



# Brexit : saisir les opportunités et limiter les risques dans la finance

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 45, décembre 2017

La sortie programmée du Royaume-Uni de l'Union européenne – le Brexit – pose des questions spécifiques dans le secteur de la finance, Londres étant devenue au fil des ans la grande place financière de l'Union européenne et même de la zone euro. Selon l'accord de sortie qui sera conclu, Londres pourrait perdre son « passeport financier », c'est-à-dire la possibilité, pour ses entreprises du secteur financier et des assurances, d'offrir leurs services dans tous les pays de l'Union sans y être dûment implantées, régulées et contrôlées. Ce passeport bénéficie aujourd'hui non seulement aux banques britanniques, mais surtout aux sociétés de pays tiers qui utilisent la capitale britannique comme tête de pont en Europe.

Le principal enjeu du Brexit tient à ses conséquences sur la stabilité et la fragmentation financière en zone euro. Par ailleurs, la concurrence est vive entre places financières continentales pour attirer des entreprises du secteur. Cette *Note* aborde successivement les deux sujets.

Les auteurs considèrent que le Brexit pourrait entraîner une divergence réglementaire ainsi qu'une perte de contrôle pour les autorités européennes, particulièrement préjudiciable dans le domaine de la compensation de certains produits dérivés pour lesquels Londres détient un quasi-monopole. Ils recommandent de renforcer et mieux contrôler le régime d'équivalence vis-à-vis des établissements dépendant de pays tiers, et d'étendre le principe

de réciprocité. Ils plaident aussi pour une mise en œuvre stricte des propositions de la Commission européenne concernant les chambres de compensation, comme le renforcement des pouvoirs de l'Autorité européenne des marchés financiers. Enfin, ils préconisent une approche ambitieuse de l'Union des marchés de capitaux, abordant notamment la question de la convergence dans le domaine du droit des entreprises en difficulté.

Quant à la concurrence entre places financières européennes, ils notent que si Paris fait jeu égal avec Francfort aujourd'hui dans la finance, la situation est moins flatteuse pour les filiales d'entreprises étrangères qui sont nettement moins nombreuses à Paris. L'analyse économétrique présentée dans la *Note* montre que les choix de localisation de filiales étrangères dans la finance sont cumulatifs et qu'ils sont sensibles à la taille de la région, aux infrastructures, à la réglementation du travail et à l'instabilité fiscale. Les effets de la qualification de la main d'œuvre comme ceux des prélèvements fiscaux et sociaux sont difficiles à identifier en raison de leur faible variabilité dans le temps.

À partir de ces résultats et de l'observation de quelques variables clés, les auteurs recommandent, au-delà des mesures déjà annoncées en juillet 2017, de mettre la priorité sur le chantier du CDG express et, dans le cadre de la réforme des retraites à venir, de reconsidérer les plafonds de l'assurance-retraite.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

Avec plus de 350 000 personnes employées dans la finance, 37 % du marché mondial des changes, 39 % du marché mondial des dérivés de gré à gré, ou encore la quasi-totalité du marché des swaps de taux d'intérêt en euro<sup>1</sup>, Londres constitue sans conteste la grande place financière de l'Union européenne et même de la zone euro. Cette spécialisation s'est construite progressivement depuis l'entrée du Royaume-Uni dans l'Union européenne en 1973, malgré le maintien du pays à l'extérieur de la zone euro. En 1975, la finance et l'assurance représentaient environ 5,25 % de la valeur ajoutée au Royaume-Uni, contre 4,32 % en France. En 2015, la France était encore à 4,48 % mais le Royaume-Uni à 7,25 %<sup>2</sup>.

La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne – le Brexit – aura des conséquences importantes pour le secteur de la finance. Selon l'accord qui sera conclu avec l'Union européenne, le Royaume-Uni pourrait perdre la possibilité de commercialiser des services financiers depuis Londres : produits d'épargne ou d'assurance, gestion d'actifs, prêts bancaires, mais aussi des services de marché comme la compensation. Ces restrictions toucheront les entreprises financières britanniques et surtout les filiales à Londres d'entreprises américaines, japonaises ou autres, qui utilisent aujourd'hui la capitale anglaise comme point d'entrée dans le marché unique. Pour déployer leurs activités au sein du marché unique européen, les banques devront obtenir des autorisations dans l'un des pays de l'Union européenne, y implanter des activités « substantielles » (management, personnel, capacité de contrôle des risques) et être régulées/contrôlées par les autorités européennes. Quant aux activités de marché, elles seront normalement soumises au régime d'équivalence réglementaire qui s'applique aux pays tiers, à moins que les Européens n'imposent la relocalisation d'activités considérées comme très « systémiques ».

La présente *Note* s'intéresse tout d'abord aux enjeux du Brexit pour la stabilité financière et le financement des entreprises. Puis, elle met en évidence les atouts et handicaps de Paris pour attirer certaines activités qui seront relocalisées.

## Le Brexit renforce la nécessité de marchés financiers intégrés et solides au sein de l'Union européenne

Actuellement, Londres est de loin la principale place financière européenne, notamment dans le domaine des marchés dérivés et de la compensation. Avec le départ du Royaume-Uni du

marché unique, l'Union européenne, et plus particulièrement la zone euro, pourrait souffrir d'une fragmentation du marché financier et/ou d'un moindre contrôle sur les risques. Des acteurs financiers britanniques (entreprises d'investissement, chambres de compensation notamment) pourraient, en effet, continuer de jouer un rôle clé pour le financement et la liquidité en euros, tout en étant soumis à une réglementation plus souple échappant aux autorités européennes, alors même qu'ils portent en eux un risque systémique pour la zone euro.

### Les risques d'arbitrage réglementaire

Depuis les recommandations du rapport Larosière en 2009<sup>3</sup>, l'Union européenne a considérablement renforcé la régulation et le contrôle dans le domaine financier, avec la création de trois autorités de régulation<sup>4</sup> et d'un Conseil européen du risque systémique, puis la formation de l'Union bancaire. Malgré ces avancées notables, des possibilités d'arbitrage réglementaire demeurent en Europe, notamment dans le domaine des activités de marché – domaines dans lesquels la régulation et le contrôle sont moins intégrés.

L'arbitrage réglementaire, qui consiste pour des établissements financiers, à profiter de différences réglementaires, a été documenté au cours de la dernière décennie. Il faut ici distinguer l'activité bancaire et les marchés financiers. Dans le domaine bancaire, les filiales de groupes hors Union européenne (pays tiers) ayant des activités dans l'Union européenne devront obligatoirement disposer d'une licence bancaire dans un État membre et y localiser une activité « substantielle ». Ces filiales sont réglementées et contrôlées par les autorités européennes, avec comme contrepartie le « passeport européen » leur permettant de déployer leurs activités dans tout pays membre de l'Union européenne. Cependant, une possibilité de fuite réglementaire existe pour les succursales de groupes étrangers et le financement transfrontalier, qui ne sont pas soumis aux mêmes mesures réglementaires<sup>5</sup>. En particulier, la réglementation prudentielle ne s'applique pas automatiquement : en France, par exemple, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) peut exempter les succursales de crédit de pays tiers des exigences en matière de solvabilité et de grands risques, de liquidité et de levier sous certaines conditions d'« équivalence » avec le pays tiers.

S'agissant maintenant des activités de marché, le principe d'équivalence est le seul qui s'applique<sup>6</sup>. Ce principe permet

Les auteurs remercient Kevin Beaubrun-Diant, Conseiller scientifique au CAE et Amélie Schurich-Rey, Assistante de recherche pour leur aide notamment en matière de données. Ils ont aussi bénéficié de discussions avec Olivier de Bandt, Benoît Cœuré, Vivien Levy-Gaboua, Christian Noyer, Sébastien Raspiller et Nicolas Véron. Toute erreur ou insuffisance dans le contenu de cette *Note* demeure naturellement de la seule responsabilité des auteurs.

<sup>1</sup> Voir Batsaikhan U., R. Kalcik et D. Schoemaker (2017) : « Brexit and the European financial System: Mapping Markets, Players and Jobs », *Bruegel Policy Contribution*, n° 4, tableau 1.

<sup>2</sup> Cf. Jäger K. (2017) : *EU-KLEMS Growth and Productivity Accounts 2017 Release: Description of Methodology and General Notes*, septembre.

