right?*, The Quarterly Journal of Economics, 108, 717-737
- Levine, R. (2005), *Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms*, in P. Aghion and S. Durlauf (eds), *The Handbook of Economic Growth* (Amsterdam: North Holland)
- Levine R. (2002), *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?* Journal of Financial Intermediation, vol. 41, pp. 36-44
- Pagano M., Langfield S., Acharya V, Boot A., Brunnermeier M., Buch C., Hellwig M. Sapir A. and Van Den Burg I. (2014), *Is Europe Overbanked?*, Report of the European Systemic Risk Board's Advisory Scientific Committee
- Rajan, Raghuram G., and Zingales, Luigi, 1998, *Financial Dependence and Growth*, American Economic Review, Vol. 88, pp. 559–86



Revue des mesures du plan d'action initial de 2015

Thème 1 : Financer l'innovation, les start-up et les sociétés non cotées

Objectif	Mesures	Etat d'avancement
Soutenir le capital-risque et le financement en fonds propres	1. Proposition de fonds paneuropéens de capital-risque et de fonds multinationaux	Appel à manifestation d'intérêt achevée en janvier 2017. Sélection des gérants au T3 2017.
	2. Révision de la législation sur les fonds EuVECA ¹² et EuSEF ¹³	Règlement adopté (octobre 2017)
	3. Étude sur les incitations fiscales en faveur du capital-risque et des <i>business angels</i>	Etude sur les incitations fiscales nationales (juin 2017)
Lever les barrières à l'information empêchant l'investissement dans les PME	4. Étoffer le retour d'information des banques qui rejettent la demande de crédit d'une PME T2 2016	Les associations bancaires européennes ont endossé le principe d'un retour d'information des banques sur les motifs de refus de prêts aux PME (juin 2017).
	5. Recenser dans toute l'UE les capacités de conseil et de soutien disponibles, au niveau local ou national, afin de promouvoir les bonnes pratiques	Document de travail sur les obstacles à l'information sur le marché du financement des PME (juin 2017)
	6. Étudier les moyens de développer ou de soutenir les systèmes d'information paneuropéens	
Promouvoir les formes innovantes de financement des entreprises	7. Publier un rapport sur le financement participatif	Rapport publié (mai 2016)
	8. Définir une approche coordonnée de l'octroi de prêts par des fonds et évaluer l'opportunité d'un futur cadre réglementaire de l'UE en la matière	Recueil de l'opinion de l'ESMA en avril 2016

Thème 2 : Faire en sorte que les entreprises puissent plus facilement entrer en bourse et y lever des capitaux

Objectif	Mesures	Etat d'avancement
Améliorer l'accès aux marchés boursiers	9. Proposition de modernisation de la directive sur les prospectus	Règlement adopté (juin 2017)
	10. Examiner le fonctionnement des marchés d'obligations d'entreprises de l'UE, en se concentrant sur les moyens d'améliorer leur liquidité	Publication des « Constats et recommandations » du groupe d'experts et de l'étude sur les déterminants de la liquidité du marché des obligations d'entreprises commandé par la Commission européenne le 20 novembre 2017, suivies d'une audition publique
	11. Passer en revue les obstacles réglementaires freinant l'admission des PME en bourse et sur les marchés de croissance des PME	<i>Consultation Building a proportionate regulatory environment to support SME listing</i> (18 décembre 2017-26 Février 2018)
Soutenir le financement en fonds propres	12. Remédier au biais fiscal en faveur de la dette, dans le cadre de la proposition législative sur l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés	Proposition dans le cadre de la proposition de directive du Conseil concernant une assiette commune pour l'impôt sur les sociétés d'une « déduction pour la croissance et l'investissement » (novembre 2016)

¹² European Venture Capital Funds

¹³ European Social Entrepreneurship Funds (EuSEF)

Thème 3 : Investir pour le long terme: des investissements dans les infrastructures et durables

Objectif	Mesures	Etat d'avancement
Soutenir les investissements dans les infrastructures	13. Ajuster les calibrages de Solvabilité II pour les investissements des assureurs dans les infrastructures et les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF)	Modifications de l'acte délégué Solvabilité II (avril 2016, juin 2017)
	14. Réviser le règlement CRR pour les banques, en modifiant si nécessaire les calibrages des expositions sur les infrastructures	Accord des co-législateurs sur les premières mesures clés (novembre 2017)

Thème 4 : Assurer la cohérence du règlement uniforme de l'UE pour les services financiers

Objectif	Mesures	Etat d'avancement
Assurer la cohérence du règlement uniforme de l'UE pour les services financiers	15. Lancer un appel à contributions sur l'effet cumulé des réformes financières	Communication <i>Call for evidence – EU regulatory framework for financial services</i> adoptée en novembre 2016

