

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

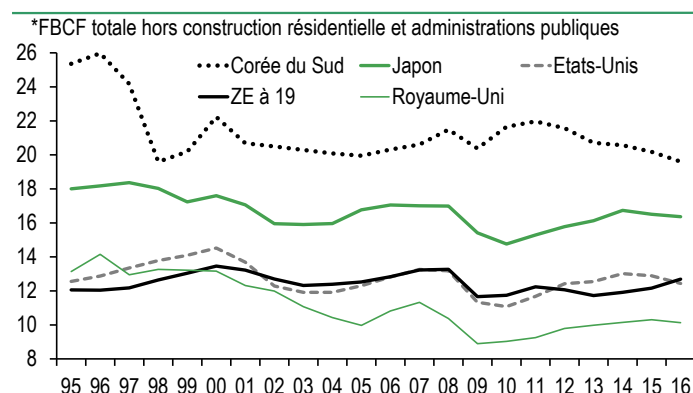
La Commission européenne appelait déjà de ses vœux, dans le livre vert relatif au financement à long terme de l'économie européenne, « l'efficacité et l'efficience de l'offre des marchés financiers en instruments de financement à long terme ». Elle détaillait ses ambitions dans un autre livre vert intitulé « 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

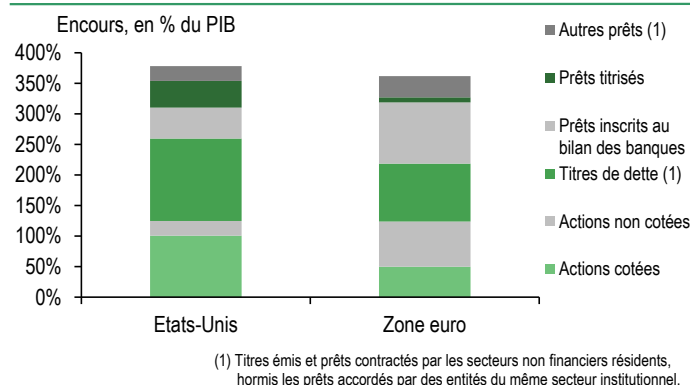
Le ratio européen de l'investissement productif au PIB n'est, à travers le cycle, pas très différent de celui qui prévaut aux États-Unis (cf. graphique 1). Simplement, il présente une plus forte inertie : l'investissement productif résiste davantage lorsque l'activité décélère ou se retourne mais il 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 continuellement 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* »).

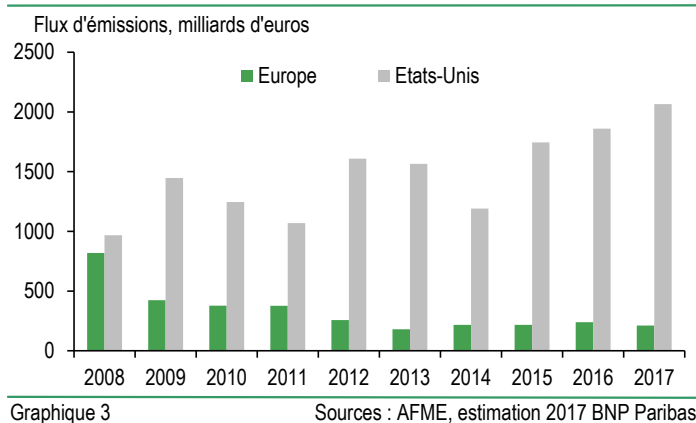
La quatrième catégorie vise à « *exploiter la capacité des banques à soutenir l'ensemble de l'économie* » en instaurant un cadre plus favorable au marché de de la titrisation, qui peine à trouver un second souffle en Europe (graphique 3). Même si la titrisation est, sous l'angle de l'analyse économique, 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.

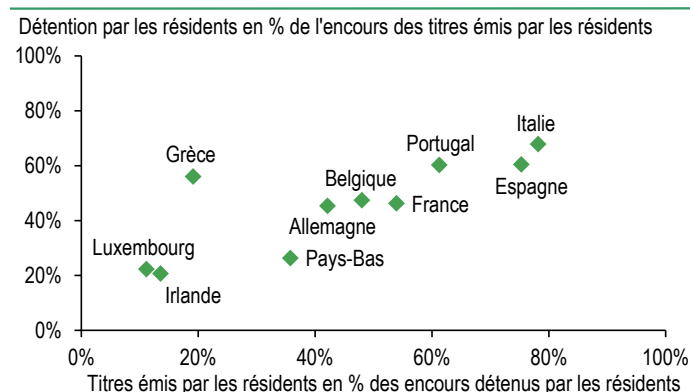


financiers (Irlande, Pays-Bas, Luxembourg), qu'ils accueillent davantage d'investissements étrangers ou qu'ils « exportent » davantage de capitaux, doivent cette caractéristique à leur régime fiscal attractif, qui encourage l'implantation juridique d'un grand nombre d'intermédiaires financiers sur leur 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.

