

L'intégration financière européenne en bonne voie

Marion Girard-Vasseur
Eric Vergnaud

L'intégration financière européenne apparaît, après l'introduction de la monnaie unique, comme le stade ultime de l'achèvement de la construction européenne. L'objectif d'intégration financière a été affirmé par l'Acte Unique de 1986. Il recouvre deux idées principales : la suppression des barrières à la libre circulation des capitaux et la liberté de prestation des services financiers. Sa réalisation impose la mise en place d'un corps unique de règles du jeu et l'existence d'infrastructures intégrées.

L'achèvement du marché unique des services financiers constitue un élément clé du processus de réforme économique de l'agenda de Lisbonne ; il est essentiel pour la compétitivité de l'UE au niveau mondial. Le processus d'intégration du secteur financier a connu une accélération, avec la publication du plan d'action pour les services financiers (PASF) en 1999. Plus récemment, le livre blanc de la Commission européenne, paru en décembre 2005, a proposé de consolider les législations existantes pour la période 2005-2010.

Etat des lieux

Les enjeux de l'intégration financière

Le secteur financier au sens large recouvre une série d'activités : activités bancaires, d'assurance et réassurance, services d'investissement (assurés par les entreprises d'investissement et les autres professionnels du secteur : conseillers, auditeurs, courtiers), gestion collective de l'épargne (incluant les régimes volontaires de prévoyance et les fonds de pension), offre publique, négociation et livraison de valeurs mobilières (liquidation, règlement, garde). Ce secteur revêt une importance considérable dans l'économie, puisque l'ensemble des activités y afférant représente 8% du PIB et 9% de l'emploi de l'Union européenne.

L'intégration financière devrait entraîner une augmentation de l'efficacité des marchés, grâce à un accroissement de leur liquidité, une baisse des coûts de transaction et une meilleure comparabilité des produits financiers, permettant *de facto* une allocation plus efficace des capitaux. Les entreprises bénéficieraient de conditions financières plus avantageuses, que ce soit au travers d'un coût du capital moins élevé, d'un plus grand nombre de produits financiers disponibles et de l'accès à un stock de capital-risque plus abondant. Le secteur public pourrait également couvrir ses besoins de financement à moindre coût. Les consommateurs, quant à eux, devraient bénéficier d'un éventail plus large de produits d'épargne et de meilleurs rendements, mais également d'un coût réduit de leurs emprunts. Enfin, le renforcement attendu de la stabilité financière pourrait contribuer à accroître l'attrait du marché européen pour les investisseurs étrangers. L'intégration financière complète au sein de l'espace européen engendrera un surcroît de croissance économique appréciable et une augmentation de l'emploi.

La construction d'un cadre juridique approprié

La mise en place d'un corps unique de règles du jeu et d'infrastructures intégrées est indispensable pour permettre le transfert sans barrières de l'argent, mais également des titres et des droits contractuels. Le Comité Lamfalussy a préconisé une approche à quatre niveaux pour élaborer la législation communautaire (cf. encadré 1, page 11).

Or, la diversité des cadres juridiques au sein de l'Union européenne constitue un obstacle majeur à l'intégration financière. En outre, la transposition de la législation communautaire dans le droit national est souvent délicate. D'une part, la directive peut n'être

qu'une exception, qui ne s'applique qu'à des opérations particulières, le droit national continuant de valoir dans les autres cas⁽¹⁾. D'autre part, le droit national peut maintenir des dispositions supplémentaires à la directive, qui n'est alors qu'une contrainte *a minima*.

Face à ces difficultés et à l'irrédentisme des principes et des architectures de droit nationaux, est apparue l'idée d'un 26ème régime, qui, pour certains produits financiers, se superposerait aux vingt-cinq droits nationaux existants. D'une apparente simplicité, cette solution n'en exige pas moins une forte dose d'harmonisation juridique, fiscale et linguistique. L'obtention d'un accord sur des standards européens optionnels, destinés à seulement certains produits, paraît difficile. Enfin, les bénéfices de cette proposition sont incertains. La Commission européenne a estimé récemment qu'une focalisation sur les travailleurs frontaliers (la cible de clientèle privilégiée par les tenants

du 26ème régime) était aussi trop restrictive. Elle souhaite plutôt s'attacher à la création d'un passeport paneuropéen, autorisant les institutions financières à vendre leurs produits et les consommateurs à les acheter, partout au sein de l'UE, sur la base d'un accord sur un minimum de standards par les autorités du pays d'origine de l'entreprise financière.

Le champ du droit européen est très vaste. On peut ainsi citer le droit de propriété, le droit des sociétés et de la faillite, le droit des garanties, le droit de la concurrence, l'imposition des bénéfices des sociétés, le taux de la TVA (qui est directement incluse dans le prix de l'instrument financier considéré), les règles de fonctionnement des marchés. Dans le domaine du statut des banques et des autres entreprises financières, l'harmonisation est déjà bien avancée. Néanmoins, force est de constater que le cadre juridique commun européen cherche encore son texte fondateur.

Encadré 1

Les "quatre niveaux" du processus Lamfalussy (réglementation et surveillance)

La politique communautaire en matière de réglementation et de surveillance des services financiers est essentiellement fondée sur les "quatre niveaux" du processus Lamfalussy. C'est lors du Conseil européen de Stockholm de mars 2001 que les chefs d'Etat et de gouvernement ont approuvé le rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières présidé par A. Lamfalussy.

