

FINANCER L'ÉCONOMIE

Notre lettre aux parlementaires

N° 46 / novembre 2025

Financements

Titrisation : la proposition de la Commission européenne permettra-t-elle de relancer le marché en Europe ?

Face à la nécessité de trouver les financements nécessaires aux investissements massifs requis au titre des transitions énergétique et technologique, identifiés par Mario Draghi dans son rapport, et de la remobilisation européenne en matière de défense (Readiness 2030), la Commission européenne a dévoilé, le 19 mars dernier, sa stratégie pour l'« Union de l'épargne et des investissements » (UEI) dont la titrisation constitue un maillon essentiel. Le 17 juin dernier, la Commission a, en outre, proposé de nouvelles mesures pour relancer l'activité de titrisation dans l'UE tout en préservant la stabilité financière. Ces mesures constituent une bonne base pour relancer le marché de la titrisation, qui reste très peu actif en Europe. Pour autant, certains aspects gagneraient à être améliorés. Surtout, afin de ne pas freiner les investisseurs et relancer ce marché, il est crucial d'aligner les exigences en capital imposées aux titrisations avec celles relatives à d'autres actifs de risque comparable.

Pour mémoire, la titrisation, dans sa version dite « cash », est un mécanisme qui consiste, pour les banques, à regrouper des prêts en « paquets » relativement homogènes, puis à les céder à un véhicule de titrisation (Special Purpose Vehicle, SPV) qui se finance en émettant des titres liquides¹. Une partie de ces titres est conservée au bilan de la banque originatrice, une autre partie est placée sur le marché auprès d'investisseurs institutionnels et acquise par d'autres banques. Les capitaux propres bancaires libérés dans le bilan de la banque originatrice, à la suite des cessions de prêts cédés, peuvent ainsi être réalloués au financement de nouveaux projets.

Le bon grain sans l'ivraie

La titrisation présente plusieurs autres vertus : la diversification et la meilleure répartition du risque, l'accroissement de la liquidité qui facilite l'échange et la valorisation d'actifs auparavant peu liquides, la possibilité d'adapter le couple rendement-risque

aux préférences des investisseurs (qui bénéficient de ce fait de davantage d'opportunités). Ces caractéristiques font de la titrisation un outil puissant pour améliorer l'efficacité des marchés, l'allocation de l'épargne et le potentiel de financement de l'économie. Elle est toutefois encadrée afin d'éviter l'aléa moral qui pourrait conduire certains « originateurs » à se défaire des « mauvais risques » ou à « originer » certains prêts dans le seul objectif de les placer auprès d'investisseurs. Pour éviter cet écueil et aligner les intérêts des originateurs avec ceux des investisseurs, le Comité de Bâle a recommandé, après la crise de 2008, l'obligation, pour la banque originatrice, de conserver dans son bilan au moins 5% des expositions titrisées. Cette recommandation a été traduite dans le droit européen dès 2011².

Plus largement, la titrisation a bénéficié dans l'Union européenne d'un cadre profondément remanié depuis 2019 visant à promouvoir une titrisation saine, qui ne soit pas une source potentielle d'instabilité financière. Malgré deux tentatives de la Commission européenne de relancer la titrisation³, l'histogramme des émissions est resté désespérément plat.

Des mesures nécessaires mais non suffisantes

Fort de ce constat, la Commission a dévoilé le 17 juin dernier sa réforme du cadre législatif et réglementaire de la titrisation dans l'Union européenne.

Du côté de l'offre de titrisation, la proposition de la Commission améliore le calibrage prudentiel. Tout d'abord, elle diminue les charges de capital actuelles (via la diminution des facteurs p et des planchers de pondération des risques). Ensuite, elle introduit la sensibilité au risque (calcul du plancher de pondération des risques en proportion de la pondération des risques du portefeuille d'actifs sous-jacents) sur les parts de titrisations conservées par les

Nous ouvrons ce nouveau numéro avec la titrisation, outil indispensable pour le financement des investissements nécessaires à la compétitivité européenne. Elle souffre toujours d'une stigmatisation issue de la crise financière alors même que la titrisation en Europe n'a jamais connu de défaillance majeure. Nous partageons ici notre analyse de la proposition de la Commission européenne visant à revitaliser ce marché pour qu'il se rapproche de l'activité qu'il connaît dans d'autres juridictions (USA, Japon, Royaume Uni).

