

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

N° 45 / octobre 2024

Financements

Du rôle fondamental des banques dans l'accès des entreprises aux marchés financiers

Le financement des acteurs économiques provient de deux sources principales : le crédit bancaire et les marchés financiers. Dans les deux cas, les banques jouent un rôle fondamental. Dans le premier, bien connu de tous, il consiste à transformer des ressources de court terme, dont les dépôts, en prêts à moyen ou long terme octroyés aux ménages et aux entreprises, après avoir soigneusement vérifié leur solvabilité. Le rôle des banques concernant la seconde source de financement est en revanche moins visible, relativement méconnu du grand public, et pourtant tout aussi essentiel. S'agissant des marchés financiers, les banques assurent notamment :

- L'exécution des transactions, sur le marché du neuf (marché primaire) et sur celui de l'occasion (marché secondaire) ;
- Certaines activités post-marché indispensables à cette exécution et à la sécurisation des transactions, dont la conservation des titres, certains reporting aux autorités réglementaires ou encore la gestion des événements sur titres (versement des dividendes, opérations sur capital...);
- La liquidité des actifs, tant à l'achat et à la vente que pour reconnaître leur qualité de nantissement éligible pour les transactions de marché dites « collatéralisées » ;
- Des services à haute valeur ajoutée à certains intermédiaires financiers non bancaires, tels que des fonds et des investisseurs institutionnels, à travers les activités dites de « prime brokerage » ;
- Et enfin la gestion des risques de taux, de change, de crédit ou de matière première auxquels s'exposent investisseurs et émetteurs de titres, grâce à des solutions de couverture (repo, produits dérivés).

Pour ce faire, elles s'appuient d'une part sur leur propre bilan, ce qui implique des risques et donc d'avoir assez de capital et de se

conformer aux exigences réglementaires, et d'autre part sur l'expertise qu'elles mettent au service de leur clientèle (émetteurs et investisseurs).

Les banques rendent possible l'offre de nouveaux titres sur le marché primaire (actions, obligations...) et les échanges de ces mêmes titres sur le marché secondaire.

Sur le marché primaire, elles conseillent les émetteurs tant dans les caractéristiques du titre que dans l'estimation de son prix. Ensuite, le bilan des banques pourra être mis à contribution pendant la période de stockage des titres avant leur mise sur le marché et enfin le fonds de commerce de ces mêmes banques sera sollicité pour la vente de ces titres aux clients finaux. Naturellement, les banques font aussi partie de l'offre d'actifs financiers, pour leurs propres besoins, ce qui accroît d'autant la diversification possibles des risques pour les investisseurs. En langage professionnel, on parle respectivement de « structuring », « pricing », « warehousing », « underwriting » et « distribution ». Les banques de marché sont les plus actives dans ce domaine d'activité et ont même l'exclusivité quand il s'agit de servir les plus grands émetteurs de titres au monde : les émetteurs souverains. On parle alors de « spécialiste en valeur du trésor » (SVT), également connu sous le terme « primary dealer ».

Les investisseurs sur le marché primaire peuvent être amenés à vendre leurs titres à plus ou moins long terme. Dans ces cas, les titres achetés sur le marché primaire sont échangés sur le marché secondaire. L'intermédiation bancaire se fait alors en qualité de contrepartie : un investisseur vend (ou achète) un titre à une banque, laquelle vend (ou achète) ce même titre à un autre investisseur. L'objet de la transaction peut rester un certain temps sur le bilan de la banque entre le vendeur initial et l'acheteur final. C'est parce que les banques peuvent

Ce nouveau numéro de notre publication spécialement conçue pour vous, mesdames et messieurs les parlementaires, traite de deux sujets que nous jugeons essentiels à l'atteinte des objectifs de souveraineté économique de l'Union Européenne et donc de la France.

Le premier article explique qu'il ne peut pas y avoir de réussite de l'Union de l'Épargne et de l'Investissement sans des banques européennes robustes et compétitives. Il détaille leur rôle essentiel dans le financement par les marchés, rôle probablement moins connu que celui qu'elles jouent pour le crédit bancaire.

Le second article présente l'intérêt pour cette même UEI de disposer prioritairement d'un euro numérique de gros.

N'hésitez pas à me solliciter pour approfondir l'un de ces sujets.