Le Comité Lamfalussy a préconisé une approche à quatre niveaux pour élaborer la législation communautaire, en poursuivant un double objectif de souplesse et de rapidité. Cette approche est fondée par deux nouveaux comités : le comité européen des valeurs mobilières (CEVM) et le comité européen des régulateurs des marchés européens des valeurs mobilières (CERVM), tous deux créés par la Commission en juin 2001.

- Le niveau 1 est constitué d'actes législatifs, directives ou règlements, proposés par la Commission après consultation de toutes les parties intéressées et adoptés en codécision par le Parlement européen et le Conseil, conformément au traité CE. Lors de l'adoption de chacun de ces actes, directives ou règlements, le Conseil et le Parlement décident, sur la base d'une proposition de la Commission, de la nature et de la portée des mesures techniques d'exécution à arrêter au niveau 2.

- Au niveau 2, le CEVM, le futur comité de réglementation, assiste la Commission dans l'adoption de ces mesures d'exécution. Ces mesures garantissent que les dispositions législatives de caractère technique restent en phase avec l'évolution des marchés.

- Les mesures de niveau 3 ont pour objectif d'améliorer la mise en œuvre des actes de niveaux 1 et 2 dans les Etats membres, qui doit devenir commune et uniforme. Le CERVM exerce une responsabilité particulière dans ce domaine.

- Au niveau 4, la Commission fait appliquer la législation communautaire de manière plus rigoureuse.

Il a été convenu que, dans les cas où les mesures d'exécution dans le domaine des marchés des valeurs mobilières sont particulièrement sensibles, la Commission éviterait d'aller à l'encontre des vues prédominantes du Conseil.

Les principales étapes du processus d'intégration financière

Les premières avancées en matière d'intégration financière datent du début des années 1990. En 1993 ont été élaborées deux directives importantes, entrées en application en 1996. La première de ces directives fixait le capital initial nécessaire à une entreprise de crédit ou d'investissement, selon son objet (intervention pour compte propre ou pour celui d'un tiers). La seconde directive définissait l'ensemble des activités mobilières des établissements financiers. Elle établissait le principe de reconnaissance mutuelle des agréments et de contrôle par le pays d'origine.

Le "Plan d'action des services financiers 1999-2005" (PASF) a constitué le premier véritable jalon dans la voie de l'intégration financière

Publié en 1999, le PASF a été élaboré par la Commission européenne, à l'issue du Conseil européen de Cardiff de 1998. Il a été approuvé par le sommet de Lisbonne en 2000. La Commission s'est donnée pour but l'instauration d'un véritable marché financier européen à l'horizon 2005. Le PASF répondait à plusieurs objectifs : une mise en œuvre effective des règles existantes, une clarification et une uniformisation de la législation communautaire.

Le PASF est constitué d'un ensemble de directives, couvrant quarante-deux mesures au total. Il poursuit trois objectifs :

- la mise en place d'un marché unique des services financiers de gros, sur la base d'un cadre juridique commun pour les marchés intégrés de valeurs mobilières et de produits dérivés, ainsi que les OPA et les fusions transfrontalières. Les notions de transparence et de comparabilité financière revêtent une importance fondamentale. Ainsi, depuis le 1^{er} janvier 2005, toutes les sociétés cotées de l'Union européenne doivent-elles établir leurs comptes financiers consolidés conformément aux normes IAS et IFRS adoptées au niveau de l'UE ;

- l'intégration et l'ouverture à tous les consommateurs d'un marché financier de détail au niveau européen. Cet objectif implique une réduction des écarts tarifaires entre

Etats. Or, à titre illustratif, en 1998, les commissions sur les transactions sur actions s'échelonnaient de 1% à 17% du montant des transactions. L'instauration d'un commerce électronique des produits financiers, fonctionnant de manière efficace est également un objectif poursuivi ;

- l'harmonisation des règles prudentielles dans le secteur financier européen (solvabilité des activités d'assurance et de réassurance, adéquation des fonds propres). La Commission européenne ambitionne d'accroître la place de l'Union européenne dans l'établissement de normes mondiales, afin de renforcer l'attrait du marché européen pour les investisseurs étrangers.

Les mesures contenues dans le PASF couvrent un vaste champ, incluant notamment :

- le statut de société d'investissement européenne
- la fiscalité de l'épargne
- la confidentialité bancaire
- les OPCVM
- les fonds de pension
- les OPA
- le capital investissement
- la communication à distance des services financiers.

Quel bilan tirer du PASF ?

Le calendrier législatif établi pour l'adoption du PASF a été largement respecté, puisque quarante et un des quarante-deux mesures avaient été finalisées à la fin de 2005. Les toutes dernières années ont été à cet égard très productives. Ainsi, la directive relative à l'imposition du revenu de l'épargne a-t-elle été officiellement adoptée en juin 2003, celle sur les "prospectus" en juillet 2003. En octobre 2003, le Comité européen des valeurs mobilières a approuvé les premières mesures de la directive sur les abus de marché. En novembre 2003, la Commission a fait une nouvelle proposition de dixième directive sur les fusions transfrontalières, et adopté un ensemble de sept mesures visant à établir une nouvelle organisation des services financiers. En 2004, des directives concernant les services d'investissement et les OPA ont été adoptées. Enfin, relançant un sujet sensible, la Commission publiait en avril 2004 une communication

relative à la compensation et au règlement livraison, afin de tenter d'améliorer la concurrence dans les opérations de "post market" (actuellement contrôlées par Euroclear et Clearstream).