Le second article dresse un état des enjeux et perspectives des stablecoins qui se retrouvent au centre de nombreuses discussions notamment à la suite du virage effectué par l'administration américaine en leur faveur.

En espérant que cette lecture vous apportera des éléments utiles à votre réflexion, nous sommes à votre disposition pour échanger plus avant sur ces sujets.



Laurent BERTONNAUD
Directeur des Affaires publiques –
France – Retail – Numérique
laurent.bertonnaud@bnpparibas.com

banques. En théorie, cela permet d'abaisser le coût moyen pondéré des ressources bancaires allouées à ces expositions et d'élargir le volume de titrisations viables à des actifs qui pouvaient difficilement y prétendre jusqu'alors (prêts aux grandes entreprises et aux PME, etc.). L'effet sur le volume des transactions de titrisation émises par les banques devrait être positif.

La portée de la baisse des pondérations serait toutefois limitée, en pratique, par des planchers de pondération, dont le niveau dépendrait du croisement de deux critères. Le premier serait le caractère STS (« simples, transparentes et standardisées »), ou non STS, de la titrisation ; le second, nouveau, serait la « résilience » qui répond à certaines conditions de garantie de l'exposition par un tiers (réhaussement de crédit).

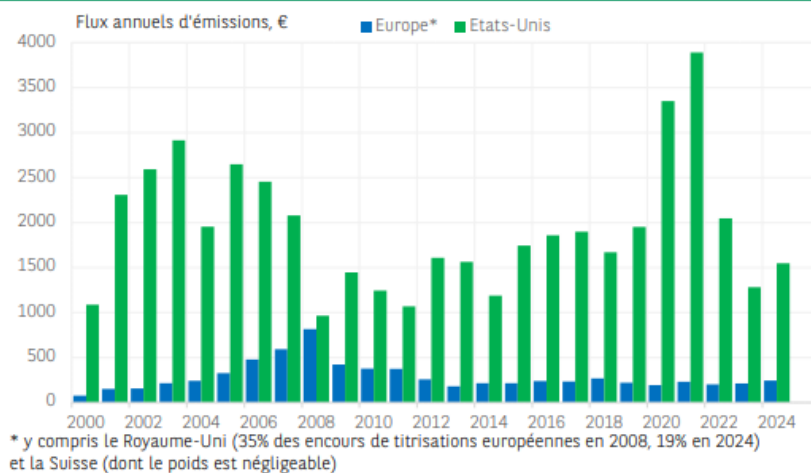
Du côté de la demande, la Commission ne souhaite pas améliorer significativement

le traitement actuel des expositions des banques agissant en qualité d'investisseurs, même pour les tranches de premier rang, afin d'éviter que les risques ne soient ré-injectés dans le système bancaire. Elle ne propose d'aligner les risques entre les originateurs et les investisseurs que pour les tranches seniors des transactions résilientes de STS. Pourtant, une relance

durable du marché de la titrisation suppose que les banques puissent effectuer la tenue de marché (market making), condition essentielle pour assurer la liquidité des titres sur le marché secondaire et rendre le marché attractif pour les investisseurs institutionnels. Par ailleurs, si l'intention de la Commission de simplifier les exigences en matière de due diligence pour les investisseurs est louable⁴, ces efforts de simplification risquent d'être compromis par l'introduction de sanctions disproportionnées, sous forme notamment d'amendes dont le montant est exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires mondial. Non seulement cette mesure désinciterait les investisseurs potentiels à entrer sur le marché, mais elle pourrait également réduire le périmètre des investisseurs actuels, déjà limité. Parallèlement à sa proposition législative, la Commission européenne a initié une consultation publique en vue de modifier le règlement délégué sur le ratio de liquidité à court terme (LCR). L'objectif est de rendre les expositions de titrisations éligibles, sous certaines conditions, au numérateur du LCR.

