

# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

## ECONOMIE

### France : pouvoir d'achat, le grand gain

Le pouvoir d'achat des ménages est, de manière récurrente, au cœur des débats en France. L'attention particulière dont il fait l'objet aujourd'hui est à mettre en regard de la décennie écoulée au cours de laquelle il a très peu progressé. Cette faiblesse constitue incontestablement l'une des explications du malaise social actuel et une partie de la réponse à ce dernier se trouve donc dans un redressement du pouvoir d'achat, notamment au travers de baisses d'impôts.

Trois salves de mesures ont été prises en ce sens : celles inscrites aux budgets 2018 et 2019, les mesures d'urgence économiques et sociales votées fin décembre 2018, et les mesures postérieures au grand débat national annoncées le 25 avril 2019 lors de la conférence de presse d'Emmanuel Macron. Les deux premières salves soutiennent des gains de pouvoir d'achat proches de 2,5% en 2019 d'après nos prévisions (après 1% en 2018). En 2020, le pouvoir d'achat sera encore soutenu par une partie de ces premières mesures auxquelles viennent s'ajouter les dernières en date. Selon un tout premier chiffrage, notre prévision de hausse du pouvoir d'achat gagne ainsi 0,5 point, passant de 1% à 1,5%.

Avant d'aller plus loin, le terme « pouvoir d'achat » nécessite d'être défini. Largement employé, il n'a pas le même sens pour tous. Il recouvre des situations individuelles très différentes et éloignées de l'indicateur macroéconomique de référence défini par la comptabilité nationale, ce qui contribue au décalage, parfois important, entre le vécu et le ressenti de chacun et les chiffres agrégés.

Au sens de la comptabilité nationale, il s'agit

d'une mesure du revenu disponible brut (RDB) réel. Le revenu est dit « disponible » car c'est la part qui reste à la disposition des ménages après le paiement de leurs impôts et cotisations (dont le poids dans le revenu avant impôts est légèrement supérieur à 20%). Le revenu avant impôts (RAI) est constitué pour l'essentiel des

### 2008-2018 : la décennie perdue du pouvoir d'achat

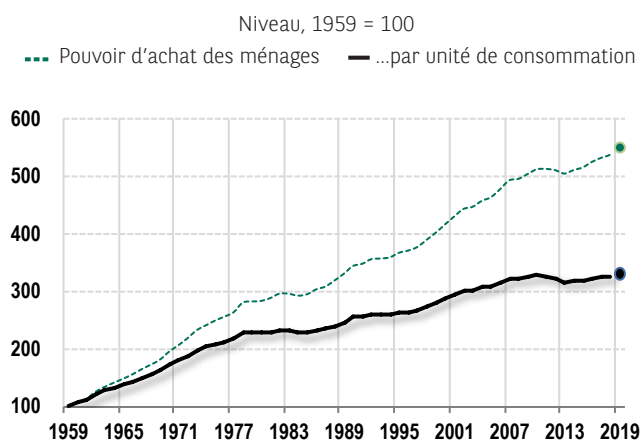
D'après cette mesure, les baisses de pouvoir d'achat au niveau macroéconomique sont rarissimes et de faible ampleur. La dernière en date est récente et a porté sur deux années, 2012 et 2013 (-0,4% et -1,2%, respectivement). Depuis 2014, le pouvoir d'achat progresse à un rythme annuel moyen légèrement supérieur à 1%, à comparer avec une tendance de 2% depuis le milieu des années 1980 et de 3% si l'on remonte aux années 1960.

La faiblesse de cette progression au cours des dix dernières années est l'une des raisons pour lesquelles le pouvoir d'achat est, de manière récurrente, au cœur des débats. Et l'on comprend qu'il fasse l'objet d'une attention plus grande encore aujourd'hui lorsque l'on raisonne en unité de consommation (UC), c'est-à-dire si l'on tient compte des évolutions démographiques (nombre et composition des ménages) pour mieux rendre compte de la perception individuelle de chacun de l'évolution de son pouvoir d'achat<sup>1</sup>. En effet, mesurées par UC, les baisses de pouvoir d'achat

sont plus fréquentes. Sur la période récente, sa hausse est réduite à 0,6% par an en moyenne. Plus frappant encore, le pouvoir d'achat par unité de compte se situe en 2018 à peine au-dessus de son niveau de 2008 (cf. graphique 1). On peut donc parler de décennie perdue.