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

financer leur inventaire (c'est-à-dire les titres achetés qui n'ont pu être vendus dans la même journée) et peuvent aller emprunter les titres vendus à découvert (c'est-à-dire les titres vendus qui n'ont pu être achetés dans la même journée) que la liquidité du marché secondaire des titres de dette est possible. On parle alors respectivement de « repo » (« repurchase agreement », connu en France sous le nom de « pension livrée ») lorsque la banque emprunte du cash en livrant le titre en garantie et inversement de « reverse repo » lorsque la banque finance un client en recevant le titre en garantie. Repo et reverse repo sont ainsi les types de transactions au passif et à l'actif de l'activité de teneur de marché (« market maker »). La plasticité d'un bilan bancaire permet d'ajuster au mieux la part utilisée pour assurer l'activité de tenue de marché (« market making ») : le bilan est ainsi d'autant plus utilisé que la période de stockage ou d'emprunt des titres achetés ou vendus est plus longue.

Si **l'activité repo / reverse repo est nécessaire pour la fluidité du marché des titres financiers à l'achat et à la vente**, elle n'en est pas moins essentielle non seulement pour les flux (achats et ventes de titres) évoqués plus haut, **mais aussi pour la gestion des stocks**. Repo et reverse repo sont utilisés pour le compte des positions clientèles pour le bénéfice de toutes les parties concernées : pour les prêteurs de cash dont le risque de contrepartie est diminué à hauteur du nantissement (le « collatéral ») et emprunteurs de cash qui peuvent négocier un moindre coût de leur dette grâce au titre apporté qui restera sur le bilan du prêteur en cas de défaut de l'emprunteur.

Les banques sont ainsi le type de contrepartie de référence pour ces opérations (achat/vente et repo/reverse repo) en raison de leur accès à la banque centrale, laquelle, parmi d'autres fonctions, peut se faire contrepartie de repo en dernier ressort.

Aussi, la liquidité d'un titre (c'est-à-dire la facilité avec laquelle un titre peut être acheté ou vendu à un prix proche de sa valorisation « au prix de marché ») est-elle une caractéristique désirée pour les investisseurs dont les politiques d'investissement et/ou les tailles de bilan sont variables, ce qui se traduit dans le prix : le surcoût associé est d'autant moindre que le titre est liquide, ce qui, en miroir, implique que le coût du passif d'un émetteur de titres financiers (à commencer par celui des Etats) est d'autant moindre que l'engagement des banques dans l'activité de market making est important. Dernier aspect crucial, l'activité repo/reverse repo assurée par les banques rend possible l'activité d'arbitrage entre les titres en cas de décalage irrationnel de valeur relative. Or c'est précisément la connaissance de la possibilité d'arbitrage qui donne au client final l'assurance que le prix auquel il traite après avoir sondé plusieurs contreparties possible est « le juste prix » : il est dit « juste » dans la mesure où il représente le prix qui ne peut être arbitré.

Outre le rôle essentiel qu'elles jouent dans la gestion des flux financiers et des stocks, **les banques sont également des acteurs clés dans la gestion des risques associés aux éléments financiers à l'actif et/ou au passif de leurs clients non-financiers**. Concrètement,

elles permettent aux investisseurs et aux entreprises de mieux gérer les risques liés à leurs décisions financières. Par exemple, un investisseur qui souhaite prêter de l'argent à une entreprise peut, grâce à la banque, choisir séparément l'indice de référence qui déterminera les intérêts qu'il percevra, indépendamment de sa décision de prêter. On peut également citer l'exemple d'une caisse de retraite : elle doit investir dans des actifs dont l'horizon de valorisation doit être en miroir avec l'horizon de l'échéance du passif, dans la mesure où elle doit pouvoir garantir des pensions sur le long terme à ses cotisants. La banque l'aidera à aligner ses investissements sur ses besoins à long terme, indépendamment du gisement d'actifs à long terme disponible sur le marché. Autre exemple, une entreprise qui souhaite s'endetter sur une longue période pour éviter de devoir se refinancer à court terme mais dont les variations de ses revenus sont fortement déterminées par les variations de l'inflation : cette entreprise pourra alors s'adresser à une banque pour transformer (swap) un coût fixe de sa dette long terme émise sur les marchés en coût variable lié à l'inflation, c'est-à-dire ajusté aux variations attendues de ses revenus.