<sup>3</sup> de Larosière J. (2009) : *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Rapport au Président de la Commission européenne, 25 février.

<sup>4</sup> European Banking Authority (EBA), European Securities Markets Authority (ESMA) et European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

<sup>5</sup> Reinhardt et Sowerbutts (2015) montrent qu'un resserrement du ratio de capital réglementaire dans un pays augmente le volume de crédit offert par des banques étrangères, cf. Reinhardt et Sowerbutts (2015) : « Regulatory Arbitrage in Action: Evidence from Banking Flows and Macroprudential Policy », *Bank of England Staff Working Paper*, n° 546. Voir également Bouvatier V., G. Capelle-Blancard et A-L. Delatte (2017) : « Banks in Tax Havens: First Evidence based on Country-by-Country Reporting », *Document de Travail du CEPII*, n° 2017-16.

<sup>6</sup> Au sein de l'Union européenne, les activités de marché sont soumises au paquet directive-règlements MIFIR/MIFID (entreprises d'investissement) et EMIR (produits dérivés de gré à gré) qui sont en cours de révision pour une application en 2018.

à un établissement localisé dans un pays tiers de proposer ses services dans l'Union en se conformant à la législation applicable sur son territoire et en étant exclusivement contrôlé par les autorités de son pays d'origine<sup>7</sup>. L'équivalence est donc attribuée au niveau du pays et non de l'entreprise ; la liste des pays tiers jugés équivalents en termes prudentiels et de contrôle est établie par la Commission européenne. Ainsi, si la Commission accorde l'équivalence au Royaume-Uni, alors les entreprises d'investissement britanniques peuvent offrir des prêts transfrontaliers dans l'Union européenne en restant soumises aux règles prudentielles britanniques<sup>8</sup>. Le risque d'arbitrage réglementaire est renforcé par le fait que les entreprises d'investissement ne sont pas toujours contrôlées par la même entité que les établissements de crédit<sup>9</sup>.

**Constat 1.** Les régimes d'équivalence pour les pays tiers, aussi bien pour les activités de marché que pour les activités bancaires, couvrent mal le risque d'une divergence progressive des réglementations au détriment des acteurs implantés dans l'Union européenne.

Pointant les limites du régime d'équivalence actuel à l'égard des pays tiers, l'Autorité des marchés financiers (AMF) propose d'explicitier les critères utilisés par la Commission européenne pour accorder le régime d'équivalence. Une fois le régime accordé, un suivi serait assuré par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)<sup>10</sup>, une autorité européenne étant plus à même de garantir une approche cohérente pour l'ensemble des pays de l'Union, comme c'est le cas aujourd'hui dans le domaine bancaire. Dans sa communication du 20 septembre 2017, la Commission européenne propose aussi de renforcer le mandat et l'indépendance de l'ESMA, dans le but cette fois de contribuer à la construction de l'Union des marchés de capitaux<sup>11</sup>.

Quand une nouvelle réglementation est mise en place dans un pays, selon le principe de réciprocité, les autorités de contrôle des autres pays l'appliquent pour leurs activités transfrontalières avec le pays concerné. Les accords de Bâle III prévoient une réciprocité automatique pour un certain

nombre de réglementations bancaires mais pas toutes. Pour limiter les fuites réglementaires, l'automatisme pourrait être étendue à toutes les réglementations financières, de manière proportionnée selon la taille des activités concernées.

**Recommandation 1.** Renforcer la gouvernance et les prérogatives de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) pour le suivi des régimes d'équivalence des pays tiers. Faire de la réciprocité une condition de l'équivalence réglementaire.

### Le rôle systémique des chambres de compensation

Après la crise financière de 2008, les autorités de régulation ont souhaité que les échanges de produits dérivés en Europe passent par les chambres de compensation (*Central Counterparty Clearing Houses*, CCP). L'idée est de réduire le risque de contrepartie par une mutualisation de ce risque entre tous les participants et en réalisant des appels de marges. Si un ou plusieurs membres ne peuvent pas régler leurs obligations, les positions ne sont plus équilibrées et la CCP doit mobiliser les marges postées par les membres. Si celles-ci ne sont pas suffisantes, la CCP dispose du fond de défaut auquel doivent contribuer les membres et, enfin, de son capital propre. Or, par construction, les CCP sont capitalisées en fonction de leur exposition en temps normal, donc peu par rapport au cas de risque de perte extrême<sup>12</sup> (notons d'ailleurs que le montant de capitaux propres est fixé par pays, dans le cadre d'EMIR, qui ne s'appliquera plus au Royaume-Uni). Si les fonds propres ne sont pas suffisants, des mesures de rétablissement peuvent être envisagées et au-delà la CCP peut être déclarée en faillite.

Une faillite d'une CCP majeure serait un évènement catastrophique à dimension systémique :

- risque de contagion après des membres compensateurs de la CCP ;
- ventes forcées de collatéral ou de contrats dérivés exacerbant la volatilité de marché ;

<sup>7</sup> Le régime d'équivalence suppose une concordance satisfaisante de la réglementation et du contrôle mais aussi l'existence d'accords de coopération.

<sup>8</sup> Par exemple, l'impact d'une hausse réglementaire du coussin de capital contra-cyclique sera limité par la « fuite » réglementaire liée aux emprunts transfrontaliers et *via* les succursales. Le Conseil européen du risque systémique coordonne l'application des règles macro-prudentielles au sein de l'Union européenne. Cependant, le problème se posera toujours vis-à-vis des pays tiers, malgré la coordination menée par le Comité de Bâle (règles de réciprocité automatique pour certains instruments macro-prudentiels, fixés par le Comité de Bâle pour les grandes banques internationales).

<sup>9</sup> Voir Commission européenne (2017) : *Completing the Banking Union*, 11 octobre, p. 15. La Commission propose de réguler et de contrôler les grandes entreprises d'investissement comme des établissements de crédit.

<sup>10</sup> Voir Autorité des marchés financiers (AMF) (2017) : *Priorités de l'AMF dans le cadre de la revue d'EMIR*, Dossier thématique 'Marchés : produits dérivés', mai. Disponible sur [www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Produits-derives/Priorites-de-l-AMF-dans-le-cadre-de-la-revue-d-EMIR](http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Produits-derives/Priorites-de-l-AMF-dans-le-cadre-de-la-revue-d-EMIR)

<sup>11</sup> Commission européenne (2017) : *Reinforcing Integrated Supervision to Strengthen Capital Markets Union and Financial Integration in a Changing Environment*, COM(2017) 542 final, 2 septembre. Voir aussi Schoenmaker D. et N. Véron (2017) : *Brexit Should Drive Integration of EU Capital Markets*, Bruegel Blog Post, 24 février.

<sup>12</sup> Duffie D. (2015) : « Resolution of Failing Central Counterparties » in *Making Failure Feasible: How Bankruptcy Reform Can End "Too Big to Fail"*, Scott, Jackong et Taylor (eds), Hoover Institution Press, pp. 87-109.

- perte de continuité d'un service indispensable au fonctionnement du marché<sup>13</sup>.

La crainte est renforcée par l'extrême concentration de la compensation qui est une activité à fortes économies d'échelle<sup>14</sup>.

Deux tiers au moins des opérations en euros sont compensés à Londres. Cette compensation extra-territoriale implique un décalage géographique entre le régulateur/superviseur et les conséquences d'une interruption de service, la régulation et la supervision des CCP étant réalisées au niveau national. Pourtant, les CCP jouent un rôle clé pour la liquidité des marchés en euros, en particulier sur le marché des prises en pension (*repo*) par lequel se transmettent les impulsions de politique monétaire. Ainsi un besoin de liquidité en euros serait nécessaire en cas de perte de continuité de service des CCP.

C'est la raison pour laquelle, en mars 2015, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont signé un accord de coopération pour la gestion du risque encouru par les CCP situées à Londres. L'accord prévoit un échange renforcé d'informations sur les CCP ayant un important volume de transactions libellées en euros et un accord de swaps permettant à la BCE de fournir à la Banque d'Angleterre de la liquidité en euro en cas de besoin. Mais, le départ du Royaume-Uni du marché unique remet en cause l'ensemble de l'édifice s'il ne s'engage plus à appliquer la réglementation européenne ni à se soumettre aux décisions de la Cour européenne de Justice. Londres sera alors en principe soumis au même régime d'équivalence que New York, lui permettant de poursuivre ses activités conditionnellement à un accord initial de la Commission européenne. Ce régime d'équivalence ne pose pas nécessairement de problème pour des activités non systémiques comme la gestion d'actifs, mais elle n'offre pas de garanties suffisantes pour une activité systémique comme la compensation. En effet, en cas de crise grave mettant en cause non plus seulement la liquidité mais aussi la solvabilité d'une CCP, il peut sembler dangereux de s'en remettre à un accord de coopération (encadré 1).

