

Deleveraging bancaire à l'allemande

Céline Choulet

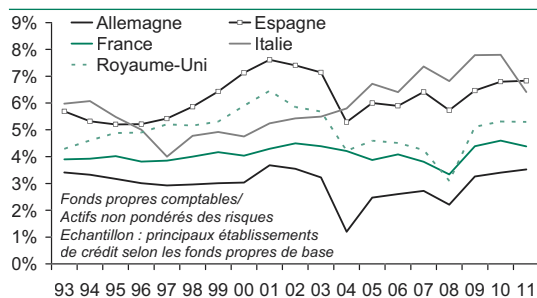
Dans un mouvement généralisé à travers l'Europe, les banques allemandes ont entrepris des efforts de réduction de leur levier d'endettement (*deleveraging*). Au lendemain d'un choc financier, l'assainissement des bilans, la réduction des capacités excédentaires et le renforcement des fonds propres sont des étapes incontournables au rétablissement de la solidité d'un système bancaire. La crise des dettes souveraines et les nouvelles règles prudentielles ont rendu encore plus pressant l'abaissement des leviers financiers.

Le *deleveraging* du secteur bancaire allemand présente deux caractéristiques qui le distinguent de celui de ses homologues européens. La première différence, notamment avec les systèmes bancaires espagnols ou britanniques, réside dans le fait que le niveau élevé du levier financier allemand repose sur un endettement excessif des agents non financiers et la constitution de bulles d'actifs hors des frontières nationales. Pénalisées par l'atonie du cycle du crédit et la faible rentabilité bancaire sur leur marché domestique, les banques allemandes se sont largement exposées aux produits structurés adossés aux prêts *subprime* américains ou aux crédits immobiliers espagnols et à d'autres types de financements internationaux (dans les secteurs maritime, de l'aviation ou encore de l'immobilier commercial). L'ampleur des exigences de la Commission européenne en matière de *deleveraging* (en contrepartie des aides publiques reçues) est un second aspect qui distingue le mouvement à l'œuvre en Allemagne. Il consiste non seulement en un dégonflement des bilans mais plus fondamentalement en une redéfinition des *business models*, en particulier pour les banques publiques régionales (Landesbanken).

Sur la voie d'un assainissement des bilans

Bien qu'elles ne soient pas soumises à des pressions comparables à celles que subissent leurs consœurs grecques, espagnoles ou italiennes (fuite des dépôts, difficulté d'accès aux marchés, forte dégradation de la qualité des actifs), les banques allemandes ont engagé des efforts de réduction de leur levier et d'amélioration de leur solvabilité. La question du *deleveraging* se pose avec d'autant plus d'acuité que les établissements de crédit allemands s'appuient sur un levier financier (actifs non pondérés des risques/fonds propres comptables) particulièrement élevé (graphique 1). A la fin mars 2012, les actifs des grandes banques privées représentaient, en agrégé, 30 fois leurs fonds propres comptables (33 fois à la fin 2011 pour les grandes Landesbanken) et 33 fois (27 fois) leur capital Tier 1. L'EBA a, par ailleurs, mis en évidence à l'automne dernier que les besoins en fonds propres pour couvrir les dépréciations de leurs portefeuilles de titres souverains étaient relativement élevés (13 milliards d'euros).

Un effet de levier particulièrement élevé en Allemagne



Graphique 1

Sources : Commission Bancaire, Bankscope

L'ajustement des banques allemandes a principalement transité par deux canaux : la réduction de la taille de leurs bilans couplée à un *de-risking* (cessions des activités non prioritaires et/ou consommatrices de fonds propres) et la conversion des *stille einlage* ('capital dormant' ou 'participations silencieuses'), titres de capital hybrides allemands, en actions ordinaires.