Certes, le PASF a favorisé une poursuite du processus d'intégration des marchés financiers européens. Son application a permis des avancées significatives : les performances du secteur des services financiers se sont améliorées, la liquidité a augmenté, la concurrence, la rentabilité et la stabilité financière se sont renforcées. La mise en œuvre progressive des mesures au cours des prochaines années devrait aboutir à un renforcement de ces effets positifs. Cependant, les efforts doivent être poursuivis, comme le souligne le livre Blanc de la Commission européenne sur la politique des services financiers (2005-2010) (cf. *infra* encadré 2).

Quel niveau d'intégration effectif sur les différents marchés de capitaux

En dépit des coûts associés à la fragmentation résiduelle du système financier européen, le développement d'une gestion pan-européenne des actifs

financiers a commencé à se développer. L'introduction de l'euro a joué à cet égard un rôle essentiel.

Le marché monétaire

Le marché interbancaire est pleinement intégré. Ceci était essentiel pour la conduite de la politique monétaire commune et constituait également un préalable à toute autre forme d'intégration financière. De fait, depuis le lancement de l'euro, il existe un marché interbancaire unique. Ce succès récompense un long travail de préparation comprenant la création d'indices de référence pour les taux européens (Euribor et EONIA) et la mise en communication directe des moyens de paiements interbancaires nationaux, notamment via le système Target (pour Trans European Real Time Gross Settlement System) qui a constitué une étape décisive. Les grandes banques universelles ont alors eu la capacité de proposer aux entreprises clientes une gestion du "cash" disponible libérée de la logique de gestion des devises, pour passer à une logique de gestion des liquidités. Selon la BCE, les transactions entre pays de la zone euro ont représenté 54% du total des transactions interbancaires en 2004.

Encadré 2

La directive relative à l'imposition du revenu de l'épargne (3 juin 2003)

Cette directive est devenue applicable le 1^{er} juillet 2005. Elle s'applique aux Etats de l'Union européenne et aux pays bénéficiant d'accords avec l'UE sur la taxation de l'épargne (Andorre, Liechtenstein, San Marin, Monaco, Suisse). Elle concerne aussi les accords conclus entre les Etats membres de l'UE pris individuellement et dix territoires dépendants et associés du Royaume-Uni et des Pays-Bas.

Elle stipule que chaque Etat membre devra fournir à l'Etat membre de résidence de l'épargnant des informations sur le montant des intérêts versés à celui-ci dans cet Etat. Trois pays bénéficient d'un régime dérogatoire : la Belgique, le Luxembourg et l'Autriche. Ces derniers appliquent une retenue à la source sur les revenus d'intérêt versés aux épargnants résidant dans d'autres Etats membres de l'UE, au lieu de procéder à un échange d'information. Le taux appliqué est de 15% les trois premières années (1^{er} juillet 2005-30 juin 2008), 20% les trois années suivantes (1^{er} juillet 2008-30 juin 2011) et de 35% à partir du 1^{er} juillet 2011. Ces trois Etats reversent 75% des revenus de cette taxe aux autorités fiscales du pays de résidence de l'épargnant, retenant 25% de la somme pour couvrir leurs frais administratifs. Néanmoins, la retenue à la source n'est pas appliquée si l'épargnant présente un certificat émanant des autorités fiscales de son pays de résidence, confirmant qu'elles sont informées de l'existence du placement.

La directive inclut tous les produits de dettes, comprenant les dépôts en cash et les obligations d'entreprise et publiques.

A l'inverse, le **secteur des pensions** demeure largement une mosaïque de marchés nationaux, reflet de la multiplicité des systèmes de règlement-livraison, qui viennent elles-mêmes de la diversité des cadres légaux et fiscaux et des pratiques de marché. Tout ceci a pour conséquence à la fois une augmentation du coût des opérations de pensions transfrontalières et nuit au développement du collatéral.

De même, **les marchés des billets de trésorerie (Commercial paper) et des certificats de dépôt (titres de créances négociables de maturités courtes)** sont peu intégrés. Là encore, les différences en matière de cadre juridique constituent un obstacle important. Le marché s'est organisé autour des quelques places fortes nationales, Paris (billets de trésorerie), Francfort, et bien sûr la City, avec des émissions d'EuroCP qui se situaient à la mi-2004 autour de 400 milliards de dollars.

Le marché obligataire

Il s'est, lui, fortement intégré dans le sillage de l'introduction de l'euro (cf. encadré 3). Le compartiment des **titres publics** est de taille, désormais, à rivaliser avec le marché des titres longs en dollars. Sur les marchés secondaires, les efforts d'harmonisation en

matière de conventions en cours et la gestion active de la dette ont été les piliers du succès constaté. La transparence et la liquidité s'en sont trouvées améliorées. En outre, la compétition existant entre les différents émetteurs (les Etats) a conduit à la création de nombreux nouveaux produits innovants : obligations à maturité constante, obligations indexées sur l'inflation et enfin titres de maturité ultra-longue. Ces derniers répondent à la demande des investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension et les assureurs-vie, qui ont des besoins de placement à long terme dans le cadre de leur gestion actif-passif. La transformation des infrastructures du second marché, en particulier la place grandissante prise par les systèmes de *trading* électronique (comme le système Multi Transactions Security ou MTS), a facilité l'intégration des marchés. Toutefois, les caractéristiques de ces plates-formes électroniques, en particulier l'organisation de la liquidité, la transparence pré-opérations, ont fait surgir quelques questions sur la solidité réelle de cette liquidité. Certains vont même jusqu'à avancer que la trop forte transparence pré-transaction (par exemple par le caractère public des carnets d'ordre) peut augmenter la volatilité, les coûts de transaction et peser sur la profondeur du marché.