**Constat 2.** L'application simple du régime d'équivalence pour les chambres de compensation les plus importantes hors Union européenne pose problème compte tenu de leur caractère très systémique pour la zone euro sur certains segments de la compensation.

Le caractère « super-systémique » de certaines activités de compensation appelle une réponse particulière. En juin 2017, la Commission européenne a présenté une proposition de règlement comprenant deux volets. D'une part, le contrôle des chambres de compensation de l'Union européenne sera réorganisé autour de collèges présidés par l'ESMA et impliquant à la fois la BCE et les superviseurs nationaux (alors qu'aujourd'hui les CCP sont supervisées au niveau national). D'autre part, les CCP hors Union européenne considérées comme systémiques seront soumises aux mêmes règles prudentielles que les CCP opérant en Union européenne et elles auront pour obligation de fournir à l'ESMA toute information requise et à autoriser des inspections sur site. Enfin, pour ces CCP systémiques, il est envisagé que, sur recommandation de l'ESMA et de la BCE, la Commission puisse, le cas échéant, contraindre à une relocalisation des activités en euros dans l'Union européenne<sup>15</sup>.

Si ce dispositif paraît adéquat en période normale, on peut se demander si l'option de relocalisation des CCP « très » systémiques ne devrait pas être exercée d'emblée par la Commission européenne au moment du Brexit, si l'accord de sortie ne fournit pas les garanties suffisantes.

La relocalisation « forcée » de la compensation euro dans la zone euro pose néanmoins la question des coûts occasionnés par la fragmentation du marché qui en résulterait. Sur certains segments (notamment les swaps de taux d'intérêt), la compensation par une même chambre des transactions en monnaies différentes permet des économies d'échelle *via* la « compression » des positions. Selon Clarus Financial Technology, l'exigence de marge supplémentaire totale découlant de la désagrégation des métiers (de la composante de l'euro) s'établit à 77 milliards de dollars, uniquement pour LCH. Deux éléments permettent de relativiser ce chiffre :

- le déploiement de Target 2 Securities (Target2S) dans le domaine du règlement-livraison pourrait, à l'avenir, réduire les coûts liés à la fragmentation ; ainsi en connectant les comptes titres (enregistrés auprès des dépositaires centraux) et les comptes liquides (auprès des banques centrales), Target2S permet de consolider achats et ventes dans différentes places financières au sein de l'Union européenne<sup>16</sup> ;
- la concentration de la compensation qui s'appuie notamment sur la technique du *portfolio margining*, consistant à exploiter des corrélations entre classes d'actifs pour réduire les appels de marge, est de nature à renforcer le risque systémique<sup>17</sup>.

<sup>13</sup> Duffie (2015), *op. cit.*

<sup>14</sup> LCH Clearnet Ltd à Londres, filiale du London Stock Exchange, est en quasi-monopole sur la compensation des swaps de taux en euro (99 % de part de marché en 2015) ; Eurex Clearing, filiale de la Deutsche Börse, est dominante sur les contrats *futures* de taux de long terme et les *futures* sur indices actions (70 % de parts de marché). Depuis quelques années, la segmentation des différents marchés, en particulier dans le domaine des dérivés, tend à se réduire avec le développement des modèles de *portfolio margining* grâce auxquels les CCP tâchent de tirer parti des effets de corrélation et de diversification entre plusieurs produits différents. Ce mécanisme renforce la concentration du marché.

<sup>15</sup> En 2011, la BCE avait déjà demandé une relocalisation en zone euro des activités de compensation en euro. En 2015, la Cour européenne de Justice avait néanmoins annulé cette obligation au motif que la BCE n'avait pas de compétence sur les marchés de titres mais uniquement sur les systèmes de paiement. Une révision des statuts de la BCE est envisagée pour lui accorder cette compétence, et ainsi lui donner un poids dans la supervision des CCP.

<sup>16</sup> Voir Clancy L. (2017) : *London Likely to Lose all Euro Repo Clearing Business*, 9 octobre. Disponible sur [www.risk.net/derivatives/5341006/london-likely-to-lose-all-euro-repo-clearing-business](http://www.risk.net/derivatives/5341006/london-likely-to-lose-all-euro-repo-clearing-business)

<sup>17</sup> Levy-Garboua V. (2016) : *L'organisation des infrastructures de marché en Europe*, Rapport à la Direction générale du Trésor, octobre.

## 1. Les enjeux de stabilité en cas de crise grave touchant une chambre de compensation

Des mesures ont été prises dans la dernière décennie pour s'assurer que les chambres de compensation (*Central Counterparty Clearing Houses*, CCP) puissent résister à des situations de crise grave<sup>a</sup>. En particulier, les CCP doivent désormais prévoir un plan de rétablissement en cas de crise sévère causant un épuisement de ses cousins financiers. En cas de besoin, la liquidité fournie par la Banque centrale représente un complément potentiel de liquidité<sup>b</sup>. L'accord de swaps entre banques centrales, tel que prévu entre la BCE et la Banque d'Angleterre, semble être le dispositif efficace pour sa mise en œuvre. S'il est peu probable que l'accord de swap soit remis en cause par le Brexit, il est difficile d'anticiper les situations de crise extrême qui sont par définition rarissimes, et il subsiste donc une probabilité (très faible) de faillite de CCP. Il faut alors envisager un plan de résolution pour assurer la continuité des fonctions de la CCP. Des principes clés ont été énoncés par le Conseil de stabilité financière (CSF) (2017) et la Commission européenne (2016)<sup>c</sup>.

L'information est clé pour évaluer la robustesse d'une CCP en cas de défaut d'un ou plusieurs membres compensateurs, de nature à mettre en danger l'avenir de la CCP. Il faut être capable de mesurer le risque de contagion d'une augmentation des appels de marge sur les autres membres compensateurs. En effet, un appel de marge substantiel peut mettre les autres banques en défaut. Le partage multilatéral d'information est essentiel. D'après le CSF<sup>d</sup>, une coopération efficace entre les autorités de régulation et de contrôle doit être mise en place. Les régimes de résolution et de rétablissement doivent préserver les principales fonctions des CCP en période de crise et prendre en compte les intérêts de toutes les juridictions dans

lesquelles elles ont une importance systémique. Or, le Président du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (BRI) souligne « la lenteur des avancées dans l'adoption d'accord de coopération »<sup>e</sup>.

La coopération est-elle vraiment envisageable en cas de crise grave ? Il est difficile d'exclure que les deux autorités souveraines adoptent un comportement stratégique si leurs intérêts ne sont pas alignés. Le cas emblématique de la faillite de Lehman Brothers en 2008, est particulièrement illustratif. Dans sa décision de ne pas sauver cette banque, le Trésor américain n'a absolument pas pris en compte les éventuelles conséquences sur les bilans des étrangères. Autrement dit, si la coopération sur la liquidité est relativement automatique, le partage d'informations est plus problématique.

Par ailleurs, la résolution et la supervision ne sont pas deux processus distincts. Il est important d'assurer une continuité entre le superviseur et l'autorité chargée de la résolution du défaut de la CCP. Bignon et Vuillemeys (2017) ont étudié en détail la faillite d'une chambre de compensation – la Caisse de liquidation, qui a fait défaut à Paris en 1974<sup>f</sup>. Ils montrent que des conflits d'intérêts sont caractéristiques au moment d'une faillite. Les actionnaires ont intérêt à prendre des risques offrant un rendement élevé en cas de survie de la CCP. Ainsi, en 1974, les incitations à prendre des risques ont aligné les intérêts de la CCP avec celles du membre compensateur en défaut, ce qui a retardé la liquidation de la position défaillante et empêché le rétablissement de la CCP, conduisant à la fermeture du marché. La faible capitalisation des CCP est propice à ce type de distorsions dans la gestion du risque<sup>g</sup>.