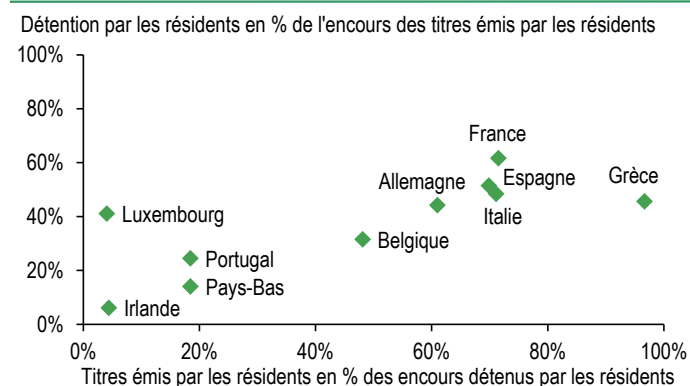
La persistance d'un important biais domestique

Titres de dettes à long terme



Graphique 4a

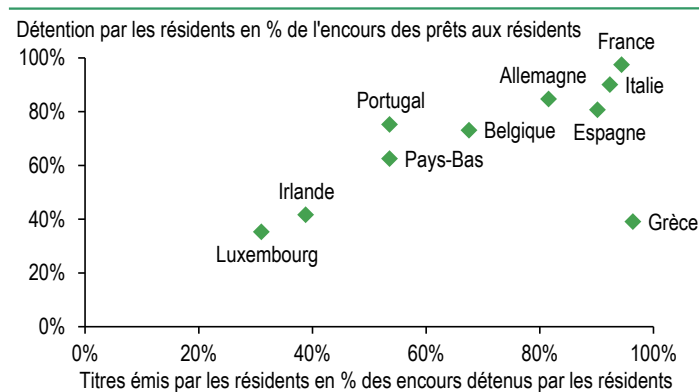
Actions cotées



Graphique 4c

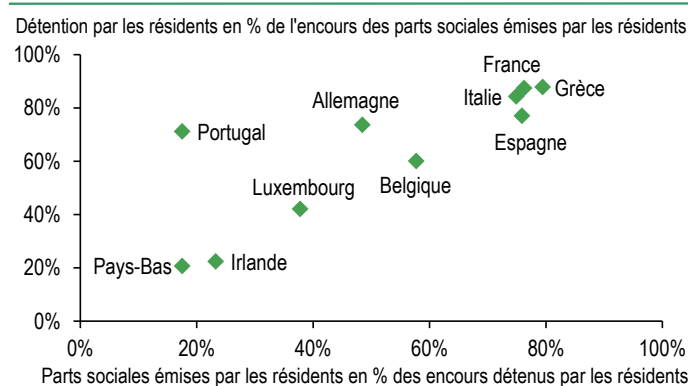
Surtout, après avoir été malmenée par la crise de 2007-2008, l'intégration financière s'est de nouveau améliorée, en tendance, depuis le début de 2013 mais elle demeure très éloignée du niveau qu'elle avait atteint en 2006. La BCE soulignait les évolutions mitigées de l'intégration des marchés de capitaux 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 Adjauté 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.

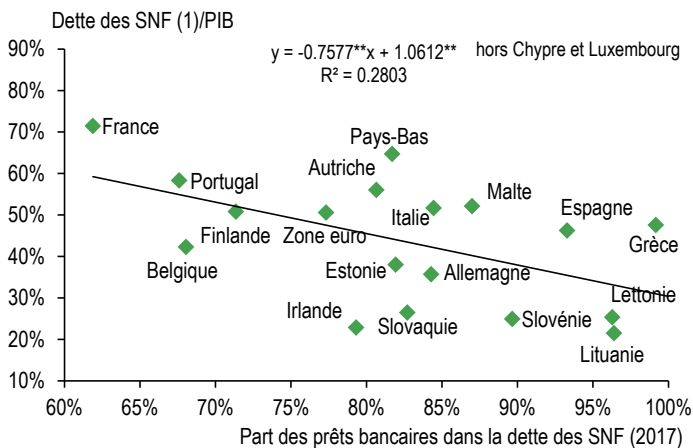
Structure de financement et activité économique

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.