En collaborant avec une banque de marché, une entreprise peut donc non seulement emprunter à un coût compétitif, mais aussi choisir le type de risque financier le mieux adapté à sa situation : taux fixe, taux variable, indexé sur l'inflation, risque de change, ou encore risque de défaut d'un débiteur particulier. Ce service permet aux emprunteurs et aux investisseurs de se concentrer sur les risques qui correspondent à leurs besoins, sans être exposés aux aléas du marché global. **En offrant cette flexibilité, les banques contribuent à rendre le système financier plus stable, en protégeant les acteurs contre les risques qui ne leur conviennent pas, au bénéfice de l'ensemble du marché !**

En conclusion, les banques assurent un rôle fondamental dans le fonctionnement des marchés financiers et accompagnent toutes ses parties prenantes - émetteurs, investisseurs... dans toutes leurs transactions. Ce rôle est tout aussi important que celui d'octroi des crédits bancaires, les deux sources de financement étant nécessaires et complémentaires. Les marchés de capitaux aux États Unis

sont animés essentiellement par les grandes banques américaines, dans une démarche d'autonomie stratégique des États-Unis. Or sur ces activités de marché, en Europe même, les banques européennes sont progressivement évincées par les banques américaines, qui s'appuient sur la puissance de leur marché intérieur pour investir dans la prise de part de marché dans une Europe fragmentée (voir les Carnets de l'Economie et de l'Entreprise n°44, mai 2024, « Montée en puissance des banques de financement et d'investissement américaines en Europe : causes, conséquences et remèdes »). **Dans un contexte où de nombreux responsables appellent, à juste titre, à la relance de l'Union des Marchés de Capitaux (CMU), désormais appelée « Union de l'Épargne et de l'Investissement » (« Savings and Investments Union »), il est crucial de ne pas entraver la capacité des banques européennes à assurer leur rôle dans ce domaine, tout comme il est souhaitable de relancer la titrisation en Europe**. Sans les banques, et l'outil de la titrisation, cette Union de l'Épargne et de l'Investissement ne pourra atteindre ses objectifs. C'est en effet en s'appuyant sur des banques européennes robustes et compétitives que l'Union de l'Épargne et de l'Investissement pourra pleinement prendre forme et contribuer à la souveraineté économique de l'Union. Cela suppose la définition de règles prudentielles calibrées avec justesse, celles-ci étant tout aussi importantes que celles applicables au crédit bancaire. Soyons clair : **il ne s'agit en aucune manière de déréguler le secteur bancaire européen, ni de remettre en cause la finalisation de l'accord de Bâle III, mais bien d'assurer une sécurité prudentielle durable au service des grands enjeux de l'Union européenne - sans naïveté au regard des écarts parfois observables dans les juridictions de pays tiers**. A cet égard, il faut saluer la très sage décision de report provisoire de l'application en Europe de la réforme de l'encadrement du risque de marché - dit FRTB pour « Fundamental Review of the Trading Book », en attendant de connaître les intentions réelles des responsables politiques américains.



Gabriel TISSOT

Director, Regulatory and Public Affairs,
CIB Global Markets
gabriel.tissot@bnpparibas.com

Tokénisation de l'économie

Des bénéfices d'un euro numérique de gros pour l'économie européenne et sa souveraineté

De nombreuses banques centrales à travers le monde travaillent depuis plusieurs années sur des projets de monnaie numérique de banque centrale (MNBC), de gros et de détail (cf. glossaire). Au fil de leurs réflexions et expérimentations, la plupart ont finalement choisi de donner la priorité à la monnaie de gros et de se donner plus de temps pour les projets de monnaie numérique de détail ou même de les repousser *sine die*. En effet, alors que les MNBC de détail soulève des questions fondamentales quant à leur justification, leur valeur ajoutée par rapport aux moyens de paiement existants et aux risques qu'elles pourraient faire peser sur les équilibres des systèmes monétaires, **les cas d'usage des MNBC de gros sont clairement identifiés, en lien avec leurs bénéfices potentiels en matière d'efficacité opérationnelle et de sécurité des transactions**. Ces cas d'usage couvrent la tokenisation des marchés financiers et les paiements internationaux. Dans une ère d'innovation technologique rapide et de transformation financière, l'implémentation en Europe d'une MNBC de gros, autrement dit d'un euro numérique de gros, représenterait une étape cruciale pour maintenir la compétitivité et l'efficacité du système financier européen. L'euro numérique de gros contribuerait autrement dit à la souveraineté européenne. A l'inverse, son absence constituerait un risque significatif pour l'UE.