Parmi les raisons de cette longue stagnation, on trouve l'augmentation forte de la pression fiscale sur la décennie écoulée combinée à la situation dégradée du marché du travail, l'une et l'autre n'ayant pas touché les mêmes personnes. D'après les

### Evolution sur longue période du pouvoir d'achat



Graphique 1

Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

revenus d'activité, qui en représentent près de 60%. S'y ajoutent les prestations sociales (environ 30%) et les autres revenus (15%), provenant en particulier du capital mobilier (dividendes, intérêts) et immobilier (loyers). Ensuite, le revenu est « brut » car non corrigé de la consommation de capital fixe liée aux activités des entrepreneurs individuels et à la détention d'un logement. Enfin, il est dit « réel » une fois corrigé des prix. Les gains de pouvoir d'achat se mesurent ainsi par la différence entre le taux de croissance du RDB nominal et l'inflation.



travaux de l'OFCE<sup>3</sup>, pour la moitié basse de la distribution des revenus, la hausse des prélèvements entre 2008 et 2016 a, en effet, été plus que compensée par les revalorisations des prestations sociales, le résultat étant inverse pour la moitié haute, et assez nettement pour les 35% de ménages les plus aisés. S'ils ont bénéficié des réformes socio-fiscales, les ménages modestes ont, en revanche, pâti des évolutions du marché du travail (hausse du chômage, de la précarité et du temps partiel subi), ce qui n'est pas le cas des ménages les plus aisés.

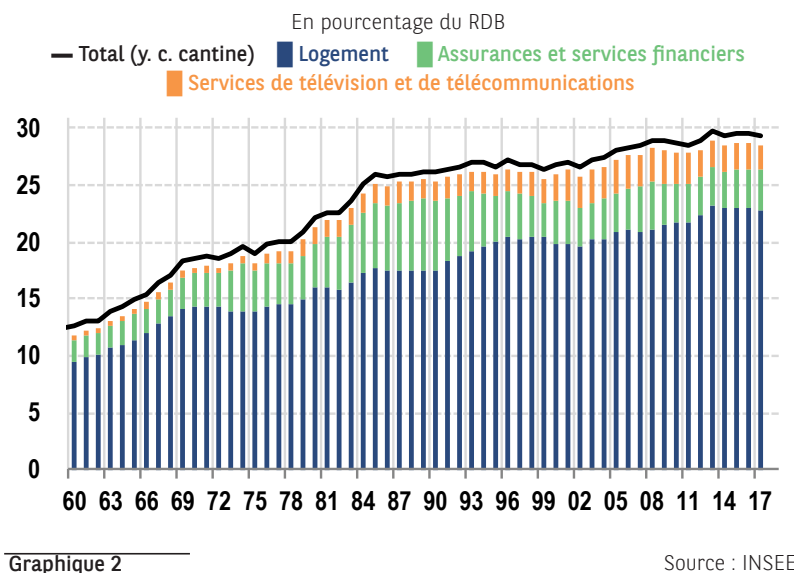
### 2019 : net rebond attendu

Ces différentes évolutions, combinées au poids relativement élevé des dépenses pré-engagées<sup>3</sup> (30% du budget des ménages en moyenne<sup>4</sup>, cf. graphique 2), expliquent le ressenti négatif concernant les conditions de vie en France. Une partie de la réponse au malaise social actuel se trouve donc dans un relèvement du pouvoir d'achat, notamment via des baisses d'impôts qui ressortent des revendications comme le premier levier devant l'emploi et les salaires. **Ce soutien au pouvoir d'achat est aussi, plus globalement, un moyen de soutenir la croissance, complétant la relance de l'offre, dont les effets sont diffus dans le temps, par une relance de la demande aux effets plus immédiats.**

En termes de montants, les baisses d'impôts inscrites dans les budgets 2018 et 2019, y compris les mesures d'urgence économiques et sociales adoptées fin 2018 sont importantes : elles atteignent, en net, c'est à dire corrigées des hausses d'impôts, 15 milliards d'euros sur 2018-2020, qui se décomposent en un peu plus de 1 milliard pour 2018, presque 11 milliards pour 2019 et 3 milliards pour 2020.