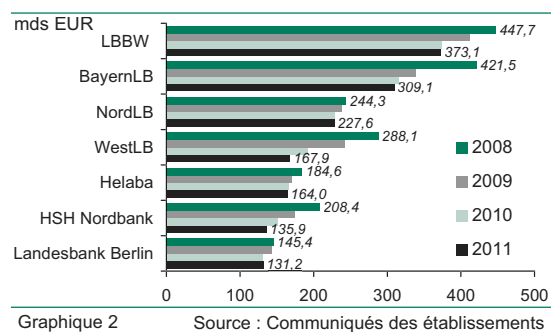
Dégonflement des bilans et recentrage sur le cœur de métier

L'incidence du *deleveraging* sur le total des actifs bancaires allemands n'est pas aisément décelable dans les statistiques monétaires agrégées et les bilans comptables. D'abord, les instruments financiers dérivés, comptabilisés en juste valeur (à l'actif lorsque leur valeur de marché est positive, au passif lorsqu'elle est négative), brouillent généralement l'analyse des comptes. Ensuite, les bilans des exercices 2010 et 2011 sont difficilement comparables avec ceux des années précédentes, la loi de modernisation du droit comptable allemand de 2010 ayant conduit à une augmentation artificielle de leur taille (notamment en modifiant les règles de comptabilisation des instruments dérivés détenus à des fins de *trading*). En témoigne la multiplication par 5 du poste 'autres actifs' du bilan agrégé des banques allemandes entre les mois de novembre et de décembre 2010. Par ailleurs, les portefeuilles cédés par certains établissements ont pu être acquis par d'autres banques. Dans le cas des statistiques monétaires, le principe de résidence, qui préside à leur constitution, ignore en outre les cessions d'actifs éventuelles réalisées par les filiales étrangères des banques nationales. L'utilisation des données comptables privées pour apprécier le mouvement de *deleveraging* à l'œuvre n'éclaire guère davantage dans le cas des trois grandes banques privées (à savoir Deutsche Bank¹, Commerzbank² et Bayerische Hypo- und Vereinsbank). Les effets de périmètre (acquisition de Dresdner Bank par Commerzbank en 2009, de Postbank et Sal. Oppenheim par Deutsche Bank en 2010) ne peuvent, en effet, être totalement corrigés. Nous évaluons que le total de bilan agrégé des trois grandes banques privées (et de leurs cibles) a été réduit de 16% entre la fin 2007 et mars 2012, du double (-31%) si l'on exclut les instruments financiers dérivés. L'incidence du *de-risking* des bilans, censé réduire le poids des actifs pondérés des risques dans les actifs totaux, est également diluée par l'entrée en vigueur de Bâle 2 en 2007 puis le passage en fin d'année 2011 au

calcul des pondérations selon le référentiel Bâle 2.5 (qui a accru la pondération des risques de marché). Pour notre échantillon de grandes banques, le ratio des actifs pondérés des risques aux actifs totaux s'établissait ainsi à 23% à la fin 2011 contre 24% à la fin 2007.

Moins affectés par les changements comptables (portefeuilles de dérivés plus restreints) et réglementaires (actifs pondérés moins accrus par la CRD3), les bilans des banques publiques régionales, qui abritaient en 2007 une proportion importante de *non core assets* (actifs identifiés comme non stratégiques ou non essentiels), reflètent plus fidèlement les efforts de restructuration entrepris depuis le début de la crise financière (recentrage sur les activités *core*, transfert des actifs toxiques vers des structures de cantonnement). Ainsi, les réductions agrégées des actifs totaux et des actifs pondérés des risques des sept grandes Landesbanken indépendantes se sont élevées à près de 20% et 40% respectivement, entre la fin 2007 et la fin 2011, ramenant le poids des actifs pondérés dans le total des actifs de 44% à 33% en quatre ans (graphique 2).

Tailles de bilan des sept grandes Landesbanken



Sous la pression de Bruxelles, la contraction des bilans bancaires est appelée à se poursuivre. Certaines cures d'amaigrissement n'ont pas été menées à leur terme (c'est le cas par exemple de la Landesbank Baden-Württemberg qui n'avait parcouru, en mars 2012, que la moitié du chemin, soit une contraction de 21% de son bilan depuis 2008 contre 40% requis), d'autres ont été durcies (par exemple pour Commerzbank dont le total des actifs doit être réduit de 100 millions d'euros supplémentaires pour être ramené à 600 millions d'euros, hors *non core assets*, d'ici à la fin 2012 et maintenu à ce niveau jusqu'à la fin 2014), enfin de nouveaux plans de restructuration pourraient être imposés. Plus généralement, l'adoption des nouvelles

exigences bâloises et la remise en cause des *business models* devraient entretenir le mouvement à l'œuvre. D'autant que les niveaux de valorisation actuels rendent le renforcement de la solvabilité bancaire par émissions d'actions particulièrement coûteux pour les établissements privés³ et que la capacité bénéficiaire du secteur a reculé.