Livraison contre paiement (DvP) pour les instruments financiers tokenisés

Le cas d'usage le plus prometteur pour la MNBC de gros est celui d'actif de règlement pour les transactions relatives aux instruments financiers traditionnels « tokenisés », dans le cadre du processus dit de « livraison contre paiement » (DvP - *delivery versus payment*). A cet égard, l'euro numérique de gros sera un élément décisif pour la tokenisation des marchés financiers. Cette tokenisation, c'est-à-dire la représentation numérique de ces instruments financiers traditionnels sur des registres numériques dit « distribués » (DLT - *distributed ledger technology*), pour leur stockage et la réalisation de transactions, particulièrement prometteuse pour les obligations, la titrisation, les prêts syndiqués, les accords de mise en pension et certains produits dérivés, présenterait de nombreux avantages :

- **Simplification et automatisation des processus** : les transactions financières deviendraient plus fluides et autonomes, réduisant la dépendance aux intermédiaires, ce qui diminuerait les coûts opérationnels et améliorerait l'efficacité globale des transactions. Les processus automatisés et transparents de la MNBC de gros permettraient une meilleure gestion du cycle de vie des titres financiers, tels que les dividendes et paiements de coupons, les remboursements, augmentant ainsi l'efficacité et la précision des paiements ;
- **Vitesse et sécurité des règlements/livraisons** : réduire les risques de règlement, de contrepartie et opérationnels améliorerait la sécurité et l'efficacité des transactions, tandis qu'une exécution plus rapide des transactions minimiserait les risques de volatilité des prix ;
- **Meilleure gestion de la liquidité** : une MNBC de gros pourrait être utile pour la gestion de la liquidité intrajournalière, y compris les appels de marge, les opérations de pension et de pension inversée. La disponibilité immédiate des fonds grâce à la MNBC de gros faciliterait la gestion de la liquidité pour les institutions financières, réduisant le risque de pénuries de liquidités et améliorant la stabilité financière. Une meilleure gestion des garanties optimiserait l'utilisation des actifs, réduisant les coûts de financement et améliorant la résilience financière des institutions ;
- **Amélioration de la gestion et de la mobilisation des garanties** : une MNBC de gros permettrait une gestion plus dynamique et efficace des garanties, optimisant les ressources financières des institutions. Elle faciliterait également le suivi et l'ajustement en temps réel des garanties, contribuant ainsi à une meilleure gestion des risques.
- **Traçabilité des opérations et réduction des obligations de reporting réglementaire** : une meilleure traçabilité simplifierait la conformité aux exigences réglementaires et réduirait les coûts associés. Une transparence accrue des transactions, notamment en matière de caractéristiques ESG, permettrait également une surveillance plus efficace du marché.

GLOSSAIRE

- **Monnaie de banque centrale** : 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.

- **Monnaie de banque centrale de gros / de détail** : 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.

- **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 (par le grand public) ou de gros (pour les transactions interbancaires).

- **Dépôts tokenisés** : 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.

- **Stablecoins** (jetons stables) : 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, des matières premières ou un panier d'actifs. Ils sont utilisés pour réduire la volatilité inhérente aux crypto-actifs non adossés indument appelés crypto-monnaies, comme le Bitcoin et ses équivalents.

Paiements internationaux et règlement des jetons de monnaie de banque commerciale

Outre les marchés financiers, l'introduction d'une MNBC de gros pourrait également permettre d'améliorer l'efficacité des paiements internationaux. En simplifiant et accélérant ces transactions, la MNBC de gros renforcerait la souveraineté européenne face à la montée des stablecoins (cf. glossaire) et à la domination du dollar américain. Il contribuerait à la préservation de l'autonomie monétaire de l'Europe et à une meilleure compétitivité sur la scène internationale. Les paiements transfrontaliers, nécessitant souvent l'intervention successive de différentes banques correspondantes, pourraient bénéficier d'une réduction drastique des interactions, entraînant une livraison plus rapide des fonds et des frais réduits, tout en augmentant la transparence et la traçabilité des transactions.

De plus, la MNBC de gros permettrait le règlement des jetons de monnaie bancaire commerciale. En effet, diverses initiatives visent à développer des jetons de monnaie bancaire commerciale pour offrir des services clients en matière de gestion de trésorerie intragroupe plus rapide et fluide, de paiements programmables dans la gestion de la chaîne

d'approvisionnement et de services de change pour les transactions de grande valeur. Sans une MNBC de gros, l'annulation du risque de contrepartie, inhérent aux jetons de monnaie bancaire commerciale, serait très difficile à réaliser et des expositions interbancaires significatives persisteraient. Il faut saluer à cet égard le projet Agorá, lancé par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), avec la participation de la Banque de France (représentant l'Eurosystème), la Banque du Japon, la Banque de Corée, la Banque du Mexique, la Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale de New York, qui pourrait montrer la voie vers une intégration de la monnaie bancaire commerciale tokenisée et de la monnaie de banque centrale dans la nouvelle économie numérique, conduisant également à une harmonisation des normes internationales sur la MNBC de gros et les dépôts bancaires tokenisés (cf. glossaire).