Thème 5 : Favoriser l'investissement institutionnel et de détail

Objectif	Mesures	Etat d'avancement
Étoffer le choix et stimuler la concurrence dans le secteur de détail	16. Livre vert sur les services financiers et les assurances de détail	Livre vert (décembre 2015), plan d'action relatif aux services financiers pour les consommateurs adopté (mars 2017)
Aider les investisseurs de détail à obtenir des conditions plus avantageuses	17. Évaluation des marchés de produits d'investissement de détail de l'UE	Etude lancée (décembre 2016)
Soutenir l'épargne retraite	18. Étude de l'opportunité d'un cadre stratégique pour la mise en place de plans européens de retraite individuels	Consultation (août-octobre 2016), Etude sur les aspects fiscaux lancée (sept 2016), Audition publique (octobre 2016)
Offrir plus d'opportunités aux investisseurs institutionnels et aux gestionnaires de fonds	19. Évaluation du traitement prudentiel réservé par Solvabilité II, au capital-investissement et aux placements privés de dette	Modification de l'acte délégué Solvabilité II annoncé pour 2018
	20. Consultation sur les principales entraves à la distribution transfrontière des fonds d'investissement	Consultation publique (juin-octobre 2016)

Thème 6 : Exploiter la capacité des banques à soutenir l'ensemble de l'économie

Objectif	Mesures	Etat d'avancement
Renforcer les réseaux locaux de financement	21. Étudier la possibilité qu'existent, dans tous les États membres, des coopératives de crédit locales ne relevant pas des règles européennes applicables aux banques en matière d'exigences de fonds propres	Proposition d'une directive amendant la CRD pour donner compétence à la Commission d'exempter, sous conditions, les coopératives de crédit d'un pays (novembre 2016)
Développer les marchés de titrisation de l'UE	22. Proposition sur les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS) et révision des calibrages des exigences de fonds propres pour les banques	Adoption, par le Parlement et le Conseil, d'un règlement créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisée (12 décembre 2017). Publication du règlement au JOUE du 28 décembre 2017 pour une application au 1 ^{er} janvier 2019.

Thème 7 : Faciliter l'investissement transfrontière

Objectif	Mesures	Etat d'avancement
Supprimer les obstacles nationaux à l'investissement transfrontière	24. Rapport sur les entraves nationales à la libre circulation des capitaux	Groupe d'experts Rapport (mars 2017)
Améliorer l'infrastructure de marché pour l'investissement transfrontière	25. Mesures ciblées concernant les règles de propriété des titres et l'opposabilité d'une cession de créance	Groupe d'experts (mars 2017) Consultation (avril-juin 2017) Directive en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (mai 2017)
	26. Faire le point sur les progrès accomplis dans l'élimination des obstacles mis en évidence par le rapport Giovannini	Rapport du groupe d'experts (août 2017) Consultation (août-novembre 2017)
Promouvoir la convergence des procédures d'insolvabilité	27. Initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises, visant à éliminer les principales entraves à la libre circulation des capitaux	Proposition de directive (novembre 2016)
Éliminer les obstacles fiscaux transfrontières	28. Bonnes pratiques et code de conduite pour les procédures d'exonération à la source des retenues à la source	La Commission travaille à l'élaboration d'un code de bonne conduite avec les Etats membres
	29. Étude sur les obstacles fiscaux discriminatoires aux investissements transfrontières des fonds de pension et des entreprises d'assurance vie	Etude lancée (décembre 2016)
Renforcer la convergence en matière de surveillance et développer les capacités des marchés des capitaux	30. Stratégie sur la convergence en matière de surveillance afin d'améliorer le fonctionnement du marché unique des capitaux	Deuxième programme de travail sur la convergence de la surveillance publié par l'ESMA (février 2017)
	31. Livre blanc sur la gouvernance et le financement des autorités	Consultation (mai-mars 2017)
	32. Élaborer une stratégie pour apporter aux États membres une assistance technique au renforcement des capacités des marchés des capitaux.	Règlement « établissant le programme d'appui à la réforme structurelle pour la période 2017-2020 » (mai 2017)
Renforcer les capacités pour préserver la stabilité financière	33. Revoir le cadre macroprudentiel de l'UE	Consultation (août-octobre 2016); audition publique (novembre 2016); proposition de règlement visant à renforcer l'efficacité et de l'efficacité du CERS ¹⁴ (septembre 2017)

Tableau 1

Source : BNP Paribas

¹⁴ Comité européen du risque systémique (European Systemic Risk Board (ESRB))