Encadré 3

Marché obligataire en euros

En 2005, les émissions nettes libellées en euros sont demeurées supérieures à celles libellées en dollars. De 1999 à 2005, elles ont représenté 50% du total, contre 39% pour celles émises en dollars. En 1999, ces parts étaient respectivement de 45,9% et de 46,8%. De même, les encours de dette obligataire libellée en euro, devenus (légèrement) prédominants dès 2003, ont conservé leur premier rang. Toutefois, l'analyse par monnaie et par région d'émission montre que le marché de l'euro reste d'abord un marché européen. Cette caractéristique a bien été mise en lumière par la Banque Centrale Européenne⁽²⁾. Celle-ci a mesuré les montants d'émissions et d'encours hors opérations libellées dans la devise de l'emprunteur. Ainsi, au cours de la période allant de 2004 T3 à 2005 T2, les émissions nettes en euros avaient représenté 43% du total et celles en dollars 36%, contre respectivement 68% et 23% en tenant compte des émissions libellées dans la devise de l'emprunteur. En matière d'encours, la démonstration est la même. La part de la dette libellée en euros, hors celle contractée par des emprunteurs de la zone s'élevait à 31,5% du total en T2 2005, après 30,7% en T2 2000, et 20% pour les anciennes monnaies nationales avant 1999. Au cours de la période 1999-mi-2005, la part du dollar est passée de 40% à 44%.

Du côté des **obligations privées**, le volume des transactions a bondi lors de l'introduction de l'euro et s'est stabilisé par la suite. Ainsi, en 1998, les émissions obligataires n'atteignaient que 273 milliards de dollars (un peu plus de 25% du volume des émissions en dollars) pour passer à 657 milliards en 1999 (soit plus de 75% des émissions en dollars). Du côté des investisseurs institutionnels, fonds obligataires multi devises, fonds de pension et assureurs vie, les stratégies ont été également largement modifiées par la monnaie unique, avec une augmentation importante de l'allocation en actifs libellés en euros. Au total, les facteurs nationaux sont devenus très rapidement moins importants pour la détermination des prix et des spreads que les tendances propres au marché obligataire mondial. En particulier, l'analyse sectorielle a pris le pas sur l'analyse nationale, phénomène également visible sur le marché des actions.

L'intégration au niveau européen de l'activité des banques d'investissement a largement profité aux grandes entreprises européennes. Les économies d'échelle et la disparition des barrières à l'entrée des différents marchés nationaux ont permis une baisse des frais de structuration et d'émission. Les commissions ont diminué de moitié en 1999, en reculant de 1,7% à 0,9% et se sont installées autour de 0,6% par la suite, (un niveau tout à fait comparable aux tarifs pratiqués aux Etats-Unis).

Le marché de la titrisation

Pratiquement inexistant au milieu des années 1990, il a rapidement progressé depuis, même s'il reste encore peu développé par rapport à son homologue d'outre-Atlantique. Là encore, l'absence d'un cadre légal paneuropéen est un facteur pénalisant, les marchés nationaux demeurent dominants, avec des techniques et des instruments spécifiques. En retour, plus encore que sur tout autre marché, le besoin de dépasser les différences légales et la fragmentation du marché européen ont conduit au développement des produits très élaborés.

Le marché des dérivés de taux d'intérêt (forwards, swaps et options)

Ce compartiment s'est également beaucoup développé depuis le lancement de l'euro. Le montant des transactions

en euros représente 45% du total mondial, contre moins de 35% pour celles en dollars⁽³⁾, dont 45 milliards de dollars pour les *swaps overnight*. Le développement du marché a, en effet, été particulièrement important sur la partie courte de la courbe, qui bénéficie de la liquidité et de la forte intégration du marché interbancaire (voir *supra*). Sur les marchés organisés, deux familles de contrats ont émergé de la (sévère) compétition entre produits et places : le contrat Euribor trois mois d'Euronext-Liffe et les contrats longs, fondés sur le gisement du Bund allemand, développés par Eurex-Deutsche Boerse.

Les marchés actions

Si l'intégration est moins avancée, on peut toutefois noter une corrélation plus forte des mouvements de prix entre les différents pays de la zone euro et une convergence des primes de risque. Certes, il faut aussi prendre en compte la synchronisation croissante des cycles au sein de la zone euro et l'internationalisation des grandes entreprises européennes.

La consolidation des places est en marche. Euronext regroupe déjà Paris, Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne. Toutefois, les prochains rapprochements de places boursières se feront peut-être sur une base transatlantique, après le London Stock Exchange et le Nasdaq, c'est le mariage entre Euronext et le NYSE qui semble se profiler, alors que nombre de professionnels préféreraient une union entre Euronext et Deutsche Boerse. Enfin, si la forte compétition entre places a autorisé une baisse des coûts de transaction, au bénéfice des investisseurs et des émetteurs, elle a également conduit à une fragmentation trop importante de la liquidité, un phénomène qui risque d'être amplifié par l'architecture de *trading* préconisée par la directive MiFID (cf. encadré 4, page 16).

Les objectifs pour les cinq prochaines années : le "livre blanc sur la politique des services financiers (2005-2010)"

Les inefficiences des systèmes de règlement livraison et l'absence d'un modèle clair et surtout accepté par tous sont deux des principaux obstacles à un marché financier

Encadré 4

La nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers ("MiFID")

La transposition dans les différents droits nationaux devra être achevée le 31 janvier 2007. La directive entrera en vigueur le 1er novembre 2007, l'ensemble des acteurs concernés devant alors s'être mis en conformité. La "MiFID" correspond à l'ancienne "directive concernant les services d'investissement", adoptée le 21 avril 2004.