**Sur 2019, les baisses d'impôts constituent la partie la plus visible du soutien au pouvoir d'achat. Mais les autres composantes du RDB bénéficient également de mesures de soutien : les revenus d'activité avec la prime dite Macron<sup>5</sup>, la défiscalisation des heures supplémentaires et la suppression**

## Poids des dépenses pré-engagées



**du forfait social sur l'intéressement et la participation dans les PME<sup>6</sup> ; et les prestations sociales avec la revalorisation de la prime d'activité et d'un certain nombre de minima sociaux<sup>7</sup>.** Après avoir progressé de 2,7% en 2018 comme en 2017 d'ailleurs, le RDB nominal verrait ainsi sa progression sensiblement dopée en 2019, à 3,3% d'après nos prévisions.

Du côté de l'inflation, nous anticipons un net reflux (1% après 1,7% en 2018), à la faveur surtout d'un effet pétrole (hausse attendue nettement moindre). L'annulation de la hausse de la fiscalité énergétique devait contribuer aussi à réduire l'inflation à hauteur de 0,2 point d'après nos estimations. Mais c'était sans compter la forte remontée des prix du pétrole depuis le début de l'année qui est venue jouer les trouble-fête. L'inflation pourrait ainsi être plus élevée que prévu et les gains de pouvoir d'achat attendus en 2019 s'en trouveraient réduits d'autant.

Selon nos prévisions actuelles, ils s'élèvent à 2,3% (1,7% par UC), soit la plus forte progression depuis 2007. Ces gains ont aussi pour caractéristique de concerner une large partie de la population.

En 2020, les gains attendus de pouvoir d'achat seraient moindres mais encore relativement soutenus grâce aux baisses d'impôts déjà actées auxquelles viendront s'ajouter les nouvelles mesures issues du grand débat

national, notamment la baisse d'impôt sur le revenu de 5 milliards d'euros, la ré-indexation sur l'inflation des retraites moyennes (qui réinjecte 1,4 milliard) et le renouvellement de la prime Macron. La hausse annoncée du minimum contributif, le versement garanti des pensions alimentaires et la mise en place du revenu universel d'activité sont également de nature à soutenir le pouvoir d'achat. Selon un tout premier chiffrage, ces nouvelles mesures ajoutent 0,5 point à notre prévision de hausse du pouvoir d'achat en 2020, qui passe de 1% à 1,5% (2,8% d'augmentation du RDB nominal moins 1,3% d'inflation).

**Les gains de pouvoir d'achat attendus en 2019 et, dans une moindre mesure, en 2020, sont significatifs. Mais pour que ceux-ci soient durablement plus élevés, c'est la dynamique de l'emploi et des salaires qui compte.**

Hélène BAUDCHON

Recherche économique Groupe  
helene.baudchon@bnpparibas.com

1. Les besoins d'un ménage ne s'accroissent pas en stricte proportion de sa taille. La taille de chaque ménage en nombre d'UC est calculée comme suit : le premier adulte compte pour 1 UC, chaque personne supplémentaire de 14 ans ou plus pour 0,5 UC et chaque enfant de moins de 14 ans pour 0,3 UC. En moyenne depuis 1960, le nombre d'UC progresse de 0,9% par an.

2. P. Madec, P. Malliet, M. Plane, R. Sampognaro, X. Timbeau, « Entre 2008 et 2016, les réformes sociales et fiscales ont pesé sur le revenu des ménages mais ont renforcé le rôle d'amortisseur social du système redistributif », INSEE France, Portrait social 2018.

3. Définition INSEE : <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1358>

4. Cette part s'élève à 60% pour les ménages pauvres, 40% pour les ménages modestes, 30% pour les classes moyennes et 20% pour les ménages aisés. Source : DREES, mars 2018.

5. Prime exceptionnelle défiscalisée dans la limite de EUR 1 000, versée par les entreprises sur la base du volontariat aux salariés dont la rémunération en 2018 n'excède pas trois Smic annuels.