Vers une consolidation des Landesbanken ?

La Commission européenne a récemment appelé à un assainissement plus ambitieux et plus coordonné du secteur bancaire allemand, en particulier des banques publiques régionales. Le recentrage de ces établissements sur leur cœur de métier et le remodelage de leurs bilans s'organisent, en effet, en ordre dispersé sans qu'une stratégie commune de repositionnement et/ou de réorganisation du pilier public dans son ensemble n'ait été définie. La menace du démantèlement (mise à exécution dans le cas de la WestLB) devrait inciter les Landesbanken et leurs actionnaires à s'emparer du sujet.

La question de leur nombre est à nouveau posée. Si l'Association allemande des caisses d'épargne (DSGV) plaide de longue date en faveur du maintien de seulement deux ou trois Landesbanken indépendantes, les Länder, attachés à l'autonomie de leurs banques régionales, ont jusqu'à présent freiné le mouvement de consolidation. Reflet du manque de volonté politique, la création d'une structure de cantonnement unique, évoquée en 2009, subordonnée à un engagement des régions à faire fusionner les Landesbanken, a finalement été écartée. Les enjeux de souveraineté régionale, de prestige politique et de préservation de l'emploi l'ont emporté sur le motif économique. Aux pertes sur les positions à risque et aux craintes d'échec (ou aux échecs) aux *stress tests* de l'EBA, ont répondu des injections de fonds propres, des garanties sur actifs et des conversions de titres hybrides en actions ordinaires (cf. *infra*) (tableau 1). Si, historiquement, la structure actionnariale de la plupart des Landesbanken était répartie en parts égales entre Länder et Sparkassen, elle s'est déformée depuis la crise.

Aides publiques aux Landesbanken allemandes

EUR mds	Gouvernement fédéral / SOFFin		Länder		Associations des caisses d'épargne
	Garanties sur les passifs	Injections de capitaux	Garanties sur les actifs	Injections de capitaux	Garanties / Injections de capitaux
LBBW			12,7	2,5	2,5
BayernLB	2,8		4,8	10,0	
NordLB	3,5				
HSH Nordbank	6,0		7,0	3,0	
WestLB		3,0	8,5		5,5

Tableau 1

Sources : Communiqués des établissements, Moody's

A titre d'illustration, l'augmentation de la participation de l'Etat libre de Bavière dans la Bayerische Landesbank (BayernLB) (de 50% à 94%) a dilué la part de l'Association des caisses d'épargne de Bavière d'autant (de 50% à 6%). Les lignes commencent, toutefois, à bouger. Pour mémoire, à la fin avril 2008, l'aide de 5 milliards d'euros versée par le Land de Rhénanie-du-Nord-Westphalie à la WestLB avait été autorisée, en contrepartie de la présentation d'un plan de restructuration d'ici à l'été 2008. En raison des besoins récurrents de fonds propres de la banque, divers plans ont été présentés, et ce n'est finalement qu'à la fin du mois de juin dernier que la restructuration du groupe s'est achevée.

Se pose également la question de la taille critique des Landesbanken. La recherche de rendements (notamment sur le segment des dettes souveraines, des produits structurés adossés aux prêts *subprime*, des crédits immobiliers espagnols) a conduit à un gonflement des bilans des Landesbanken au-delà, sans doute, de ce qui leur était nécessaire pour être viables. Les cessions d'actifs, telles qu'elles sont annoncées pour le moment (la revue des plans d'aide par la Commission européenne n'est pas achevée pour toutes les Landesbanken), ramèneraient la taille de bilan agrégé des 7 grandes Landesbanken indépendantes à près de 1 300 milliards d'euros contre 1 900 en 2008 (-33%). Les tailles de bilans de la LBBW et de la HSH