<sup>a</sup> Coeuré B. (2017) : « Compensation centrale : en exploiter les avantages, en maîtriser les risques », *Revue de la Stabilité Financière*, n° 21, avril.

<sup>b</sup> Duffie D (2015): « Resolution of Failing Central Counterparties » in *Making Failure Feasible: How Bankruptcy Reform Can End "Too Big to Fail"*, Scott, Jackong et Taylor (eds), Hoover Institution Press, pp. 87-109.

<sup>c</sup> Conseil de stabilité financière (2017) : *Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning*, Consultative Document, février ; Commission européenne (2016) : *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales et modifiant les règlements*, (UE) n° 1095/2010, (UE) n° 648/2012 et (UE) 2015/2365, novembre.

<sup>d</sup> Conseil de stabilité financière (2017), *op. cit.*

<sup>e</sup> Coeuré (2017), *op. cit.*, p. 120.

<sup>f</sup> Bignon V. et G. Vuillemeys (2017) : « The Failure of a Clearinghouse: Empirical Evidence », *Document de Travail de Banque de France*, n° 638, août.

<sup>g</sup> Duffie (2015), *op. cit.*

Il nous semble donc que le coût d'une segmentation du marché est à mettre en regard des coûts de résolution qu'une supervision inefficace entraînerait. Il s'agit ici d'accepter un surcoût permanent lié à une certaine fragmentation dans l'espoir d'éviter une catastrophe en cas de crise grave. Cet arbitrage n'est pas sans rappeler les débats vifs sur la mobilisation des contribuables après la crise financière de 2008.

**Recommandation 2.** Approuver la proposition de règlement de la Commission européenne relative au contrôle des chambres de compensation. Pour les chambres super-systémiques situées hors Union européenne, rendre non optionnelle la relocalisation.

### L'union des marchés de capitaux

Adopté fin 2015 pour une mise en place d'ici 2019, le plan d'action pour l'union des marchés de capitaux vise à élargir les possibilités de financement des entreprises européennes (particulièrement les PME, qui sont aujourd'hui dépendantes des financements bancaires), à développer le capital-risque et le marché des prêts titrisés et à étendre les possibilités de diversification des portefeuilles pour les épargnants. Les travaux sur le partage des risques macroéconomiques ont en outre mis en avant l'importance du marché des capitaux comme mécanisme de stabilisation macroéconomique : lorsque le PIB d'un État américain diminue, le choc est en grande partie absorbé par le crédit inter-États et la diversification des portefeuilles<sup>18</sup>.

Le Brexit renforce le besoin d'une initiative forte car, aujourd'hui, l'Europe continentale est sous-dimensionnée en matière de marché financier entreprise (actions, obligations, *private equity*, capital-risque). Cependant, le projet d'union des marchés de capitaux touche à de multiples dimensions de la réglementation : droit des entreprises en difficulté, procédures de saisies, réglementation des fonds d'investissement, immobilier ou fiscalité. Sans cette convergence réglementaire, il y a peu de chances qu'émergent des fonds paneuropéens permettant à la fois de financer des PME partout en Europe et de proposer aux ménages des produits d'épargne suffisamment sûrs et transparents.

**Constat 3.** Le Brexit renforce le besoin d'une Union des marchés de capitaux dans l'Union européenne. Néanmoins, le succès du projet dépendra de la capacité des États membres à opérer une convergence réglementaire et fiscale.

S'il est une condition nécessaire à l'union des marchés de capitaux, le renforcement de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) n'en est en rien une condition suffisante. Pris au pied de la lettre, le projet d'union des marchés de capitaux est un projet très structurant qui touche à divers domaines réglementaires. Ce n'est pas la première fois que les Européens se fixent collectivement un objectif ambitieux : la construction du marché unique était peut-être encore plus ambitieuse. Cependant, l'ampleur et l'importance du projet ne sont peut-être pas suffisamment comprises aujourd'hui dans les capitales européennes. En témoigne la difficile approbation du projet de directive sur le droit et les procédures pour les entreprises en difficulté<sup>19</sup>.

Comme dans le cas du marché unique, il pourrait être utile de fixer un objectif à moyen terme (au-delà de 2019) qui décrive ce que serait un véritable marché unique des capitaux, comme il en existe dans les grands pays fédéraux. Puis de fixer des étapes pour atteindre cet objectif. L'échéance de 2019 est particulièrement importante dans le domaine de la régulation et du contrôle des activités de marché, compte tenu du calendrier du Brexit. Mais des échéances plus lointaines pourraient être fixées pour l'harmonisation des législations et procédures en matière, notamment, de droit des entreprises en difficulté et de prêts non performants.

**Recommandation 3.** Fixer une ambition forte à moyen terme pour l'union des marchés de capitaux dans les domaines du droit, de la régulation et du contrôle. Définir un calendrier pour atteindre ces objectifs, l'échéance de 2019 ne constituant que la première étape. À court terme, approuver le projet de directive européenne sur les entreprises en difficulté.

### La place de Paris dans la concurrence européenne

Il y a deux manières d'évaluer la place de Paris dans la concurrence européenne.

La première s'appuie sur le total de l'emploi, des actifs bancaires ou des transactions. Avec 270 000 emplois dans la finance, Paris se situe derrière Londres mais loin devant Francfort (76 000) ou Amsterdam (54 000)<sup>20</sup>. Le total des actifs bancaires est similaire à Paris et à Francfort (de l'ordre de 7 000 milliards d'euros, contre 10 000 milliards à Londres), tandis que dans le secteur de l'assurance, la France devance légèrement l'Allemagne en termes d'actifs gérés (1 800 milliards d'euros, contre 1 600 milliards en Allemagne). En matière de fonds d'investissement, la France est également deuxième, cette fois derrière le Luxembourg et à quasi-égalité avec l'Irlande. Sur les marchés dérivés de gré à gré, enfin, Paris est loin derrière Londres, mais devant Francfort.

La seconde manière de mesurer l'attractivité de Paris est de s'en tenir à l'activité des filiales d'entreprises financières étrangères, qu'elles soient européennes ou non. Cette seconde métrique est nettement moins flatteuse pour la France : en 2014, selon la base de données ORBIS (voir encadré 2), 2,4 % de l'emploi dans des filiales d'entre-

<sup>18</sup> Voir, notamment, Nikolov P. (2016) : « Cross-Border Risk Sharing after Asymmetric Shocks: Evidence from the Euro Area and the United States », *European Commission Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 15, n° 2, pp. 7-15.

<sup>19</sup> Commission européenne (2016) : *Proposition de Directive « On Preventive Restructuring Frameworks, Second Chance and Measures to Increase the Efficiency of Restructuring, Insolvency and Discharge Procedures and Amending Directive 2012/30/EU », COM(2016) 723 final.*

<sup>20</sup> Les sources de ce paragraphe sont Batsaikhan et al. (2017), *op. cit.*, Association française de la gestion financière (AFG (2015) : *Rapport d'activité 2015* et Banque des règlements internationaux (BRI) (2017) : *Rapport annuel 2017*.

prises financières étrangères en Europe se situait en France, contre 15 % en Allemagne et 11,5 % en Suisse. Dans l'assurance, la France accueillait 8,6 % de l'emploi des filiales étrangères en Europe, contre 11 % en Allemagne et en Espagne (cf. tableau 1). Bien sûr, cette seconde manière de mesurer l'attractivité est discutable car elle ne tient pas compte de l'importance des entreprises locales. Ainsi, la faiblesse de la Suisse en matière d'emploi dans des filiales d'assureurs étrangers est compensée par la puissance des assureurs suisses, et on pourrait dire la même chose de Paris dans la banque. Néanmoins, à l'heure où se pose la question de déplacer essentiellement des acteurs non européens de Londres vers l'Union européenne, il nous semble qu'une analyse centrée sur les filiales étrangères est pertinente.