La directive donnera aux entreprises d'investissement et aux banques un passeport leur permettant d'opérer dans l'ensemble de l'UE sur la base de l'agrément délivré par leur pays d'origine. L'objectif est d'assurer une concurrence loyale entre les bourses et les banques qui souhaitent internaliser (dénouer chez elles) les ordres de leurs clients portant sur des valeurs mobilières. Par ailleurs, cette directive doit permettre d'améliorer la transparence pré-négociation, l'exécution des ordres et la fixation des prix des valeurs mobilières négociées.

intégré. A la différence des acteurs de marché qui ont depuis longtemps adopté une approche paneuropéenne, les systèmes de règlement livraison sont encore organisés autour de structures nationales qui existaient avant l'introduction de l'euro. Selon le rapport Giovannini (2001), il existerait quinze barrières aux transactions, liées aux différences dans les exigences techniques, les pratiques de marché, les systèmes fiscaux, les lois et les règles de chaque pays. Le "livre blanc" de la Commission européenne veut paver la voie pour les cinq prochaines années afin de surmonter ces obstacles.

La publication du "livre vert sur la politique des services financiers (2005-2010)", le 3 mai 2005, a été suivie d'un large processus de concertation entre organismes professionnels et représentants politiques européens, donnant lieu à la publication, le 1^{er} décembre 2005, d'un "livre blanc"⁽⁴⁾. Ce dernier tient compte des résultats de l' "échange de vues" du 18 juillet 2005 et d'initiatives parallèles telles que le rapport sur l'intégration financière établi par le Comité des services financiers, les conclusions du Conseil Ecofin du 11 octobre 2005 et le rapport de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen sur l'état actuel d'intégration des marchés financiers de l'UE.

Les grandes orientations

Les objectifs affichés par la Commission pour les cinq prochaines années sont les suivants :

- consolider "d'une manière dynamique" les progrès accomplis dans la voie d'un marché financier européen intégré, ouvert, inclusif, compétitif et économiquement efficient ;

- éliminer les derniers obstacles économiques à la libre circulation des services financiers et des capitaux dans l'UE. Cette dernière doit s'effectuer au coût le plus faible possible, avec un contrôle prudentiel effectif et des règles de nature à garantir un degré élevé de stabilité financière, d'avantages et de protection pour les consommateurs ;

- mettre en œuvre, faire respecter et évaluer d'une manière continue le cadre législatif existant et appliquer rigoureusement les principes d'une meilleure législation à toute initiative future ;

- améliorer la coopération et la convergence en matière de contrôle dans l'UE, approfondir les relations avec les autres places financières mondiales et renforcer l'influence européenne dans le monde.

La consolidation dynamique des services financiers

La Commission rappelle plusieurs enjeux cruciaux, comme l'accroissement de l'efficacité des marchés paneuropéens des produits d'épargne à long terme, le financement du déficit des régimes de retraite (particulièrement élevé), l'achèvement du marché intérieur des services de détail et la recherche d'une efficacité accrue du marché des capitaux à risques.

L'amélioration de la législation

La Commission s'est engagée à mener des consultations ouvertes et transparentes et des analyses d'impact de toute nouvelle proposition qu'elle-même pourrait émettre. Elle continuera à veiller à la mise en œuvre et à l'application effective de la législation communautaire. Par ailleurs, elle déplore la faiblesse du taux de transposition de cette législation dans les délais convenus par les Etats membres. La Commission procédera à une évaluation *ex post* du PASF et de toute nouvelle mesure législative, à travers notamment la publication annuelle d'un rapport de suivi de l'intégration financière. Le groupe institutionnel de suivi est censé évaluer le processus Lamfalussy dans tous les secteurs des services financiers. Pour 2009, la Commission devrait avoir achevé une évaluation économique et juridique complète de toutes les mesures du PASF. Une étude sera lancée dans le courant de 2007-2008. Des évaluations des principales mesures seront organisées environ quatre ans après le terme de leur délai de mise en œuvre.

Enfin, il apparaît indispensable d'exploiter les synergies entre la politique des services financiers et les autres politiques (concurrence, politique des consommateurs, fiscalité). Une étude récente de la Commission sur les obstacles aux concentrations transfrontalières en Europe a établi que l'insécurité des règles fiscales et leur caractère discriminatoire, en particulier la **TVA** liée aux restructurations, constituaient un obstacle majeur à l'intégration des services financiers. Elle souhaite ainsi présenter une proposition législative visant à adapter les règles en matière de TVA sur les services financiers à l'évolution du marché unique des services financiers. Dans un récent document de consultation⁽⁵⁾, la Commission européenne souligne les difficultés rencontrées par les entreprises financières dans leur stratégie de développement (externalisation de fonctions, mise en commun d'activités, sous-traitance, délocalisation de certains services ...). En matière de **TVA financière**, les principales difficultés rencontrées sont la définition imprécise des prestations exonérées, la "TVA cachée" dans les prestations financières et le calcul complexe du montant de la TVA déductible. La Commission explore cinq pistes de modernisation,

capables de remédier aux effets de distorsion imputables à la non-déductibilité de la TVA pour les prestataires de services financiers et d'assurance :

- l'application d'un taux zéro aux prestations de services financiers et d'assurance fournies à d'autres assujettis (prestations d'entreprise à entreprise) ;
- l'extension du champ d'exonérations de TVA financière ;
- l'aménagement communautaire uniforme des droits à déduction de TVA financière ;
- l'option pour la TVA pour les seules opérations réalisées à destination d'autres assujettis ;
- l'instauration d'un régime de groupe transfrontalier au regard de la TVA.