6 Jouent aussi les effets positifs attendus sur l'emploi des mesures d'offre : transformation du CICE en baisse de charges et allègement supplémentaire au niveau du SMIC ; réformes du marché du travail (triptyque Code du travail, formation professionnelle, assurance-chômage).

7. Ces revalorisations sont toutefois contrebalancées par la désindexation partielle des retraites, des allocations familiales et logement.



## Le métier titres : maillon essentiel du bon fonctionnement des marchés financiers

Si les activités de négociation (*trading*) constituent souvent la partie la plus visible des marchés financiers, le bon fonctionnement de ces derniers dépend en grande partie de la fourniture des services titres à des acteurs tels que les banques, les institutions financières et les grandes entreprises. Bien que peu connus du grand public, ces services, dits du « post-marché », permettent pourtant d'assurer des fonctions aussi essentielles que la protection des actifs et le bon dénouement des transactions conclues sur les marchés financiers.

Il n'est pas étonnant, dans ce contexte, que des propositions aient été formulées à la Commission européenne dans le cadre de son initiative visant à mettre en place l'Union des marchés de capitaux (« CMU » pour *Capital Markets Union*). Dans un rapport du 15 mai 2017, un groupe d'experts dénommé « *European Post Trade Forum* » (EPTF), constitué sous l'égide de la Commission européenne, a ainsi formulé un certain nombre de recommandations visant à supprimer les barrières constatées à l'intégration du post-marché, condition préalable à toute véritable union des marchés de capitaux en Europe. La description des services titres permet d'en cerner toute l'importance pour les marchés.

Avant d'entrer plus avant dans cette description, trois remarques liminaires peuvent être faites.

D'abord, il convient de souligner la grande diversité de ces services. S'il arrive que l'on réduise le métier titres à la fonction de conservateur (*custody*) des titres (dont la propriété est attestée par l'inscription en compte titres puisque ceux-ci sont dématérialisés depuis le début des années 80), les services qui sont rendus sont particulièrement nombreux : services visant à permettre le bon dénouement des transactions sur les marchés grâce à la compensation, au règlement-livraison, à la gestion des opérations sur titres ou encore à la sous-traitance de *middle office* et *back office* de clients ; services aux investisseurs institutionnels tels les sociétés de gestion et les fonds de pension grâce à la fonction dépositaire et à la distribution des fonds ; services aux grandes entreprises telles l'organisation des assemblées générales ; et enfin services destinés à offrir des solutions de marché et de financement par exemple en permettant aux acteurs financiers de

pouvoir disposer des garanties financières requises (*collateral*) ou de se prémunir contre certains risques, notamment le risque de changes.

Ensuite, et cette deuxième remarque découle de la première, **alors que l'on qualifie traditionnellement les services fournis en la matière de services « titres », les instruments qui font l'objet de ces services ne se limitent en réalité pas – ou en tout cas plus – aux seuls « titres »**. Ces services portent en effet tant sur des titres financiers (tels les titres de capital, communément dénommés « actions », ou les parts de fonds) que sur des contrats financiers (également dénommés « instruments financiers à terme », et, parfois, de manière quelque peu réductrice, « dérivés »), voire même sur des instruments qui ne sont ni des titres financiers ni des contrats financiers (comme par exemple les solutions de gestion des devises au comptant).

**« tous les bénéficiaires d'une assurance-vie, d'un plan d'épargne entreprise ou encore ceux qui ont déjà acheté des parts ou actions d'un organisme de placement collectif sont des clients indirects d'un conservateur »**

Enfin, compte tenu de sa diversité et de l'importance du métier titres pour les investisseurs et la sécurisation des marchés financiers, **la réglementation applicable, qu'elle soit européenne ou nationale, est particulièrement fournie**. Cette réglementation ne cesse d'ailleurs d'évoluer afin d'assurer en toutes circonstances, et quelles que soient les évolutions des marchés, le plus haut niveau de protection des clients et de leurs actifs (notamment suite à la crise financière de 2008). La description de certaines des fonctions les plus notables du métier titres permettra d'en broser certains traits.