**1. Part de différents pays et régions dans les implantations et l'emploi en Europe d'entreprises étrangères, 2014, en % du total des implantations ou de l'emploi en Europe**

	Services financiers		Assurance	
	Part dans le nombre de filiales	Part dans l'emploi	Part dans le nombre de filiales	Part dans l'emploi
Royaume-Uni	30,8	36,7	27,1	28,2
Allemagne	18,0	15,0	11,5	11,4
dont Hesse	6,0	4,5	5,0	5,5
Suisse	16,1	11,5	10,8	5,0
Pays-Bas	9,0	3,6	11,0	8,1
Irlande	6,4	6,2	4,4	7,3
Suède	5,0	6,1	6,4	10,0
Espagne	3,4	3,0	6,6	11,8
Italie	2,5	6,0	7,1	4,7
France	1,9	2,4	6,0	8,6
dont Île-de-France	1,8	2,2	1,1	8,0
Total Europe (15 pays)	100	100	100	100

Sources : Base de données ORBIS et calculs des auteurs.

Le détail des implantations par région est moins défavorable à l'Île-de-France du fait de l'extrême concentration géographique des services financiers et d'assurance en France, tandis que les activités sont plus dispersées en Allemagne entre Francfort, Cologne, Munich et Stuttgart. Ainsi, Paris accueille davantage d'emplois dans des filiales d'entreprises étrangères dans le secteur des assurances que Francfort (8 % contre 5,5 %). Toutefois, Paris reste en retrait pour ce qui est des services financiers.

En termes de nombre de filiales, le classement régional a sensiblement changé depuis le début des années 1990 : Francfort, deuxième ex æquo avec la Suisse en 1990, est avant-dernière en fin de période (graphique). Londres reste

**2. Mesurer l'attractivité des places financières à travers la localisation des filiales d'entreprises étrangères**

Nous nous appuyons sur la base de données ORBIS compilée par le Bureau van Dijk pour la période 1980-2014. L'analyse se concentre sur les filiales d'entreprises étrangères, définies comme des entités détenues à au moins 50 % par une maison-mère étrangère. Le secteur financier est repéré à partir des catégories NACE regroupant les *activités des services financiers hors assurance et caisses de retraite*<sup>a</sup> (cat.64), les *assurances* (cat.65) et les *activités auxiliaires de services financiers et d'assurance* (cat.66). Nous excluons toutefois les sociétés « boîtes aux lettres » ou « *special purpose entities* » (cat.64.20 « activités des sociétés holding » et cat.64.30 « fonds de placement et entités financières similaires »), dont l'existence renvoie à l'obtention d'avantages fiscaux et non à une activité réelle<sup>b</sup>.

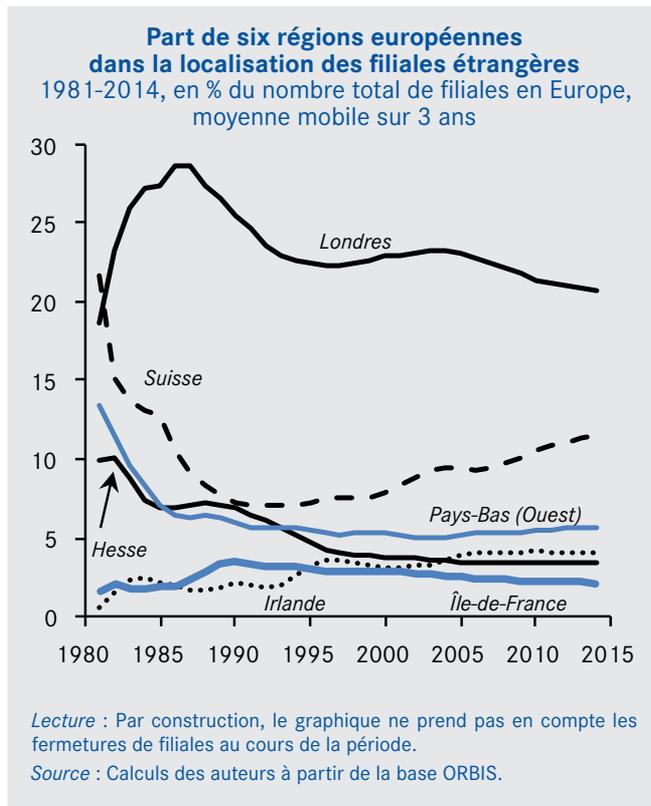
Nous retenons au total 3 286 filiales étrangères présentes en 2014 dans 15 pays européens, dont nous connaissons la localisation (pays et région), le nom et la nationalité de la tête de groupe, la date de création, le secteur d'activité NACE à 4 chiffres ainsi que des données comptables parcellaires pour l'année 2014. Les données sur l'emploi étant les mieux renseignées (à plus de 95 %), c'est sur cette dimension que nous évaluons la taille des unités, tandis que nous distinguons les activités liées aux services financiers et les activités d'assurance sur la base de la classification NACE à 4 chiffres.

<sup>a</sup> Banques de détail, banques d'investissement, gestionnaires d'actifs, services financiers spécialisés.

<sup>b</sup> Les sociétés « boîtes aux lettres » ne tirent aucun revenu de la vente de produits et n'emploient généralement pas de personnel, à l'exception, dans certains cas, d'une ou deux personnes à titre de représentants légaux.

largement en tête mais décline néanmoins au profit de la Suisse essentiellement. Les années 1990 ont été très favorables à l'attractivité financière de Dublin passée devant Francfort et l'Île-de-France en nombre de filiales. Finalement, l'Île-de-France qui avait commencé avant-dernière en début de période se trouve en bas du classement en 2014. Parmi les filiales implantées à Paris, un quart appartient à un groupe britannique, les autres investisseurs venant essentiellement des États-Unis, de Suisse et d'Irlande.

**Constat 4a.** Si Paris constitue une place financière de taille comparable à Francfort, elle attire nettement moins de filiales de groupes étrangers que d'autres centres financiers européens, sa position sur ce terrain ayant même reculé depuis 1990.



Lorsqu'on corrige l'évolution de la part de chaque pays dans l'accueil des filiales pour tenir compte des effets de composition (géographiques, sectoriels ou macro-économiques), le constat est encore plus sévère : de 1990 à 2014, l'attractivité « pure » de la France dans la finance et l'assurance décline continûment par rapport aux autres pays européens<sup>21</sup>. Une analyse plus détaillée révèle que ce déclin semble surtout imputable au secteur des assurances mais qu'il n'est pas compensé par le secteur banques et gestion d'actifs. En outre, il ne semble pas tenir à une diminution marquée de l'attractivité spécifique de la région Île-de-France : l'origine de l'érosion est à chercher du côté de facteurs nationaux et non locaux.

## Les déterminants de la localisation

Les choix de localisation des entreprises multinationales ont fait l'objet d'une littérature abondante. Pour les pays avancés,

le principal déterminant est l'accès aux marchés. Viennent ensuite les coûts (salaires, fiscalité, immobilier), la présence de qualifications adéquates et la qualité des infrastructures et de l'administration (stabilité et simplicité des règles et procédures).

Le secteur de la finance est spécifique à trois égards. D'abord, il est intensif en main d'œuvre qualifiée, voire très qualifiée. Ceci renforce les effets d'agglomération : une entreprise a intérêt à se localiser à proximité d'autres entreprises du même secteur. Ce faisant, elle peut bénéficier du capital humain accumulé par les salariés dans les entreprises voisines. Ils sont, en effet, relativement mobiles d'une entreprise à l'autre. La proximité géographique favorise également l'échange d'information, particulièrement utile dans les activités de services à haute valeur ajoutée. Ensuite, la proximité géographique et culturelle entre la maison-mère et sa filiale étrangère est un élément particulièrement favorable dans le domaine de la finance<sup>22</sup>. Enfin, la finance est un secteur extrêmement réglementé. On s'attend donc à un effet important de la réglementation sur les choix de localisation, ce que confirment les travaux empiriques<sup>23</sup>.

Nous examinons ici les déterminants de la localisation des filiales d'entreprises financières à partir d'un échantillon d'implantations en Europe sur la période 2000-2014. Le nombre de filiales étrangères dans une région donnée à une date donnée et en provenance d'un pays est ainsi régressé sur une série de variables explicatives (encadré 3).

Sur les trois échantillons considérés – toute la finance, les services financiers ou les assurances –, le facteur explicatif le plus robuste est sans surprise le nombre de filiales déjà implantées. L'importance de ce facteur illustre à la fois la difficulté à venir concurrencer une place financière déjà fortement développée, et le caractère progressif des évolutions que l'on pourrait attendre suite au Brexit.