La mise en place de structures communautaires en matière de réglementation et de surveillance

De façon croissante, les entreprises sont à la recherche d'économies d'échelle au niveau européen, par une centralisation de leurs fonctions de gestion des risques et de post-marché, des opérations de concentration transfrontalière et via Internet. Les structures de réglementation et de surveillance de l'Union européenne doivent donc être adaptées en conséquence et les coûts réglementaires réduits dans la mesure du possible. La politique communautaire en matière de réglementation et de surveillance des services financiers est essentiellement fondée sur les quatre niveaux du processus Lamfalussy, que la Commission entend développer dans les cinq prochaines années. Les principaux enjeux de la politique réglementaire sont les suivants :

- une réforme de la comitologie ;
- une amélioration du processus en termes d'obligations de compte rendu et de transparence, notamment vis-à-vis du Parlement européen et du Conseil ;
- le développement d'une coopération réglementaire trans-sectorielle ;
- une amélioration de la réglementation à travers la mise en œuvre des quatre niveaux du processus Lamfalussy ;

- une convergence mondiale des normes, lorsque cette dernière s'avère possible. L'UE s'est par ailleurs engagée en faveur d'une ouverture des marchés mondiaux de services financiers et s'efforce d'honorer cet engagement dans le cadre des négociations commerciales (GATS, cycle OMC de Doha).

Les obligations de coopération et d'échange d'informations entre les autorités de surveillance doivent être renforcées, notamment en situation de crise

Les défis à relever sont les suivants :

- clarifier et optimiser les responsabilités incombant respectivement à l'Etat membre d'origine et à celui d'accueil, en tenant compte des risques de contagion ;

- explorer la possibilité d'une délégation de certaines tâches et responsabilités entre les autorités de surveillance, en veillant à ce qu'elles disposent de l'information et de la confiance mutuelle nécessaires ;

- améliorer l'efficacité de la surveillance en évitant de multiplier les exigences de reporting et d'information. Ainsi, avec les normes internationales d'information financière (IFRS), la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID) et le développement de nouvelles règles prudentielles pour les secteurs de la banque et de l'assurance s'offre une occasion de rationaliser les formats de reporting. La Commission estime nécessaire d'œuvrer à la mise en place d'exigences d'information et de reporting communes ainsi que – le cas échéant – de bases de données prudentielles communes ;

- assurer une coopération plus cohérente et rapide et développer une culture prudentielle au niveau paneuropéen.

La procédure de suivi

La Commission souhaite publier tous les ans un rapport détaillé faisant le point sur les progrès et évolutions enregistrés dans les domaines couverts dans le livre blanc.

Les activités législatives en cours

Les projets en cours ont trait à plusieurs domaines : la banque de détail, la solvabilité II, le réexamen des participations qualifiées, la compensation-règlement.

La banque de détail

Trois initiatives majeures sont en cours, touchant le **crédit à la consommation** (proposition modifiée de directive publiée le 10 octobre 2005, visant à créer un véritable marché intérieur du crédit à la consommation et à améliorer la protection des consommateurs), le **crédit hypothécaire** (livre vert de la Commission du 19 juillet 2005, avant la publication d'un livre blanc en 2007)⁽⁶⁾ et enfin, les **services de paiement**.

Le projet de directive sur le crédit à la consommation vise à clarifier la réglementation communautaire en procédant à la refonte des trois directives (1987, 1990 et 1998) qui existent déjà sur ce type de crédit, rendues obsolètes par l'évolution de l'industrie financière. La première version, proposée en 2002 par la Commission Prodi, avait été durement critiquée par le Parlement européen, qui rejetait l'harmonisation maximale voulue par la Commission. En octobre 2004, la version amendée intégrait cent des cent cinquante amendements proposés par le Parlement. Puis, la copie a de nouveau été révisée en octobre 2005. La dernière version de la Commission proposait une alternative, afin de sortir de l'opposition entre les partisans d'une harmonisation maximale et ceux d'une convergence minimale, avec le principe de l'harmonisation maximale ciblée sur un certain nombre de produits. Dans une certaine mesure, le texte autorisait les Etats à garder une législation plus protectrice, mais il admettait également le principe du marché unique, grâce à une clause de "reconnaissance mutuelle" des législations des vingt-cinq membres sur certains points sensibles comme l'obligation d'information contractuelle, le droit de résiliation, les transactions liées ou les intermédiaires de crédit et le remboursement anticipé. Ce principe avait rencontré un fort scepticisme dans la plupart des pays, qui avaient souligné les complications induites au point de vue juridique, les consommateurs pouvant ne pas toujours savoir quelle législation serait

appliquée pour des prestations transfrontalières. Ainsi, dans le cas du remboursement anticipé, le montant exigible par la banque n'était pas fixé, le texte indique qu'il devait être établi de manière "objective". Compte tenu des distorsions de concurrence possibles, le Conseil avait alors proposé que le principe de reconnaissance mutuelle ne s'applique qu'au-dessus de 300 euros.