Nordbank seront, notamment, réduites de 40% à terme (par rapport à leur niveau de 2008). A supposer que certains portefeuilles soient transférés d'une Landesbank vers une autre, l'effet serait, toutefois, minoré. Dans tous les cas, pour certaines d'entre elles, ce recentrage pourrait être synonyme de perte d'autonomie, voire de démantèlement à l'instar de la WestLB scindée en trois parties. La Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) hérite de la partie saine de la WestLB (la Verbundbank, dont le total de bilan s'élève à 40 milliards d'euros, soit environ un quart du bilan consolidé de la WestLB à la fin 2011). Près de 100 milliards d'euros d'actifs (60% du bilan) ont été en partie vendus⁴ ou à défaut transférés le 30 juin vers la structure de défaillance publique Erste Abwicklungsanstalt (EAA). Enfin, une nouvelle entité, Portigon Financial Service, devient prestataire de services auprès de la Verbundbank, de la structure de défaillance mais aussi d'autres banques.

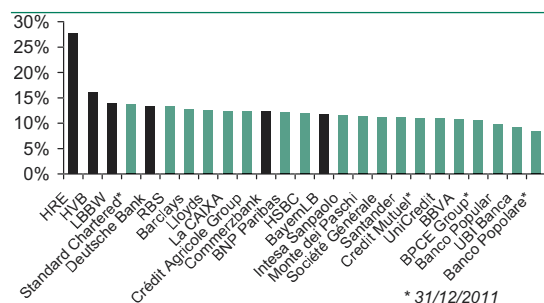
Si la crise de la zone euro et les nouvelles exigences réglementaires rendent plus pressante la consolidation des Landesbanken, celle-ci ne nous paraît que peu probable dans un avenir proche (à l'exception de l'acquisition de la partie saine de la WestLB par la Helaba). Le temps pour les banques de gérer la crise en interne (assainir les bilans, maîtriser les charges), d'améliorer la qualité de l'information financière et de proposer des modèles d'activité convaincants, optimisant les complémentarités et économies d'échelle. Restaurer la viabilité des modèles économiques des banques publiques régionales apparaît, en effet, incontournable pour rendre leur éventuelle consolidation profitable⁵ (à la différence de l'expérience de l'Espagnole Bankia), préserver le financement des entreprises et régions et pour remédier aux déficiences structurelles du secteur bancaire allemand. Fusionner des entités fragilisées sans un assainissement préalable de leurs bilans se résumerait à additionner des pertes et mutualiser des risques sans les réduire.

Pénalisées par l'étroitesse des marges et éloignées de toute discipline de marché, les Landesbanken ont pris des risques excessifs. Au-delà du désendettement des Landesbanken, de l'assainissement de leurs bilans et du recentrage sur leur cœur de métier, une meilleure gouvernance et une supervision renforcée seront nécessaires pour restaurer la stabilité du pilier public. L'intégration verticale de la Helaba au sein du groupement des caisses d'épargne des régions de Hesse et de Thuringe lui procure incontestablement une avance sur ses consœurs.

Amélioration de la qualité des fonds propres

A l'instar de leurs consœurs européennes, les banques allemandes ont renforcé leur base de fonds propres et présentent des ratios de solvabilité Tier 1 supérieurs à leurs niveaux d'avant crise. Ces derniers se positionnent relativement bien dans la hiérarchie européenne (graphique 3). Pour des établissements tels Commerzbank, Hypo Real Estate, IKB, WestLB, BayernLB, HSH Nordbank ou encore LBBW, l'importante mobilisation du fonds allemand de stabilisation des marchés financiers créé en 2008 (SOFFIN) et/ou des Länder et fédérations régionales des caisses d'épargne (injections de fonds propres, garanties sur les portefeuilles de prêts en souffrance, créations de *bad bank*) n'y est pas étrangère. Ainsi, Eurostat évaluait en avril dernier que le coût budgétaire (net des intérêts et commissions sur les prêts et garanties octroyés) des aides publiques aux banques allemandes, cumulé entre 2008 et 2011, s'élevait à plus de 40 milliards d'euros, soit 1,6% du PIB (une proportion bien inférieure à celle de l'Irlande (21,6%) mais double de celle du Royaume-Uni (0,8%)). Les rachats d'actifs toxiques de Hypo Real Estate (transfert de 173 milliards d'euros vers la FMS Wertmanagement) et de la WestLB (77,5 milliards vers l'EAA) par les deux structures de défaillance ont plus particulièrement alourdi la facture et creusé le déficit public en 2010.