Parmi les autres variables explicatives, on peut noter : l'impact positif d'une bonne infrastructure aéroportuaire, d'une population régionale importante et à haut niveau de vie, et l'impact négatif des réglementations du marché du travail et de l'instabilité fiscale. En revanche, l'ouverture du secteur financier, la proportion de diplômés dans les domaines intéressants la finance, le taux d'impôt sur les sociétés et le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu n'ont pas d'effet significatif dans cette estimation.

<sup>21</sup> Pour plus d'informations sur la notion d'attractivité « pure » et la méthode pour construire ces indicateurs, voir l'encadré 3 de Toubal F. et A. Trannoy (2016) : « L'attractivité de la France pour les centres de décision des entreprises », *Note du CAE*, n° 30, avril, qui suit la même démarche.

<sup>22</sup> Buch C.M. et A. Lipponer (2007) : « FDI versus Exports: Evidence from German Banks », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, n° 3, pp. 805-826 ; Claessens S. et N. Horen (2014) : « Foreign Banks: Trends and Impact », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46, n° s1, pp. 295-326 ; Focarelli D. et A.F. Pozzolo (2005) : « Where Do Banks Expand Abroad? An Empirical Analysis », *The Journal of Business*, vol. 78, n° 6, pp. 2435-2464.

<sup>23</sup> Voir Buch C.M. (2003) : « Information or Regulation: What Drives the International Activities of Commercial Banks? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n° 6, pp. 851-869 ; Merz J., M. Overesch et G. Wamser (2017) : « The Location of Financial Sector FDI: Tax and Regulation Policy », *Journal of Banking and Finance*, n° 78, pp. 14-26 ; Temesvary J. (2014) : « The Determinants of US Banks' International Activities », *Journal of Banking and Finance*, n° 44, pp. 233-247.

### 3. Les facteurs explicatifs de l'attractivité financière

L'échantillon se compose de 55 pays d'origine, 15 pays européens de destination, 61 régions, 3 secteurs financiers et 15 années entre 2000 et 2014<sup>a</sup>. Nous régressons ici le nombre de centres financiers appartenant à un pays d'origine  $o$ , implantés dans un pays  $d$ , une région  $r$  à une date  $t$ ,  $N_{odrt}$ , sur des variables explicatives spécifiques au pays  $d$  et à la région  $r$  au cours du temps  $t$ , plus une série d'effets fixes. L'estimation est menée successivement sur l'ensemble des localisations des filiales financières en Europe, sur les seuls services financiers et sur les activités d'assurance.

Les variables retenues au niveau des régions sont les suivantes :

- le cumul des filiales étrangères d'un même pays d'origine dans la même région de destination depuis 1980,  $Agg_{odrt}$ . Cette variable est retardée de cinq années pour prendre en compte son endogénéité potentielle. Un nombre de filiales important est un facteur d'attraction de nouvelles filiales en provenance du même pays d'origine mais peut aussi avoir un effet négatif *via* des effets de concurrence ;
- les infrastructures de transport aérien : indice  $Air_{rt}$  classant les régions par nombre de passagers transportés dans l'année ;
- la taille de la région, mesurée par le logarithme de sa population  $POP_{rt}$  ainsi que celui de son niveau de développement mesuré par son PIB par habitant,  $GDPPC_{rt}$ .

Les variables relatives aux pays d'implantation des centres de décision sont les suivantes :

- le taux nominal supérieur de l'impôt sur les sociétés ( $IS_{dt}$ ) ;
- le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu ( $IR_{dt}$ ) ;
- l'instabilité des politiques fiscales, mesurée par les variances respectives de ces deux taux d'imposition ( $\Delta IS_{dt}$  et  $\Delta IR_{dt}$ ), calculée sur la période de 1980 à 2015 ;
- l'ouverture financière et bancaire : indice de l'Heritage Foundation mesurant la difficulté d'ouverture d'établissements bancaires et de services financiers ( $Fin_{dt}$ ) ; un indicateur élevé signale une forte ouverture financière et bancaire ;
- l'indice de protection de l'emploi de l'OCDE ( $Emp_{dt}$ ) : un indicateur élevé indique une protection stricte ;
- la part des diplômés des métiers de la finance (commerce et administration, mathématiques et statistiques, sciences de l'information et ingénierie, indus-

trie de transformation et construction) dans la population totale des diplômés ( $Edu_{dt}$ ).

Ces variables explicatives sont complétées avec des effets fixes origine-temps ( $ot$ ) et origine-pays de destination ( $od$ ). Nous utilisons un estimateur Poisson du pseudo-maximum de vraisemblance (PPML) qui présente l'avantage d'être convergent en présence d'hétéroscédasticité et de traiter de manière robuste le problème de la forte concentration de valeurs nulles dans la variable dépendante.

#### Résultat des estimations

	Tous secteurs	Secteur bancaire	Secteur des assurances
$Agg_{odrt}$	0,009 <sup>(***)</sup> (3,727)	0,042 <sup>(***)</sup> (6,298)	0,007 <sup>(***)</sup> (3,245)
$Air_{rt}$	0,019 <sup>(**)</sup> (2,256)	0,018 <sup>(*)</sup> (1,841)	0,015 (1,414)
$POP_{rt}$	0,389 <sup>(**)</sup> (2,121)	0,190 (1,431)	0,916 <sup>(***)</sup> (3,206)
$GDPPC_{rt}$	2,097 <sup>(***)</sup> (2,591)	1,295 (1,642)	2,766 <sup>(***)</sup> (3,810)
$Fin_{dt}$	- 0,003 (- 0,462)	0,009 (0,947)	- 0,021 <sup>(**)</sup> (- 2,068)
$Emp_{dt}$	- 1,164 <sup>(**)</sup> (- 2,119)	- 0,362 (- 0,728)	- 1,737 <sup>(***)</sup> (- 3,706)
$Edu_{dt}$	- 0,137 (- 1,282)	0,354 (0,991)	- 0,185 (- 0,874)
$IS_{dt}$	1,927 (0,889)	1,430 (0,465)	1,148 (0,325)
$IR_{dt}$	2,022 (0,750)	3,758 (1,490)	0,057 (0,021)
$\Delta IS_{dt}$	- 46,482 <sup>(*)</sup> (- 1,778)	- 63,716 <sup>(*)</sup> (- 1,725)	- 4,311 (- 0,148)
$\Delta IR_{dt}$	- 248,039 <sup>(*)</sup> (- 1,766)	- 239,602 <sup>(**)</sup> (- 2,139)	- 43,033 (- 0,442)
Observations	4,097	2,953	2,133
R <sup>2</sup>	0,650	0,502	0,518

Lecture : Variable dépendante : nombre de filiales étrangères. Le nombre d'observations dans l'échantillon complet n'est pas la somme des deux sous-échantillons du fait de la perte d'observations due à la colinéarité entre les différents effets fixes. Statistique de Student entre parenthèses.

Notes : (\*\*\*), (\*\*), (\*) significatif à 1 %, 5 % et 10 % respectivement.

Source : Auteurs.

<sup>a</sup> La rareté des données régionales nous oblige à limiter l'échantillon à la période 2000-2015. Sauf indication contraire, les variables explicatives proviennent des bases de données de l'OCDE.

Les facteurs fixes origine-destination pourraient expliquer la non-significativité des prélèvements obligatoires (fiscalité, coin social) ainsi que de la proportion de diplômés dans les secteurs intéressant la finance, ces variables ayant peu de variabilité temporelle.

**Constat 4b.** Les choix de localisation de filiales étrangères dans la finance sont cumulatifs. Ils sont sensibles à la taille de la région, aux infrastructures, à la réglementation du travail et à l'instabilité fiscale.

## Atouts et handicaps de la France

Les résultats présentés *supra* permettent de tracer les atouts et les handicaps de la France (et de Paris) dans la concurrence pour attirer des filiales étrangères dans le domaine de la finance, autour de quatre axes :

- le vivier de compétences et d'emplois en Île-de-France ;
- la qualité des infrastructures de transport ;
- la réglementation du marché du travail ;
- la fiscalité et le coût du travail.

### Une population francilienne nombreuse et bien formée

La taille du marché, mesurée par la population totale d'une région, contribue de manière positive à son attractivité. À cet égard, l'Île-de-France est bien positionnée avec une population qui dépasse de 45 % celle de Londres (bien qu'inférieure de 30 % à la population cumulée de Londres et de la région South-East), elle-même très supérieure à celle de Francfort (la moitié inférieure de l'Île-de-France). L'attractivité de l'Île-de-France est renforcée par la part élevée des diplômés du supérieur dans la population régionale, (47 % des 25-64 ans sont diplômés du supérieur), qui dépasse largement celle du Land de Hesse (31 %) même si elle reste inférieure à celle de Londres (57 %).