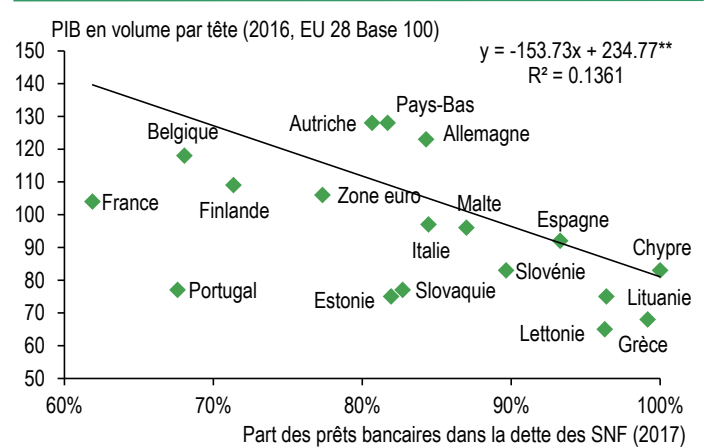
La distinction entre financements de marché et financements bancaires dans la littérature est plus récente et a connu un renouveau au lendemain de la crise financière. Les travaux antérieurs à la crise financière (Allen et Gale (2000), Levine (2002)) ne suggéraient pas d'effets différenciés entre finance 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.



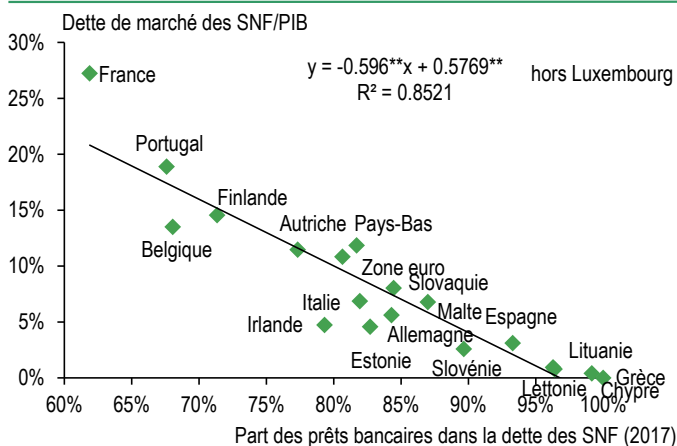
Intermédiation bancaire, endettement des SNF et développement économique



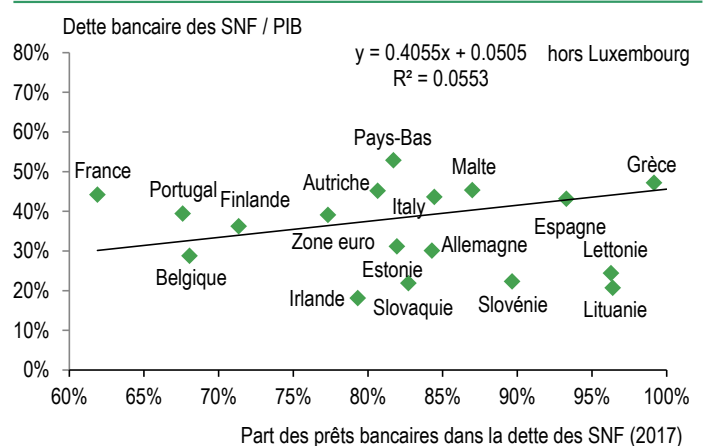
Graphique 5a



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.

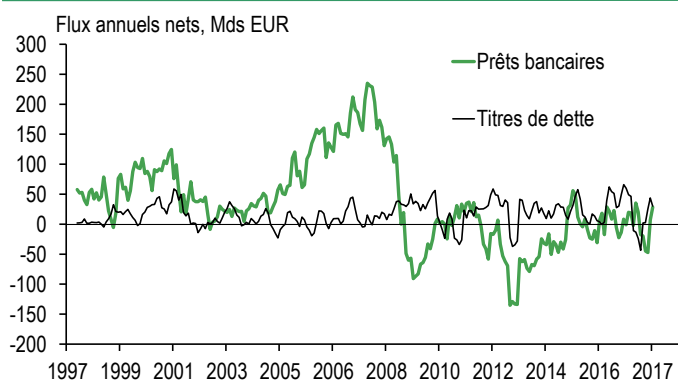
A travers le prisme des comptes nationaux : le rôle de la création monétaire