**Conservation et fonction dépositaire sont indispensables pour la protection des actifs**

La conservation<sup>1</sup> et la fonction dépositaire<sup>2</sup> constituent deux fonctions essentielles du métier titres qui permettent de protéger les actifs des clients. Alors que la conservation s'adresse à tous les types de clients, la fonction dépositaire a, quant à elle, vocation à s'inscrire dans le seul univers

de la gestion collective, laquelle consiste à gérer des organismes de placement collectif (communément dénommés « fonds »).

**Pour illustrer la mission du conservateur, il est possible de citer celle de la banque qui, jadis, louait des coffres à ses clients pour que ceux-ci y déposent de façon sécurisée leurs titres, leurs valeurs et leurs créances**. Les titres financiers étant désormais dématérialisés, c'est l'inscription dans le compte tenu par le conservateur qui permet d'attester de la propriété des titres.

Si les clients du métier titres sont des investisseurs professionnels, tous les bénéficiaires d'une assurance-vie, d'un plan d'épargne entreprise ou encore ceux qui ont déjà acheté des parts ou actions d'un organisme de placement collectif sont des clients indirects d'un conservateur. A cet égard, **la récente loi PACTE, dont l'une des ambitions est de développer l'épargne-retraite et l'épargne salariale, devrait encore davantage mobiliser les conservateurs**.

Le dépositaire a pour mission première la conservation des actifs des fonds. C'est donc à lui qu'incombe en cas de liquidation du fonds la charge de restituer les actifs aux investisseurs, notamment dans l'éventualité où la société de gestion serait dans l'impossibilité opérationnelle ou financière de pouvoir continuer à offrir ses services.

Le dépositaire assume également une **mission de contrôle *ex post***.

Il contrôle d'abord la **régularité des décisions de la société de gestion dans l'accomplissement de sa mission de gestion des fonds**. Il est ainsi tenu de vérifier que la société de gestion (ou la SICAV) respecte, en prenant les décisions d'investissement, les règles d'investissement et ratios réglementaires ainsi que les règles prévues par le fonds lui-même.

Il contrôle également l'**établissement de la valeur liquidative du fonds** ainsi que le **respect des règles relatives au montant de l'actif minimum du fonds** grâce à la consultation de la comptabilité de celui-ci.

Il **contrôle enfin la gestion de passif**, laquelle





consiste à centraliser le traitement des demandes de souscriptions et rachats, à initier les règlements correspondants sur le compte espèces du fonds (en souscrivant, l'investisseur verse des espèces sur le compte du fonds, en contrepartie desquelles il reçoit des parts ou actions) et à créer ou détruire le nombre de parts ou actions correspondantes.

Dans cette mission importante de contrôle, le dépositaire peut, en cas de constatation d'irrégularités, utiliser une procédure dite d'escalade qui commence par une demande de régularisation suivi de la mise en demeure et injonction à la société de gestion ou la SICAV de régulariser. Si la mise en demeure et l'injonction restent sans effet, le dépositaire doit informer le commissaire aux comptes du fonds et, en dernier recours, il informe l'AMF et peut même demander la révocation des dirigeants de la société de gestion ou du fonds.

### La compensation et le règlement-livraison assurent le bon dénouement des transactions sur les marchés financiers

Le dénouement des transactions implique deux fonctions complémentaires : la compensation et le règlement-livraison. Leur finalité consiste à garantir, une fois les ordres d'achat et de vente passés sur les marchés, par exemple sur des actions, que tous les acheteurs soient livrés de ces actions selon l'échéance technique prévue (en général deux jours) et que, dans le même temps, la valeur des actions puisse, de manière concomitante, être réglée aux vendeurs de ces actions.

La compensation tout d'abord est l'étape permettant, une fois les ordres d'achat et de vente passés sur les marchés, d'assurer non seulement la fonction technique de calcul des montants dus et à recevoir par les acheteurs et les vendeurs ainsi que d'envoi des instructions correspondantes aux systèmes de règlement-livraison, mais aussi la fonction de garantie de bonne fin consistant à assurer que les ordres passés sur les marchés soient en toutes circonstances honorés et ce, quand bien même un intermédiaire financier important serait défaillant.