Quels risques si un euro numérique de gros n'est pas lancé ?

L'absence d'une MNBC européenne de gros est d'ores et déjà un obstacle majeur à la tokenisation des marchés financiers européens. Le nombre limité de projets, issus des infrastructures de marché, soumis à

autorisation dans le cadre du régime pilote européen, en témoigne, s'expliquant en partie par l'absence d'un actif de règlement. Cette situation pourrait d'ailleurs favoriser l'essor des stablecoins, principalement émis par des entités américaines, introduisant des risques significatifs pour la stabilité financière. Même avec le règlement MiCA, les stablecoins étant émis par des entités privées gérant un pool d'actifs de réserve, ils peuvent présenter des risques de liquidité et de solvabilité, contrairement à une MNBC de gros, qui bénéficierait du soutien de la banque centrale et garantit une convertibilité au pair (1 pour 1) en monnaie bancaire commerciale. A cet égard, il est urgent et crucial de progresser dans le développement et la mise en œuvre de la MNBC de gros pour éviter une dépendance à des solutions de paiement non européennes, contourner le risque de désintermédiation des banques centrales et commerciales et préserver la stabilité du système financier.

Le soutien au lancement d'une MNBC de gros repose sur les bénéfices substantiels attendus pour l'efficacité opérationnelle, la sécurité des transactions et la souveraineté économique. Elle pourrait également contribuer, comme catalyse, à l'Union des Marchés de Capitaux (désormais appelée Union de l'Épargne et de l'investissement), que beaucoup appelle de leurs vœux pour aider au financement des besoins européens en matière de transition écologique, démographique et numérique.

BNP PARIBAS AU CŒUR DES EXPÉRIMENTATIONS

BNP Paribas a organisé et placé le 25 juillet 2024 la première émission d'obligation souveraine numérique de la zone euro et de la région EMEA de la République de Slovénie avec une transaction sur les technologies de registres distribués (DLT) en utilisant la solution de tokenisation de monnaie fournie par la Banque de France dans le cadre du programme d'expérimentation sur la monnaie numérique de banque centrale de gros de la Banque centrale européenne. Pour cette transaction, BNP Paribas a agi en tant que coordinateur global et teneur de livre unique.

L'émission de titres numériques par la République de Slovénie pour un montant nominal de 30 millions d'euros, avec un coupon de 3,65 % et une échéance finale fixée au 25 novembre 2024, a été réalisée à l'aide de Neobonds, la plateforme privée de tokenisation de BNP Paribas Global Markets qui enregistre la propriété légale des obligations numériques. Cette plateforme, qui fournit un cadre opérationnel pour l'émission et la négociation d'obligations numériques, génère automatiquement des coupons et intervient à toutes les étapes du cycle de vie, y compris celle du marché secondaire.

BNP Paribas participera aux autres transactions et expérimentations en conditions réelles jusqu'à la fin du programme de la BCE afin d'acquérir une connaissance approfondie des trois solutions techniques développées par la Banque de France, la Deutsche Bundesbank et la Banca d'Italia. Pour BNP Paribas, cette émission marque une nouvelle étape dans l'utilisation de la tokenisation sur les marchés de capitaux pour les clients entreprises et institutionnels.



Hubert d'ETIGNY

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

Cette publication a été réalisée par BNP Paribas à titre informatif uniquement. Les opinions exprimées sont des points de vue personnels et BNP Paribas ne peut être tenu pour responsable de toute conséquence résultant de leur utilisation. Bien que les informations aient été obtenues de sources que BNP Paribas considère comme fiables, elles n'ont pas été vérifiées par un expert indépendant. Les informations et opinions fournies ne constituent pas une recommandation, une sollicitation ou une offre de BNP Paribas ou de ses partenaires, et ne doivent pas être considérées comme un conseil en matière d'investissement, de fiscalité, de droit, de comptabilité ou autres.

© BNP PARIBAS. Tous droits réservés



BNP PARIBAS