Finalement, la présidence autrichienne du Conseil européen a peut-être permis de sortir le projet de directive de l'ornière, en abandonnant le principe de "reconnaissance mutuelle" dans un projet de texte final qu'elle va transmettre à la présidence finlandaise. En ce qui concerne les pénalités éventuelles en cas de remboursement anticipé, une solution devra être trouvée par la prochaine présidence finlandaise, d'autant plus que le texte va élargir son champ aux crédits de 200 à 100 000 euros et plus uniquement à ceux compris entre 300 et 50 000 euros.

Le crédit immobilier est en attente d'une directive.

La Commission européenne a engagé un dialogue entre professionnels du crédit hypothécaire et associations de consommateurs, en vue de créer un marché européen intégré du crédit hypothécaire. Ce dernier est l'un des plus importants au niveau européen (il représentait déjà à la fin 2004 environ 40% du PIB européen, selon la Commission) et continue de s'accroître. Cependant, l'ampleur des opérations entre Etats membres est limitée à cause du manque d'information, des obstacles juridiques et du peu de confiance des consommateurs dans les opérations transfrontalières. A la suite d'un processus de consultation, la Commission a publié un livre vert sur le sujet en juillet 2005. Elle estime qu'un marché intérieur du crédit hypothécaire, correctement mis en place et géré, pourrait offrir de nombreux avantages, comme un choix plus large de produits, des taux d'intérêt et des honoraires moins élevés pour le consommateur ainsi que de meilleurs débouchés pour les organismes de crédit. Une étude réalisée par London Economics, à la demande de la Commission, estime à 94,6 Mds EUR (soit 0,89% du PNB européen) d'ici à 2015 le bénéfice net d'une intégration des marchés du crédit immobilier. Cette étude a été cependant sévèrement critiquée par les professionnels du secteur, qui estiment ses résultats beaucoup trop optimistes. Les

banques craignent en fait une trop forte réglementation européenne, notamment en matière de protection des consommateurs. Elles estiment qu'un soutien plus fort de la Commission au Code de bonne conduite, institué en 2001, serait une mesure suffisante. A la suite de la reprise du processus de consultation entre représentants des prêteurs hypothécaires et associations de consommateurs, un livre blanc sur le crédit hypothécaire devrait être publié en 2007.

La proposition de directive relative aux **services de paiement** renforcera la concurrence et formulera des règles claires en ce qui concerne les droits et obligations des utilisateurs et des prestataires de ces services. Cette initiative favorisera et soutiendra les efforts entrepris par le secteur pour mettre en place un espace unique de paiements en euros (SEPA) d'ici à 2010. En 2007, la Commission doit se pencher sur la nécessité de mesures supplémentaires pour que le SEPA soit en place dans les délais prévus.

Projet solvabilité II

L'objectif est de moderniser la réglementation et la surveillance prudentielle dans le secteur de l'assurance. La prise en compte des risques sera ainsi introduite dans les calculs des exigences de solvabilité. Le calcul des engagements d'assurance (provisions techniques) sera mieux harmonisé, afin de faciliter la convergence des pratiques de surveillance. La Commission souhaite présenter sa proposition sous la forme d'un texte unique à la mi-2007.

Participations qualifiées

Rappelons que les autorités de surveillance ont le pouvoir de bloquer les investissements, les fusions et acquisitions envisagées dans les secteurs financiers. Il existe donc une exigence accrue de clarté, de transparence et d'information dans la façon dont ces autorités évaluent les participations "qualifiées". La Commission et les comités de contrôle (CECB et CECAPP) ont déjà engagé des travaux visant à la modification de l'article 16 de la directive "banques" et de l'article 15 de la directive "assurances" et à la définition de critères prudentiels communs. Dans le domaine

bancaire, une proposition devrait être présentée à la mi-2006. Dans l'assurance, les travaux devraient s'effectuer dans le cadre de l'exercice solvabilité II.

La compensation-règlement

Enfin, la Commission souligne que les infrastructures de compensation et de règlements transfrontaliers ont un coût beaucoup plus élevé qu'au niveau national, alors même que leur degré de sécurité et d'efficacité est moindre. Ce coût élevé s'explique par l'existence d'un certain nombre d'obstacles techniques, juridiques et fiscaux.

La Commission s'interroge actuellement sur un certain nombre de sujets : suppression des obstacles injustifiés à la consolidation transfrontalière, directive sur la monnaie électronique (une évaluation de cette directive est en cours, diverses indications tendant à suggérer qu'elle n'assure pas un degré de sécurité juridique suffisant), fonds de garantie d'assurance (la Commission devait décider en 2006 de l'opportunité de présenter ou non une proposition dans ce domaine), convention de La Haye sur les titres⁽⁷⁾, instruments optionnels⁽⁸⁾.

Les initiatives prévues

La Commission a identifié deux domaines dans lesquels des initiatives pourraient émerger : les fonds d'investissement et les services financiers de détail.

Les fonds d'investissement

Les travaux visant à assurer une application homogène de la législation OPCVM sont déjà bien avancés, notamment en ce qui concerne la délivrance d'un passeport OPCVM doté d'une plus grande souplesse, la clarification des limites d'investissement et la transposition plus homogène de la législation existante. Les réactions au livre vert de la Commission (juillet 2005) sur l'amélioration du cadre législatif pour les fonds d'investissement et les travaux en cours serviront de base à la Commission pour élaborer le contenu et la forme de ses éventuelles initiatives futures. Ses vues

seront exposées dans un livre blanc, publié au second semestre 2006. L'Europe va devoir faire face à un choc démographique, qui va peser sur le financement des systèmes de retraites publics.