En synthèse, même si l'impact économique des nouvelles mesures proposées par la Commission demeure difficile à évaluer, il apparaît que les bénéfices des mesures positives proposées par la Commission, notamment en termes de hausse des volumes d'émissions sur certains segments, pourraient être annihilés par certaines dispositions, en particulier le relèvement

ÉMISSIONS DE TITRISATIONS COMPARÉES EUROPE* - ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : AFME, BNP PARIBAS

du plancher de pondération et le nouveau régime de sanctions évoqué ci-dessus. Dans le cadre des discussions en cours au Parlement et au Conseil de l'UE, ce texte gagnerait à évoluer vers un meilleur équilibre entre les garde-fous, nécessaires pour rassurer les investisseurs et garantir la stabilité financière, et un degré de complexité qui, s'il demeurerait excessif, risquerait susciter une méfiance qui n'a pourtant plus lieu d'être.

Surtout, ces mesures ne remettent pas en cause le traitement prudentiel et les exigences en matière de due diligence désavantageux dont souffre la titrisation au regard de classes d'actifs au profil de risque similaire. Les premières réactions tant du secteur financier que des Etats membres convergent et suggèrent que le texte ne va pas assez loin. Chaque avancée positive est accompagnée d'une mesure punitive qui en limitera la portée. A défaut d'être largement amendée par les colégislateurs, cette nouvelle proposition pourrait ne pas avoir les effets escomptés en ne suscitant pas suffisamment d'intérêt auprès des investisseurs – à l'instar des deux précédentes initiatives. Un sursaut est nécessaire car le financement de l'économie européenne – dont les besoins sont massifs – pourraient pâtir d'un marché de la titrisation insuffisamment efficace et de l'attente d'une quatrième proposition. Il en va de même pour la proposition de révision du règlement délégué Solvabilité II relative au traitement pru-

dentiel de la détention de titrisations par les compagnies d'assurance, soumise à consultation cet été par la Commission européenne. La proposition est bienvenue et marque des progrès mais reste insuffisante en ce qu'elle maintient des exigences en capital sensiblement plus élevées qu'aux Etats-Unis et au Japon. Insurance Europe, l'association européenne des compagnies d'assurance, appelle

à un calibrage « plus approprié » de Solvabilité 2 qui permettrait « d'injecter des milliards supplémentaires dans l'économie européenne ».



Laurent QUIGNON

Etudes économiques – Responsable économie bancaire
laurent.quignon@bnpparibas.com

1. Dans le cas d'une titrisation classique. La titrisation synthétique autorise, quant à elle, le transfert du risque en conservant l'actif sous-jacent dans le bilan.

2. L'exigence de rétention de 5% de la valeur des expositions titrisées a été introduite dans l'UE pour la première fois le 1er janvier 2011 par la directive 2009/111/CE relative à la titrisation

3. Le règlement titrisation a introduit des règles communes en matière de « due diligence », de rétention du risque et de transparence pour toutes les titrisations. Il a également créé un nouveau label de titrisations simples, transparentes et standardisées (STS). Dans le même temps, le règlement de 2017 modifiant le règlement concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR) a rendu les exigences en fonds propres bancaires plus sensibles au risque et introduit un traitement préférentiel spécifique pour les titrisations STS. En 2021, enfin, le champ d'application du label STS a été étendu aux titrisations synthétiques inscrites au bilan par une modification du règlement sur les titrisations et les obstacles réglementaires à la titrisation des expositions non performantes ont été supprimés par une modification du CRR.

4. Par exemple, la suppression de l'obligation pour les investisseurs de l'UE de vérifier que les parties vendeuses respectent les obligations prévues dans le règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 (SECR) lorsque celles-ci sont établies dans l'UE.