Entre 2000 et 2015, la France a en moyenne formé 250 000 diplômés par an en commerce, administration, droit, mathématiques, statistiques et sciences de l'information – le chiffre le plus élevé des pays de l'Union européenne (l'Allemagne en a formé environ 140 000, le Royaume-Uni 185 000, les Pays-Bas 38 000 et l'Irlande 19 000)<sup>24</sup>.

Le dynamisme économique francilien, dont le PIB annuel est près de trois fois supérieur à celui du Land de Hesse, offre un éventail diversifié d'opportunités d'emploi pour le conjoint, en particulier dans les activités du tertiaire supérieur<sup>25</sup>.

### Des infrastructures de transport qui doivent être repensées et développées

Les infrastructures aéroportuaires jouent un rôle de premier plan dans l'attractivité d'une place financière. L'aéroport de Paris-Roissy-Charles de Gaulle (Paris CDG), aux côtés des aéroports de Heathrow (Londres), Francfort et Amsterdam-

Schiphol, est l'une des portes de l'Europe<sup>26</sup>. Néanmoins, l'accès aux aéroports de Paris depuis et vers Paris-Centre est un enjeu central. De ce point de vue, Paris CDG se classe encore très loin de ses concurrents européens. En 2017, Paris CDG est en 32<sup>e</sup> position au niveau mondial très loin derrière Londres (8<sup>e</sup>) ou Francfort (10<sup>e</sup>)<sup>27</sup>. Paris pourrait capitaliser sur les Jeux olympiques de 2024 afin de développer en priorité le projet de liaison rapide CDG express.

Le renforcement des infrastructures de transport devra également prendre en compte la nécessaire articulation entre le lieu de résidence, le lieu de travail et la localisation des écoles. L'enseignement international (encore insuffisamment développé à Paris)<sup>28</sup> est aujourd'hui essentiellement localisé aux extrémités est et ouest de la capitale.

Pour la localisation des cadres de haut niveau d'origine étrangère à Paris, la question des transports prévaut sur celle des prix immobiliers. Les loyers à Paris centre se trouvent dans une situation intermédiaire, aussi bien pour les logements que pour les bureaux (loyer moyen mensuel de 1 610 dollars pour les logements et loyer « prime » de 800 euros/m<sup>2</sup> par an pour les bureaux)<sup>29</sup>, proche de ceux de Genève, Zurich et Dublin mais bien en dessous de Londres. Ces loyers sont certes nettement plus élevés qu'à Francfort, Munich ou Amsterdam, mais il faut noter que le taux de bureaux vacants reste relativement élevé à Paris (même si l'on doit tenir compte de la segmentation du marché en région parisienne).

**Recommandation 4.** Placer le développement de CDG express et autres réseaux de transport express (notamment Est-Ouest) en haut des priorités dans le cadre du projet Grand Paris.

### La réforme du marché du travail peut contribuer à l'attractivité de Paris à moyen terme

La lourdeur du droit du travail français tout comme le climat des affaires sont autant d'éléments qui découragent la relocalisation des effectifs des grandes banques. La variabilité et le non-plafonnement des indemnités prud'homales étaient un point sensible pour les acteurs du secteur. Les ordonnances de septembre 2017 peuvent contribuer à améliorer la position de Paris à l'horizon de quelques années, dans la mesure où elles instaurent une prédictibilité vivement souhaitée par le secteur financier.

<sup>24</sup> Cf. données Eurostat. Le profil des diplômés français est proche des diplômés britanniques, fortement spécialisés en commerce, administration et droit, face à des diplômés allemands plus spécialisés en mathématiques, statistiques et informations de la communication.

<sup>25</sup> Depuis novembre 2016, « Choose Paris Region », un guichet unique pour faciliter les démarches des investisseurs étrangers à Paris et en Île-de-France, accompagne de manière individuelle les expatriés, notamment dans la recherche d'emploi pour le conjoint, voir [www.chooseparisregion.fr/Media/Default/PressKit/PresseFR.pdf](http://www.chooseparisregion.fr/Media/Default/PressKit/PresseFR.pdf)

<sup>26</sup> London-Heathrow est en tête des aéroports européens, avec 75 millions de passagers en 2015. Paris CDG arrive en deuxième place, avec 66 millions de passagers transportés. Francfort (61 millions) et Amsterdam-Schiphol (58 millions) sont respectivement en 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> places, cf. Eurostat (2016) : *Air Transport Statistics*. Disponible sur [ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Air\\_transport\\_statistics](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Air_transport_statistics)

<sup>27</sup> Cf. [www.worldairportawards.com/Awards/world\\_airport\\_rating.html](http://www.worldairportawards.com/Awards/world_airport_rating.html)

<sup>28</sup> Toubal et Trannoy (2016), *op. cit.*

<sup>29</sup> Cf. Données <https://fr.statista.com> : *Loyer moyen en US dollars dans plusieurs villes européennes* (2015) et BNP Paris Real Estate (2017)..

Dans l'hypothèse où la relocalisation continentale des activités financières des banques aujourd'hui implantées à Londres se fera vraisemblablement de manière progressive (du fait notamment des incertitudes qui entourent le Brexit), les effets à moyen terme de la réforme pourront jouer en faveur d'une relocalisation accrue d'effectifs à Paris.

### Fiscalité, cotisations sociales et coût du travail qualifié

Les prélèvements obligatoires sont élevés en France. Même si les niveaux d'imposition sur les sociétés et sur le revenu ne semblent pas constituer des facteurs déterminants de la localisation (*cf. supra*), l'annonce de la baisse du taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés (IS), qui devrait être porté à 25 % à l'horizon en 2022 suivant une trajectoire précise de baisses successives, devrait permettre de gagner en attractivité, notamment si la trajectoire est respectée (on a vu que l'instabilité fiscale nuit à l'attractivité). Quant à l'impôt sur le revenu (IR), son niveau élevé est en partie compensé, depuis 2003, par le régime fiscal des « impatriés » permettant à un salarié antérieurement résident fiscal à l'étranger de voir sa prime d'expatriation exonérée de l'IR en France et son assujettissement à l'impôt sur la fortune limité aux biens situés en France. Auparavant établi sur une période de 5 ans, ce régime a été étendu à 8 ans dans le cadre de la loi de finances 2017.

Plus que par l'IS et l'IR, la France se distingue par le niveau élevé de ses cotisations sociales sur les hauts salaires auxquelles il faut ajouter, dans le secteur financier, la taxe progressive sur les salaires. Le tableau 2 compare l'ensemble des charges sur les salaires bruts de la finance dans différents pays européens. À 53 %, la France se situe plus de 20 points de pourcentage au-dessus de ses principaux concurrents, dont les charges représentent un peu moins de 30 % du salaire brut<sup>30</sup>.

Lorsque l'on s'intéresse à la localisation d'entités comprenant une main d'œuvre hautement qualifiée (comme, par exemple, des sièges sociaux, des centres de décision, des centres de recherche, ou encore des institutions financières), les analyses sont souvent conduites sur la base de cas-types. Cette méthode est pertinente pour les entreprises envisageant la relocalisation d'une partie de leur main d'œuvre (dans ce cas, en effet, le salaire ne peut être diminué lors de la relocalisation). Elle l'est moins lorsqu'on compare les conditions d'embauche de nouveaux salariés, une grande partie du surplus de charges sociales en France étant compensée par des salaires bruts plus faibles (voir encadré 4).

### 2. Cotisations employeurs et impôts sur la main d'œuvre du secteur financier 2015, en % du salaire brut

France	53
Suisse	29
Pays-Bas	31
Allemagne	28
Irlande	28
Royaume-Uni	27

Sources : OCDE, INSEE, comptes nationaux et calculs des auteurs.