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

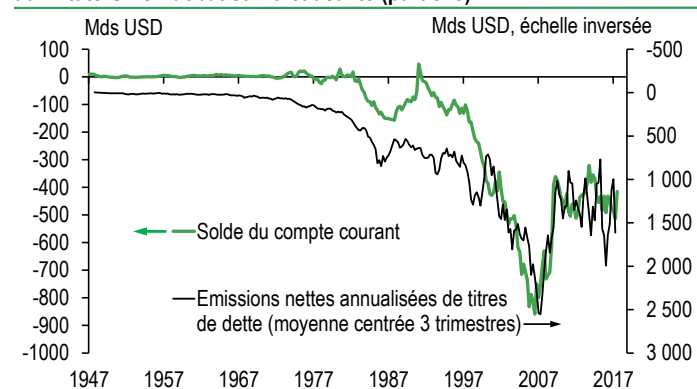
La *Excess savings view* présente l'accumulation concomitante de déficits du solde courant aux Etats-Unis et, selon un effet miroir, d'excédents courants dans d'autres économies (Chine, pays émergents d'Asie, pays exportateurs de pétrole) comme l'un des principaux facteurs à l'origine de l'expansion 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.

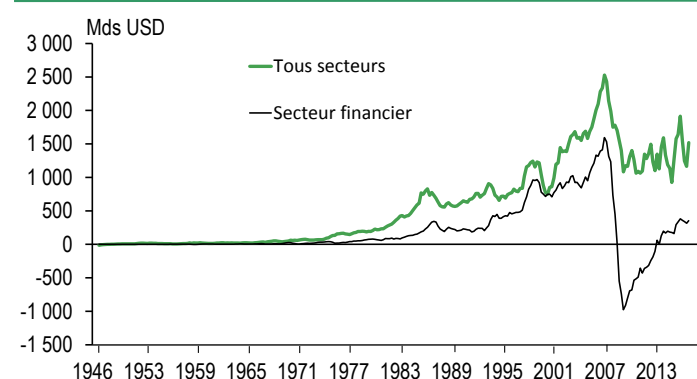
Solde du compte courant et émissions de titres de dettes aux Etats-Unis : débat sur la causalité (partielle)



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.

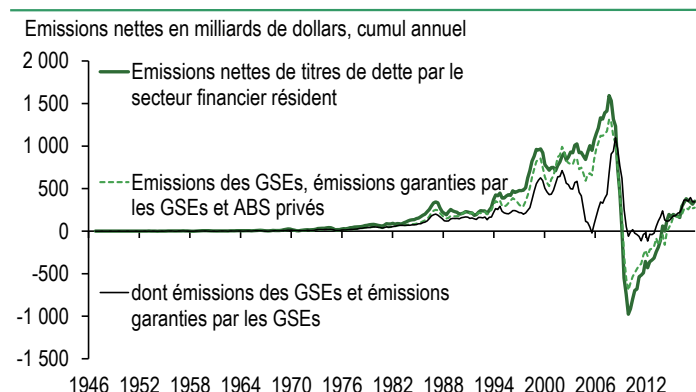
En résumé, l'intermédiation bancaire se traduit par une création monétaire plus importante tandis que les financements de marché impliquent une vélocité plus grande d'une quantité de monnaie donnée

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.

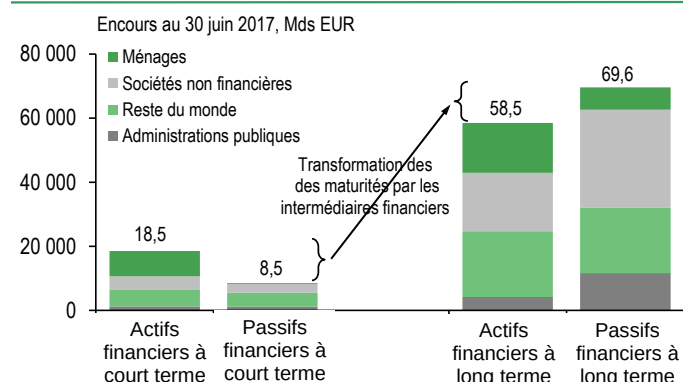
pour accompagner l'augmentation des transactions financières. La contribution du secteur non résident au financement d'une économie désintermédiée n'est pas systématique. Il peut être aussi bien une cause (en la finançant) qu'une conséquence d'une demande finale élevée (qui stimule les exportations et 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 Funds¹³ 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**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

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

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **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