Stablecoins : enjeux et perspectives

De pourfendeur du Bitcoin, dont il disait en 2019 qu'il était « fondé sur du vent » et « semblable à une fraude », Donald Trump s'est mué, lors de sa dernière campagne, en héraut des crypto-actifs, jusqu'à en faire l'un des piliers de sa stratégie économique et monétaire. Trois jours seulement après son investiture, en janvier 2025, il signait un décret présidentiel fondateur¹ fixant le cap politique : asseoir le leadership américain dans les technologies financières numériques, avec en première ligne les stablecoins adossés au dollar. A peine six mois plus tard, le 18 juillet, le Congrès adoptait le GENIUS Act², première législation fédérale sur les stablecoins de paiement, là où toutes les tentatives précédentes avaient échoué. Enfin, le 30 juillet, le President's Working Group publiait le rapport « Strengthening American Leadership in Digital Financial technology », prolongement direct du décret présidentiel de janvier, proposant un ensemble de mesures concrètes de régulation et de soutien à l'innovation et appelant à la mise en œuvre très rapide du GENIUS Act.

Stablecoins : kesako ?

Les stablecoins sont des instruments numériques privés émis sur une infrastructure blockchain, conçus pour maintenir une valeur stable grâce à un adossement à des actifs de réserve. Ils prennent la forme de créances sur l'émetteur, dont la valeur est censée rester alignée sur un actif de référence, le plus souvent une monnaie fiat. Cette promesse de stabilité les distingue des crypto-actifs traditionnels comme le Bitcoin, dont le prix fluctue au gré de l'offre et de la demande. Trois grandes catégories existent : les stablecoins collatéralisés par une monnaie unique, tels l'USDT (Tether) et l'USDC (Circle), garantis par des dépôts bancaires ou des bons du Trésor ; ceux adossés à un panier d'actifs, qui cherchent à atténuer le risque de change ; et les modèles algorithmiques, qui tentent de stabiliser la valeur au moyen d'ajustements automatiques de l'offre, mais dont la viabilité s'est révélée fragile, comme l'a montré l'effondrement du TerraUSD en 2022.

Usages théoriques et avantages attendus

L'usage des stablecoins est aujourd'hui avant tout lié à la sphère des « crypto-monnaies », où ils servent de « cash leg » sur

les plateformes d'échange et représentent près de 80 % des transactions en 2025. Mais leur diffusion s'élargit. Les stablecoins sont désormais utilisés pour des transferts transfrontières, en offrant une alternative moins coûteuse aux canaux traditionnels. Dans les économies émergentes, ils servent de substitut d'accès au dollar, permettant aux ménages et entreprises de protéger leur pouvoir d'achat face à l'inflation. En Argentine, selon les observateurs, de nombreux acteurs préfèrent conserver leurs avoirs en USDC plutôt qu'en monnaie nationale, comme ils le faisaient avant en USD. Dans le champ de la finance de marché, les stablecoins pourraient jouer un rôle dans les règlements de titres tokenisés. Enfin, ils permettent d'envisager des paiements programmables, notamment des micro-transactions intégrées à l'Internet des objets. Leur attrait théorique repose sur la rapidité, l'accessibilité globale et la programmabilité, autant de caractéristiques qui en font des instruments potentiellement transformateurs des infrastructures de paiement.

Une adoption différenciée selon les régions

Leur adoption demeure cependant très variable d'une région à l'autre : en Europe, la robustesse de l'euro ainsi que l'efficacité des infrastructures existantes comme TIPS (Target Instant Payment Settlement) et des moyens de paiements déjà disponibles limitent leur intérêt pratique pour les paiements domestiques, alors qu'en Amérique latine ou en Afrique, leur rôle de refuge monétaire est déjà avéré. Selon un rapport récent du FMI³, l'utilisation effective des stablecoins se concentre en dehors de l'Europe, avec une forte présence en Amérique du Nord et en Asie, et un poids relatif particulièrement marqué dans les économies émergentes où ils servent de substitut au dollar.

Un instrument de financement implicite du Trésor américain

Cet aspect illustre l'intérêt stratégique que représentent les stablecoins pour les États-Unis. En renforçant la demande internationale de dette publique, ils contribuent à réduire les coûts de financement du Trésor⁴. Leur diffusion mondiale consolide par ailleurs le rôle international du dollar, qui demeure l'unité de compte de référence des échanges internationaux. Comme le souligne Éric Monnet, les stablecoins peuvent

DIFFÉRENTES MONNAIES

- **Monnaie fiat** : monnaie officielle d'une juridiction pouvant prendre différentes formes physiques ou numériques. Le terme comprend à la fois la monnaie de banque centrale et la monnaie de banque commerciale.