Les services financiers de détail (comptes bancaires et intermédiaires de crédit)

Il apparaît indispensable d'ouvrir davantage ces marchés, encore trop fragmentés. La Commission estime notamment que les domaines suivants méritent un examen plus approfondi :

- l'accès à un compte bancaire. Les obstacles injustifiés à tous les types de comptes bancaires doivent être supprimés, l'éventail de choix de consommateurs élargi et la concurrence entre prestataires de services renforcée.

- la mobilité des utilisateurs. La Commission va créer un groupe d'experts, composé de représentants du secteur et des utilisateurs, pour identifier les problèmes liés à cette mobilité (par exemple, ouverture transfrontalière de comptes – y compris en ligne – frais de clôture de compte et virements entre banques) et examiner l'utilité d'un compte bancaire optionnel standard. Les conclusions de ce groupe d'experts seront disponibles au début de 2007.



PASF ont établi les conditions nécessaires à cette intégration, en proposant un corps commun de règles pour les entreprises de services financiers et les marchés de titres et en poussant à la convergence des pratiques les autorités de supervision.

Toutefois, les progrès ont été inégaux. Les marchés de gros sont bien intégrés, et en particulier, le marché obligataire est de taille, désormais, à rivaliser avec le marché des titres longs en dollars. Par ailleurs, les progrès ont été incontestables dans certaines fonctions commerciales en amont et dans certaines activités liées aux marchés de capitaux, comme la négociation et la gestion de portefeuille et la gestion des risques. Ces avancées ont permis de poser les bases d'une croissance durable, au travers de la progression des investissements et de l'emploi.

A l'opposé, comme l'a souligné le livre blanc sur les services financiers, des faiblesses demeurent dans la banque de détail, qui demeure très fragmentée et dans la difficile organisation des activités transfrontalières. Par ailleurs, la création d'un véritable marché intérieur européen de règlement-livraison se fait encore attendre. Jusqu'ici, la consolidation demeure incomplète et revêt des logiques différentes voire opposées, avec l'approche horizontale retenue par Euronext/Clearnet-LCH/Euroclear, et l'organisation verticale retenue par Deutsche Boerse Group, où les transactions conclues sur le Xetra (pour le cash) ou sur Eurex (pour les dérivés).

Enfin, il convient de réaliser de nouveaux progrès dans l'harmonisation des réglementations prudentielles. Dans ce domaine, un des principes fondamentaux du droit public, celui de la territorialité, complique l'émergence et surtout l'exercice d'une fonction de surveillance paneuropéenne.

Notes de fin de document

(1) Ainsi, la directive sur les garanties s'applique-t-elle aux opérations interbancaires, mais pas à l'ensemble des contrats.

(2) "Review of the International Role of the Euro", ECB, December 2005.

(3) Source BRI, 2004.

(4) Livre blanc, Politique des services financiers 2005-2010, SEC (2005) 1574, Commission européenne.

(5) Document de consultation sur la modernisation des obligations TVA concernant les services financiers et d'assurance.

(6) La Commission s'est donnée du temps afin de laisser ouvert le choix entre autorégulation et réglementation, ceci afin de ne pas relâcher la pression sur les acteurs financiers.

(7) Convention multilatérale portant sur les conflits de loi relatifs aux titres détenus auprès d'un intermédiaire, faisant l'objet d'une évaluation juridique de certains de ses aspects, demandés par le Conseil pour aider celui-ci à décider s'il accepte que la proposition actuelle de la Commission soit présentée pour signature.

(8) La Commission restant sceptique sur l'utilité et la faisabilité de ces derniers – "26ème régime" – dans le secteur des services financiers, leurs promoteurs doivent fournir un effort d'explication.

Achévé de rédiger le 7 juillet 2006
marion.girard-vasseur@bnpparibas.com
eric.vergnaud@bnpparibas.com

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
<u>ECONOMIES OCDE</u>		
Philippe d'ARVISENET	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Eric VERGNAUD Questions structurelles, prévisions	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture Pays	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ZONE EURO, FINANCES PUBLIQUES Florence BARJOU	01.42.98.27.62	florence.barjou@bnpparibas.com
FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	mathieu.kaiser@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Eric VERGNAUD	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
EUROPE DU SUD, MARCHE FINANCIER UNIQUE Marion GIRARD-VASSEUR	01.42.98.44.24	marion.girard-vasseur@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
<u>ECONOMIE BANCAIRE</u>		
Van NGUYEN THE Responsable	01.43.16.95.54	van.nguyenthe@bnpparibas.com
Laurent QUIGNON	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<u>RISQUES PAYS</u>		
Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
Nhu-Nguyen NGO	01.43.16.95.44	nhu-nguyen.ngo@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Christine PELTIER	01.42.98.26.77	christine.peltier@bnpparibas.com
Bérénice PICCIOTTO	01.42.98.74.26	berenice.picciotto@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Gaëlle LETILLY	01.42.98.56.27	gaelle.letilly@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST – FLUX DE CAPITAUX VERS LES PAYS ÉMERGENTS François FAURE	01.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Tatiana ESANU	01.42.98.48.45	tatiana.esanu@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal Devaux	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture - Taux - Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **Finances publiques dans la zone euro.** Cette publication paraît chaque trimestre.
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque lundi).

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez contacter notre secrétariat :
Chantal CAZES : +33 (0)1 42 98 58 91 - chantal.cazes@bnpparibas.com

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des *Etudes Economiques* de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et 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 sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas 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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(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 l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véacité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le 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. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) et des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains 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 à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du 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.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, 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 autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. 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 à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce 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 par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2004). 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.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Juillet 2006

ISSN : 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