Selon un rapport de la Commission des finances du Sénat<sup>31</sup>, pour un salaire annuel brut de 250 000 euros, les prélèvements sur le travail à la charge de l'employeur sont estimés à 16 000 euros au Luxembourg, 15 000 euros en Allemagne, 27 000 euros en Irlande, tandis qu'ils s'élèvent à 137 000 euros en France. Trois facteurs explicatifs de ce surcoût sont identifiés :

- la taxe sur les salaires (pour un tiers) ;
- l'absence de plafonnement des cotisations sociales versées par les employeurs (pour un tiers)<sup>32</sup> ;
- les cotisations obligatoires aux régimes de retraites complémentaires de retraite (pour un quart).

La taxe sur les salaires dans le secteur financier français, fruit de l'histoire suite à la création de la TVA en 1968 (et de l'exemption accordée au secteur financier), pose aujourd'hui un certain nombre de questions, d'autant que sa nature progressive, renforcée par l'introduction d'une tranche supplémentaire à 20 % sur les hauts salaires en 2013 (supprimée en 2018), contribue à creuser encore l'écart de compétitivité de la France avec ses partenaires pour les personnes rémunérées à de hauts salaires<sup>33</sup>. Si la taxe sur les salaires est considérée comme un substitut à la TVA, dont le secteur financier est exempté, la logique voudrait qu'elle ne soit pas progressive. Comme la TVA qu'elle remplace, la taxe sur les salaires n'a pas d'objectif redistributif. Elle devrait donc, à terme, ne comporter qu'un seul taux.

S'agissant des cotisations retraite, la France se distingue de ses partenaires dans la mesure où les contributions obligatoires sont élevées et donnent droit à des pensions plus importantes. Dans les autres pays, les retraites de base sont le plus souvent complétées par des régimes de retraite professionnelle, ce qui peut conduire à relativiser le surcoût employeur en France au titre de la retraite complémentaire. Cependant, et en dépit d'une coordination entre régimes français et étrangers, la nature complexe du système français, avec son double étage obligatoire (régime de base et régime complémentaire) peut rebuter l'installation temporaire des personnes qualifiées. Instaurer un régime totalement dérogatoire pour des cadres

<sup>30</sup> Ces différences sont relativement stables entre pays, si bien qu'elles ne ressortent pas comme facteur déterminant de localisation, une fois introduits des effets fixes.

<sup>31</sup> de Montgolfier E. (rap.) (2017) : « Compétitivité des places financières », *Rapport d'Information du Sénat*, n° 574, juin.

<sup>32</sup> Les cotisations maladie, accident du travail et famille sont totalement déplafonnées en France. Une partie des cotisations d'assurance retraite est déplafonnée et le plafond pour les retraites des cadres peut aller jusqu'à huit fois le plafond de la Sécurité sociale. Les cotisations d'assurance chômage restent plafonnées. En Allemagne, les cotisations employeurs sont plafonnées.

<sup>33</sup> La France est seule, avec le Danemark et la Suède, à avoir maintenu une telle taxe au sein de l'OCDE.

## 4. Le salaire des cadres

À partir d'une enquête européenne détaillée sur les structures de salaires, on constate que les cadres de direction reçoivent en France un salaire brut en moyenne inférieur à ce que l'on observe dans d'autres pays européens – Pays-Bas, Allemagne, Royaume-Uni<sup>a</sup>. Ce phénomène s'observe dans la plupart des secteurs d'activité et en particulier dans le secteur de la finance : en dehors des directeurs généraux, qui semblent bénéficier en France de salaires bruts proches de ceux pratiqués au Royaume-Uni, les cadres de direction disposent de salaires bruts nettement inférieurs, qu'il s'agisse du niveau médian ou du 9<sup>e</sup> décile. Des données accessibles depuis le site de emolument.com vont dans le même sens : les salaires bruts en France sont sensiblement inférieurs à ceux du Royaume-Uni, la Suisse ou encore l'Allemagne (voir tableau).

### Niveau médian de rémunération brute annuelle (salaires et bonus), 2017

Lieu de travail	Analyste junior (en dollars)	Directeur (7-12ans d'expérience) (en dollars)	Gestionnaire d'actifs (en euros)
Francfort	77 000	–	111 000
Londres	85 000	418 000	131 000
Milan	49 000	132 000	93 000
<b>Paris</b>	<b>66 000</b>	<b>243 000</b>	<b>101 000</b>
Zurich	99 000	247 000	153 000

Source : [www.emolument.com](http://www.emolument.com)

<sup>a</sup> Voir Keogh A. (2015) : « Les salaires de cadres de direction en Europe », *Focus du CAE*, n° 9, novembre.

de haut niveau séjournant en France pendant quelques années semble difficilement envisageable. Il serait potentiellement désstabilisant pour le fonctionnement d'un système par répartition et viendrait heurter le principe de territorialité du Code de la Sécurité sociale selon lequel toute personne exerçant sur le ter-

ritoire français doit être affiliée, sauf en cas de travail détaché, à un régime obligatoire de Sécurité sociale.

Le projet de refonte du système des retraites annoncé par le Gouvernement, visant une harmonisation du calcul des droits à la retraite dans un système universel, ouvre cependant une nouvelle perspective, aussi bien pour les personnes résidant durablement sur le territoire français que pour celles y faisant un court séjour, dans la mesure où le système pourrait gagner considérablement en lisibilité et mieux se prêter à des carrières internationales<sup>34</sup>. Les assurés disposeraient alors d'un compte virtuel dans lequel seraient accumulées les cotisations retraite, revalorisées tous les ans, compte qu'ils pourraient consulter à tout moment sur Internet ou *via* une application mobile, sachant que le total des droits accumulés sera converti au moment de la retraite en une pension, à l'aide d'un coefficient de conversion fonction de l'âge de départ et de l'année de naissance.

La réforme à venir pourrait aussi être l'occasion de reconsidérer le plafond de salaire de l'assurance-retraite obligatoire. Un plafond très élevé (comme c'est le cas aujourd'hui)<sup>35</sup> présente peu d'intérêt du point de vue redistributif. Il ne répond pas vraiment à la demande des cadres et constitue un handicap du point de vue de l'attractivité<sup>36</sup>. Dans le cadre du projet européen d'union des marchés de capitaux, les cadres de haut niveau pourraient se voir ouvrir des possibilités d'épargne à long terme dans des fonds paneuropéens, complétant de manière souple et transparente la retraite obligatoire française.

### Recommandation 5. À l'occasion de la réforme des retraites à venir, reconsidérer le plafond de la retraite obligatoire.

Le Brexit offre finalement une occasion à la zone euro de donner une impulsion à son intégration financière encore inachevée et, à la France, de réfléchir à ses facteurs d'attractivité dans le cadre des réformes et chantiers en cours. ●

<sup>34</sup> Il n'y aurait plus besoin alors, sans souffrir de pénalité pour le calcul de la pension française, de tenir compte des périodes validées dans les autres pays où l'assuré aurait cotisé.

<sup>35</sup> La tranche C de l'AGIRC couvre les cotisations entre 4 et 8 fois le plafond de la Sécurité sociale (PSS), le PSS étant proche du salaire moyen.

<sup>36</sup> Bozio A. et Th. Piketty (2008) : « Pour un nouveau système de retraites. Des comptes individuels de cotisations financés en répartition », *Opusculé du CEPREMAP*, octobre.



**conseil d'analyse  
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

**Présidente déléguée** Agnès Bénassy-Quéré

**Secrétaire générale** Hélène Paris

**Conseillers scientifiques**

Kevin Beaubrun-Diant  
Jean Beuve, Clément Carbonnier,  
Manon Domingues Dos Santos

**Assistante de recherche**

Amélie Schurich-Rey

**Membres** Yann Algan, Maya Bacache-Beauvallet,  
Olivier Bargain, Agnès Bénassy-Quéré,  
Stéphane Carcillo, Anne-Laure Delatte, Élise Huillery,  
Étienne Lehmann, Yannick L'Horty, Philippe Martin,  
Corinne Prost, Xavier Ragot, Jean Tirole, Farid Toubal,  
Natacha Valla, Reinhilde Veugelers

**Correspondants**

Dominique Bureau, Anne Perrot

**Les Notes du Conseil d'analyse économique**

ISSN 2273-8525

**Directrice de la publication** Agnès Bénassy-Quéré

**Rédactrice en chef** Hélène Paris

**Réalisation** Christine Carl

**Contact Presse** Christine Carl

[christine.carl@cae-eco.fr](mailto:christine.carl@cae-eco.fr) Tél. : 01 42 75 77 47