- **Monnaie de banque centrale (de gros / de détail)** : La monnaie de banque centrale est l'ensemble des avoirs détenus par les banques commerciales et les institutions financières auprès de la banque centrale, ainsi que les billets et pièces en circulation. Cette monnaie est émise exclusivement par la banque centrale. La monnaie de banque centrale de gros est utilisée principalement pour les transactions interbancaires. Elle est constituée des dépôts des banques commerciales auprès de la banque centrale et sert aux règlements des transactions entre ces banques. La monnaie de banque centrale de détail, autrement dit la monnaie fiduciaire, se compose des billets et pièces en circulation, accessibles au public, et pouvant être utilisés pour les transactions quotidiennes.

- **Monnaie de banque commerciale** : la monnaie de banque commerciale désigne les dépôts à vue détenus par les acteurs économiques non bancaires (particuliers, entreprises, administrations) dans les établissements de crédit. Elle est créée par les banques commerciales lors de l'octroi de crédits. La monnaie de banque commerciale est également appelée **monnaie scripturale**.

être vus comme une nouvelle étape du « cryptomercantilisme » américain, où l'État s'appuie sur des instruments privés pour étendre son influence financière⁵. La convergence entre intérêts publics et privés donne aux stablecoins une dimension géopolitique qui dépasse largement la seule innovation technologique.

Distinction avec la monnaie bancaire et risques associés

Malgré une apparente similitude fonctionnelle, un stablecoin ne constitue pas un dépôt bancaire. Il s'agit d'une créance privée adossée à des réserves, sans filet de sécurité comparable à celui de la monnaie scripturale : pas de fonds de garantie des dépôts, pas d'accès aux guichets de liquidité de la banque centrale. Cette distinction expose les utilisateurs à des risques accrus en

cas de perte de confiance. Il faut cependant faire une distinction entre les stablecoins bancaires, émis par des établissements de crédit soumis à un cadre prudentiel strict destiné à assurer leur résilience, et ceux émis par des entités non bancaires, moins, voire non régulées ou supervisées, par nature plus risqués.

Barry Eichengreen, professeur d'économie à l'Université de Californie, Berkeley, spécialiste reconnu de l'histoire monétaire internationale, rappelle que la prolifération des stablecoins non bancaires pourrait menacer le principe de « singleness of money »⁶ : la valeur d'un dollar doit être identique partout, or la multiplication de créances privées adossées au dollar pourrait conduire à des quasi-monnaies non fongible. Le parallèle avec l'ère du Free Banking au XIXe siècle est éclairant : les billets émis par des banques privées circulaient à des valeurs variables selon la confiance accordée à chaque émetteur, provoquant ruées et paniques. Comme les fonds monétaires, les stablecoins peuvent également fragiliser les marchés obligataires : des retraits massifs obligerait les émetteurs à liquider brutalement leurs portefeuilles de bons du Trésor US et déstabiliser les finances publiques américaines. Enfin, la substitution de dépôts

bancaires par des jetons privés pourrait limiter la capacité de financement de l'économie : en captant une partie des dépôts, les stablecoins non bancaires réduiraient la base sur laquelle les banques commerciales s'appuient pour octroyer du crédit, ce qui pourrait, in fine, contraindre la distribution de prêts aux ménages et aux entreprises et peser sur l'investissement productif et la croissance.

Que doit faire l'Europe ?