Les neuf nouvelles actions prioritaires annoncées en juin 2017

Objectif	Action prioritaire
Renforcer l'efficacité de la surveillance en vue d'accélérer l'intégration des marchés	Action prioritaire n° 1 : la Commission a présenté, en septembre 2017, une proposition de règlement visant à modifier le fonctionnement de l'ESMA et des autres autorités européennes de surveillance (EBA, EIOPA) en vue de favoriser l'efficacité et la cohérence de la surveillance dans l'ensemble de l'UE et au-delà. La Commission souhaite renforcer les pouvoirs de l'ESMA dans certains domaines ciblés, y compris, dans les cas où cela se justifie, en la chargeant d'une surveillance directe, afin de soutenir le bon fonctionnement de l'Union des marchés des capitaux.
Renforcer la proportionnalité des règles pour faciliter les entrées en bourse et soutenir les entreprises d'investissement	<p>Action prioritaire n° 2 : la Commission cherchera à déterminer, au moyen d'une analyse d'impact, si des modifications ciblées de la législation pertinente de l'UE peuvent créer un environnement réglementaire plus proportionné qui facilite l'entrée en bourse des PME. Cette analyse pourrait conduire à des modifications ciblées de la législation sectorielle au deuxième trimestre de 2018. Consultation publique sur la proportionnalité des règles (18 décembre 2017-26 février 2018).</p> <p>Action prioritaire n° 3 : la Commission a présenté, le 20 décembre 2017, une proposition de règlement concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement.</p>
Exploiter le potentiel de la technologie financière (FinTech)	Action prioritaire n° 4 : s'agissant des activités de technologie financière, la Commission évaluera, au quatrième trimestre de 2017, dans le cadre d'une stratégie globale de facilitation de la technologie financière, l'intérêt d'encadrer l'octroi des agréments et le « passeportage » au niveau de l'UE. Consultation publique (mars-juin 2017)
Renforcer les activités de prêt et la stabilité des banques en exploitant les possibilités offertes par les marchés de capitaux	Action prioritaire n° 5 : dans le cadre de l'action qu'elle mène pour traiter la question des prêts non productifs, la Commission présentera des mesures d'appui aux marchés secondaires de ces prêts. Elle lancera également une analyse d'impact afin d'évaluer la possibilité de soumettre une initiative législative visant à renforcer la capacité des créanciers garantis à récupérer de la valeur sur les prêts accordés aux entreprises et aux entrepreneurs grâce aux garanties qui les sécurisent (premier trimestre 2018), tout en maintenant la cohérence et la complémentarité avec sa proposition sur l'efficacité des systèmes de pré-insolvabilité/restructuration présentée en novembre 2016 et en mettant tout en œuvre pour aider les co-législateurs à trouver en priorité un accord sur cette proposition.
Renforcer la position dominante de l'UE dans le domaine de l'investissement durable	Action prioritaire n° 6 : la Commission décidera, pour le premier trimestre de 2018 au plus tard, des suites concrètes qu'elle donnera aux recommandations du groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable. Elle engagera en particulier dès maintenant les travaux d'élaboration de mesures visant à améliorer la publication d'informations et l'intégration du principe de durabilité et des critères ESG dans les méthodes de notation et les processus de surveillance, ainsi que dans les mandats de gestion des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs. Elle définira également une approche permettant de prendre en compte les considérations de durabilité dans les prochaines révisions de la législation financière.
Investissement transfrontière	<p>Action prioritaire n° 7 : la Commission lancera, au premier trimestre 2018, une analyse d'impact afin d'évaluer la possibilité de présenter une proposition législative propre à faciliter la commercialisation et la surveillance transfrontières des OPCVM et des FIA.</p> <p>Action prioritaire n° 8 : au premier trimestre de 2018, la Commission adoptera une communication interprétative donnant des orientations sur les règles applicables dans l'UE en matière de traitement des investissements transfrontières réalisés sur le territoire de cette dernière. Elle lancera par ailleurs immédiatement une analyse d'impact en vue de définir un cadre adéquat de résolution à l'amiable des différends en matière d'investissement.</p>
Soutenir le développement local d'écosystèmes de marchés de capitaux	Action prioritaire n° 9 : d'ici au deuxième trimestre de 2018, la Commission proposera une stratégie globale de l'UE sur les mesures, pouvant être prises au niveau de celle-ci, pour favoriser le développement local et régional des marchés de capitaux dans l'ensemble de l'UE. Elle s'appuiera pour ce faire sur le rapport du groupe de travail UMC de l'Initiative de Vienne, et tiendra compte de l'expérience qu'elle aura acquise dans la fourniture de l'aide technique prévue par le programme d'appui à la réforme structurelle, pour laquelle la demande ne cesse de croître.

Tableau 2

Sources : Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, 8 juin 2017, COM(2017) 292 final ; BNP PARIBAS



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Argentine

+33.(0)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.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Amérique latine

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**
Corée, Thaïlande, Philippines, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Inde, Asie du Sud, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

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

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

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

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

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

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

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

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



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change