Cette étape de la compensation fait intervenir deux types d'intermédiaire financier. D'une part, la chambre de compensation<sup>3</sup>, également dénommée « contrepartie centrale », s'interpose en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et vendeur vis-à-vis de tout acheteur. D'autre part, les intermédiaires



financiers membres de la chambre, qualifiés d'adhérents compensateurs<sup>3</sup>, permettent d'aider la chambre dans l'accomplissement de ses fonctions notamment en lui versant des dépôts de garantie. Compte tenu de l'importance du mécanisme de la compensation, les conditions d'adhésion des adhérents compensateurs sont particulièrement strictes.

Enfin, le règlement-livraison est la phase permettant, une fois la compensation effectuée, la livraison des titres à l'acheteur et le règlement (paiement) du prix correspondant au vendeur. Cette phase est assurée par les systèmes de règlement-livraison, épaulés par leurs membres, appelés participants de systèmes de règlement-livraison<sup>4</sup>.

**« afin d'avancer dans le projet d'Union des marchés de capitaux, il serait souhaitable que la prochaine Commission européenne identifie les barrières à supprimer »**

Au final, tant les services liés à la protection des actifs que ceux permettant le bon dénouement des transactions sur les marchés ont fait, ces dernières années, l'objet d'un encadrement par des textes adoptés au niveau européen. Il n'en reste pas moins, comme le rapport de l'EPTF du 15 mai 2017 a pu le mettre en évidence, qu'il subsiste certaines barrières

à l'intégration du post-marché en Europe. Ces barrières sont liées au manque d'harmonisation des régimes nationaux sur des aspects spécifiques des services titres et du post-marché, telles les opérations sur titres, les *reportings* auprès des différentes autorités dont le nombre ne cesse de croître ou encore les régimes de retenue à la source qui sont nombreux. Dans ces conditions, et afin d'avancer dans le projet d'Union des marchés de capitaux, il serait souhaitable que la prochaine Commission européenne identifie les barrières à supprimer en priorité, comme la multiplicité des reportings post-marché ou encore les incertitudes liées au fait que certains textes, notamment la directive dite « finalité » du 19 mai 1998, n'ont pas récemment fait l'objet d'une mise à jour, et ce, en adoptant une approche ciblée, pragmatique et en prenant en compte les avancées de ces dernières années.

Haroun BOUCHETA

Responsable des Affaires Publiques  
BNP Paribas Securities Services  
[haroun.boucheta@bnpparibas.com](mailto:haroun.boucheta@bnpparibas.com)

1. La conservation, dénommée dans les textes « tenue de compte-conservation », est un service connexe relevant de la directive européenne du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (dite « MIF II »). L'article L. 321-2 du Code monétaire et financier précise la nature de ce service, l'article L. 542-1 du même code énumère de manière limitative les personnes qui peuvent exercer cette activité ainsi que le pouvoir conféré à l'Autorité des marchés financiers (AMF) en la matière.

2. La fonction dépositaire est aujourd'hui encadrée à la fois par les dispositions de la directive européenne du 23 juillet 2014 sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (dite « OPCVM V ») et par celles de la directive européenne du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (dite « AIFM »). Elle est aussi encadrée par des règles nationales, comme en France via l'application du règlement général de l'AMF (« RG AMF »). Pour le cas particulier des fonds monétaires, le règlement européen du 14 juin 2017 s'applique également.

3. Les prestataires de services titres qui assurent la fonction d'adhérent compensateur et leur activité, ainsi que celle des chambres de compensation, sont encadrés par le règlement européen du 4 juillet 2012 (« EMIR »), par certaines dispositions de MIF II ainsi que par des dispositions françaises (articles L. 440-1 et suivants du Code monétaire et financier et articles 324-1 et suivants du RG AMF).

4. Les participants de systèmes de règlement-livraison et leur activité sont réglementés, tout comme celle des systèmes de règlement-livraison, par des dispositions européennes (règlement du 23 juillet 2014, dit « CSDR ») et françaises (articles L. 330-1 et suivants du Code monétaire et financier et articles 560-1 à 560-15 du RG AMF).