Face à ces évolutions, l'Europe doit avoir une réponse forte. Celle-ci devrait reposer sur plusieurs axes complémentaires. Le premier, prioritaire, est l'émission d'une monnaie numérique de banque centrale de gros (wCBDC) par la BCE, afin de fournir un actif de règlement numérique sans risque pour les marchés tokenisés. On ne peut que saluer à cet égard le lancement par la BCE des projets Pontes et Appia. En complément, il faut favoriser la tokenisation des dépôts bancaires, qui permettront de relier monnaie de banque centrale et monnaie de banque commerciale dans l'environnement DLT (Distributed Ledger Technology, technologie des registres distribués), en associant les bénéfices de la technologie à la sécurité du cadre bancaire prudentiel. Pour préserver

l'unicité de la monnaie, maîtriser les risques liés aux stablecoins et exploiter leurs bénéfices potentiels, les banques doivent explorer sans délai le développement de stablecoins communs, assurant l'ancrage avec la monnaie et offrant plus de sécurité que ceux émis par des acteurs non bancaires. Enfin il est nécessaire de soutenir les nouvelles solutions paneuropéennes de paiement (Wero, Blik et Bizum...). Les enjeux sont clairs : préserver la souveraineté monétaire, empêcher les dépendances stratégiques et maintenir la compétitivité de l'Europe dans l'économie numérique de demain.



Hubert d'ETIGNY

Affaires publiques – France - Retail – Numérique
hubert.detigny@bnpparibas.com

1. The White House, *Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology*, Executive Order, 23 janvier 2025.
2. U.S. Congress, *GENIUS Act*, adopté le 18 juillet 2025.
3. FMI, "Decrypting Crypto: How to Estimate International Stablecoin Flows", WP/25/141, juillet 2025
4. Éric Monnet, *Cryptomercantilisme et souveraineté monétaire : le défi des stablecoins américains pour l'Europe*, CEPII, Lettre n° 459, septembre 2025.
5. Monnet, *op. cit.*
6. Goldman Sachs, *entretien avec Barry Eichengreen*, *Top of Mind*, Issue 141, 2025.

CRYPTO-ACTIFS ET MONNAIES NUMÉRIQUES : QUELQUES DÉFINITIONS

- **Crypto-actif** : représentation numérique d'une valeur ou d'un droit pouvant être transférée et stockée de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués ou d'une technologie similaire (source : Règlement (UE) 2023/1114 MiCA). Aux États-Unis, on parle pour cela d'« actif numérique » (« digital asset ») tandis les « crypto-actifs » (« crypto-assets ») désigne le champ des crypto-monnaies et des stablecoins, autrement dit un sous-ensemble des actifs numériques.
- **Registre distribué et blockchain** : répertoire d'informations qui conserve un enregistrement des transactions et qui est partagé et synchronisé au sein d'un ensemble de nœuds de réseau DLT (Distributed Ledger Technology, technologie des registres distribués), au moyen d'un mécanisme de consensus, c'est-à-dire les règles et les procédures par lesquelles les nœuds d'un réseau DLT parviennent à un accord sur le fait qu'une transaction est validée (source : règlement MiCA). Une « blockchain » est un type particulier de registre distribué.
- **Stablecoins (jetons stables), EMT et ART** : les stablecoins sont des crypto-actifs qui visent à maintenir une valeur stable en étant adossés à un actif de réserve, tel que des devises traditionnelles (monnaie fiat), des matières premières ou un panier d'actifs. Ils sont utilisés pour réduire la volatilité inhérente aux crypto-actifs non adossés indûment appelés crypto-monnaies, comme le Bitcoin et ses équivalents. En Europe, le règlement MiCA distingue deux formes principales de stablecoins : les « jetons de monnaie électronique » (e-money tokens - EMT), adossés à une seule monnaie officielle, et les « jetons se référant à un ou des actifs » (asset-referenced tokens - ART). Les EMT ne peuvent être émis que par des établissements de crédit (stablecoins bancaires) ou des établissements de monnaie électronique.
- **Dépôts tokenisés (= monnaie numérique de banque commerciale)** : les dépôts bancaires tokenisés sont des dépôts bancaires convertis en jetons numériques (tokens) grâce à la technologie de la blockchain. Ces tokens peuvent être utilisés pour faciliter les transactions sur une blockchain tout en étant adossés aux dépôts bancaires traditionnels.
- **Monnaie numérique de banque centrale** : la monnaie numérique de banque centrale (MNBC ou en anglais CBDC pour Central Bank Digital Currency) est une forme numérique de la monnaie de banque centrale. Elle peut être destinée à un usage de détail (rCBDC) par le grand public ou de gros (wCBDC), pour les transactions interbancaires.