Ratios Tier 1 de grandes banques européennes au 31 mars 2012

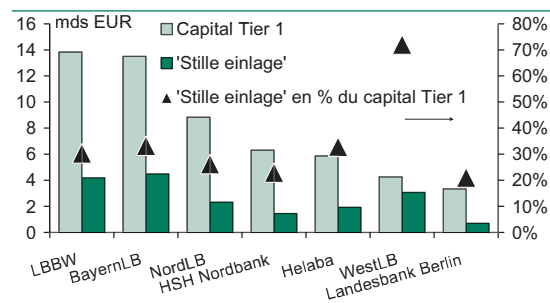


Graphique 3 Source : Communiqués des établissements

Si la CRD4 (directive européenne transposant Bâle 3) allait imposer à compter de 2013, les stress tests de l'EBA ont précipité la conversion d'une partie des *stille einlage*, titres hybrides constitutifs du capital Tier 1 mais exclus de la définition du *common equity Tier 1*, en actions ordinaires. La Helaba (conversion de 1,5 milliard d'euros de 'capital dormant') et la

Norddeutsche Landesbank (Nord/LB) (recapitalisation de 600 millions d'euros et conversion de 1,1 milliard d'euros), qui n'avaient jusqu'à présent pas sollicité d'injections de fonds publics, ont, notamment, fait appel à leurs actionnaires. Contrairement aux *preferred shares* des banques britanniques, les 'participations silencieuses' ont épongé une partie des pertes des banques allemandes pendant la crise financière (annulation du coupon et dépréciation de 10% à 20% de la valeur notionnelle du principal). Ces titres ne sont toutefois pas émis dans le cadre de contrats standardisés et associent des caractéristiques de dette et de fonds propres. La recapitalisation des banques par les Länder et le SOFFin a été largement réalisée à l'aide de ces instruments, gonflant les stocks pré-existants. A la fin 2011, les 'participations silencieuses' représentaient encore entre 20% et 70% des fonds propres Tier 1 des Landesbanken (graphique 4), un volant susceptible de gonfler les fonds propres durs. La BremerLB, contrôlée à 92,5% par la NordLB avant l'opération, avait ainsi annoncé la conversion de la totalité de son 'capital dormant' en *common equity* d'ici à la fin juin 2012. La LBBW devrait suivre le mouvement.

Fonds propres Tier 1 et 'capital dormant'



Graphique 4 Source : Communiqués des établissements

Une solvabilité encore fragile

Même s'ils sont susceptibles de peser sur les résultats (disparition de sources de revenus, perte de l'économie fiscale liée à la déduction des intérêts sur la dette), la cure d'amaigrissement et la conversion de la réserve de 'capital dormant' devraient se poursuivre. Mais ce n'est finalement pas tant la qualité que la quantité de fonds propres qui pourrait faire défaut aux banques allemandes. La solvabilité du secteur paraît, en

effet, encore fragile au regard du volume des expositions à risques (produits structurés, immobilier commercial à l'international, expositions aux GIIPS et PECO) et de la faible capacité structurelle de génération interne de capital des banques allemandes.

Des expositions à risque encore conséquentes

La qualité du bilan des banques allemandes est tributaire du contexte économique international et, compte tenu de leur importante exposition à l'Espagne et à l'Italie, de la gestion de la crise des dettes souveraines. L'agence Moody's a évalué, pour un groupe de banques⁶, que les expositions à risque agrégées (prêts à l'immobilier commercial non domestique, financement du secteur maritime, créances sur les pays du sud de la zone euro (GIIPS), portefeuilles de produits structurés), nettes des couvertures et dotations aux provisions, s'élevaient, à la fin 2011, à près de 280 milliards d'euros, soit près de trois fois leur Tier 1 capital.

Soucieux de la situation, les ministres allemands ont d'ailleurs réactivé le fonds de stabilisation des marchés financiers (SOFFin) en fin d'année. Celui-ci est prêt à intervenir en cas de fluctuations extrêmes sur les marchés de dette. Ses compétences ont, en outre, été élargies. Le transfert d'obligations d'Etat ou d'entreprises auprès du SOFFin est désormais possible, à condition de les placer préalablement dans une structure de défaillance⁷. La forte proportion de titres d'Etat allemand qui figurent dans leurs portefeuilles de dettes souveraines (70% de leurs expositions aux dettes souveraines de l'Espace économique européen à la fin septembre 2011) relativise, toutefois, ces expositions à risque.

Des résultats bancaires obérés par la fragmentation du marché

Si les ratios de solvabilité des banques allemandes sont satisfaisants, leur capacité bénéficiaire a reculé (tableaux 2 et 3). De manière structurelle, leur rentabilité est pénalisée par la fragmentation du marché et les distorsions de concurrence⁸.

Des marges structurellement étroites

Reflets de l'émiettement des parts de marché, les marges nettes d'intérêts demeurent singulièrement étroites en Allemagne comparativement aux autres pays de la zone euro, plus particulièrement pour les grandes

Compte de résultat agrégé des cinq grandes banques commerciales privées*

EUR mds	2006	2007	2008	2009	2010	2011	T1 2011	T1 2012
Produit net bancaire	54,2	55,7	28,3	48,9	49,8	49,2	16,1	14,0
dont revenus nets d'intérêts	19,1	22,3	26,7	26,6	26,9	28,4	7,0	6,6
dont commissions nettes	20,5	21,8	18,0	15,2	15,6	16,3	4,5	4,0
dont produits nets de trading et autres	14,7	11,6	-16,4	7,1	7,3	4,4	4,7	3,4
Charges d'exploitation	37,4	38,6	34,7	35,5	35,5	37,6	10,1	9,7
Résultat brut d'exploitation	16,8	17,1	-6,4	13,5	14,2	11,5	6,0	4,3
Coût du risque	2,5	1,8	5,9	9,1	4,4	3,5	0,8	0,6
Résultat d'exploitation	14,4	15,3	-12,2	4,3	9,8	8,1	5,2	3,7
Autres produits et résultats exceptionnels	2,9	4,5	-0,3	-2,9	-2,6	-0,5	0,0	-0,2
Impôt sur les sociétés	3,2	4,1	-0,9	0,1	1,7	1,5	1,3	1,0
Intérêts minoritaires	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1
Résultat net (hors intérêts minoritaires)	13,7	15,4	-11,7	1,3	5,4	5,7	3,7	2,5

* Deutsche Bank, Commerzbank, Hypo-und Vereinsbank (Unicredit Bank AG), Dresdner Bank (acquise par CBK en 2009) et Postbank (acquise par DBK en 2010).

Tableau 2

Sources : Communiqués des établissements

Compte de résultat agrégé des sept grandes Landesbanken*

EUR mds	2006	2007	2008	2009	2010	2011	T1 2011**	T1 2012**
Produit net bancaire	16,5	9,5	4,8	16,4	13,5	12,5	3,4	3,0
dont revenus nets d'intérêts	9,1	10,2	12,0	12,6	10,5	10,5	2,2	2,1
dont commissions nettes	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2	1,9	0,4	0,4
dont produits nets de trading et autres	5,1	-3,1	-9,6	1,6	0,9	0,1	0,8	0,5
Charges d'exploitation	8,5	8,7	9,5	9,1	8,3	8,0	1,8	1,8
Résultat brut d'exploitation	8,0	0,8	-4,8	7,3	5,3	4,5	1,7	1,3
Coût du risque	0,5	0,4	5,3	10,1	2,8	1,0	0,2	0,2
Résultat d'exploitation	7,5	0,4	-10,1	-2,8	2,5	3,5	1,5	1,0
Autres produits et résultats exceptionnels	-0,5	0,0	-0,5	-2,3	-1,1	-2,0	-0,3	-0,2
Impôt sur les sociétés	1,4	0,4	-0,2	0,4	0,5	0,9		
Intérêts minoritaires	0,1	0,1	-0,7	-0,6	0,0	0,0		
Résultat net (hors intérêts minoritaires)***	5,5	-0,1	-9,6	-4,9	0,9	0,7	1,2	0,8

* LBBW, BayernLB, NordLB, HSH Nordbank, Helaba, WestLB, Landesbank Berlin.

** hors WestLB.

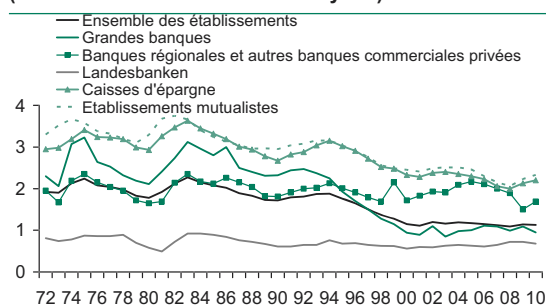
*** Résultats avant impôts et déduction des intérêts minoritaires aux T1 2011 et T1 2012

Tableau 3

Sources : Communiqués des établissements

banques privées et banques publiques régionales (graphique 5). Pour l'ensemble des établissements bancaires, les intérêts reçus et versés y sont en outre fortement corrélés, de sorte que les marges sont relativement stables (graphique 6). Le constat est un peu différent par type d'établissements, même si les mouvements demeurent très modestes. Ainsi, les revenus nets d'intérêts des trois grandes banques privées ont progressé en 2011, sous les effets conjugués d'améliorations des marges apparentes sur les prêts et dépôts. Pour les banques commerciales de taille plus modeste, qui réalisent une transformation des maturités plus importante, l'aplatissement de la courbe des rendements a, en revanche, pesé sur leur capacité à extraire de la marge.

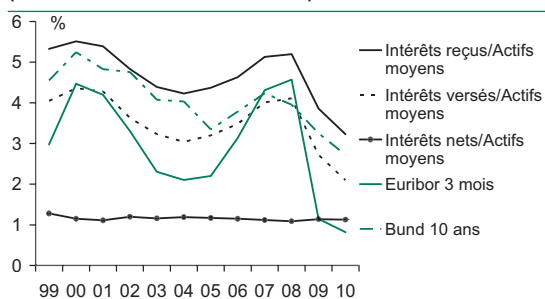
Marges nettes d'intérêts par types de banques (intérêts nets en % des actifs moyens)



Graphique 5

Source : Bundesbank

Marges d'intermédiation et taux d'intérêt (ensemble des établissements)



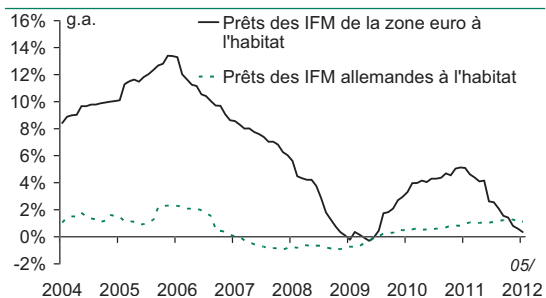
Graphique 6 Sources : Bundesbank, DataInsight

Certes, la révision des modèles d'exploitation des Landesbanken et l'arrivée à échéance progressive des dettes bénéficiant d'une caution publique⁹, en renforçant leurs exigences de rentabilité sur les activités de financement, amélioreraient les conditions d'exercice des banques commerciales privées. Toutefois, le principe de découpage régional des zones de compétences des caisses d'épargne et des établissements mutualistes rend le marché *retail* et du Mittelstand (PME) peu contestable. En outre, le contexte de taux bas actuel n'est pas propice à un élargissement des marges à moyen terme. L'adoption des nouvelles règles de liquidité bâloises et la loi de restructuration bancaire de 2010, qui introduit le concept de *bail-in* (même s'il nous paraît peu probable que la Bafin - l'autorité allemande des marchés financiers - fasse appel aux créanciers seniors des banques allemandes pour éponger des pertes éventuelles qui excéderaient leurs fonds propres avant que cette option ne soit commune à l'ensemble des systèmes bancaires européens), seraient de surcroît de nature à renchérir la dette bancaire.

Jusqu'à présent, les revenus d'intérêt ont été déprimés, non seulement par le faible niveau des marges mais également par l'atonie du cycle du crédit. Le frémissement du marché immobilier¹⁰ (la Bundesbank a évalué que les prix immobiliers avaient progressé de 5,4% en 2011 après +2,6% en 2010) offre un bol d'air très relatif aux banques commerciales. Soutenu par des coûts d'emprunt favorables (les taux d'intérêt sur la production nouvelle de crédits immobiliers, dont la période initiale de fixation du taux excède 10 ans, ont atteint un point bas, depuis l'origine de la série en 2003, à 3,45% en mars 2012), l'encours de prêts à l'habitat a cru à un rythme, toutefois, très modéré (+1% en moyenne annuelle en 2011 après

+0,5% en 2010). A titre de comparaison, les encours augmenteraient encore de 4,1% en 2011 en zone euro malgré le coup de frein observé dans la plupart des grands pays (graphique 7).

Evolution des prêts des IFM à l'habitat des ménages



Graphique 7 Sources : Bundesbank, BCE

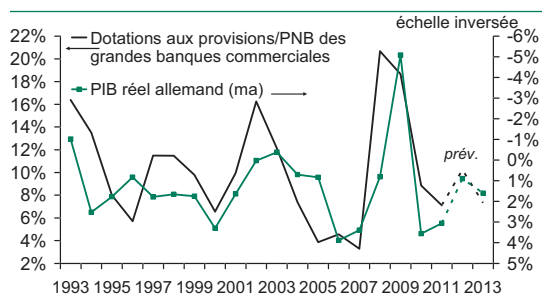
Les composantes hors intérêts des produits nets bancaires ne sont guère mieux orientées. Elles ont reculé de 9 % pour les trois grandes banques privées en 2011 et de 19% au premier trimestre 2012 (en comparaison avec le premier trimestre 2011), pénalisées par les évolutions erratiques des indices boursiers, dans un contexte dominé par la crise de la zone euro. Certes, la volonté, réaffirmée lors du Sommet européen des chefs d'Etat et de gouvernement des 28 et 29 juin dernier, de rompre le cercle vicieux entre dette bancaire et dette souveraine et de progresser vers une union bancaire en Europe a permis d'apaiser temporairement les tensions. Les faibles perspectives de croissance liées au contexte de rigueur budgétaire et de désendettement des agents et le climat d'attente ne devraient guère être favorables à court et moyen termes.

Le défi de la maîtrise des charges d'exploitation, dans le contexte du deleveraging

En comprimant les marges, le morcellement des parts de marché limite également le potentiel de baisse des coefficients d'exploitation. Sur la période 2006-2012, les charges d'exploitation (frais de personnel et autres frais généraux) ont ainsi consommé en moyenne près de 70% des produits nets bancaires des trois grandes banques privées (hors année 2008), 65% chez les Landesbanken. La maîtrise des charges sera pourtant décisive pour compenser la baisse éventuelle des sources de revenus consécutive au *deleveraging*.

L'allègement du coût du risque en 2011 a résulté de la bonne dynamique de l'économie allemande et permis de stabiliser le résultat net agrégé des trois grandes banques privées (graphique 8). Certes, l'absence de bulle d'actifs, la diversification des portefeuilles et la robustesse du marché du travail allemand devraient préserver les banques d'une dégradation de la qualité du crédit domestique d'une ampleur comparable à celle qui a pu se produire en Espagne, par exemple. Les derniers indicateurs avancés annoncent, toutefois, une activité déprimée en Allemagne pour les prochains trimestres, grevée par le ralentissement de la croissance chez ses principaux partenaires commerciaux¹¹. Les banques pourraient, dès lors, être contraintes de composer avec une montée des défauts de paiement et défaillances d'entreprises. Les établissements privés et Landesbanken, dont les concours aux agents privés résidents sont centrés sur le financement du Mittelstand, seraient, comme en 2009, les plus affectés.

Ratio de coût du risque et activité économique



Graphique 8 Sources : Rapports, Datastream, BNP Paribas

Des contraintes de financement temporairement allégées

Sur base agrégée, près de 40% des titres de dette (hors *covered bonds*) des banques allemandes devront être refinancés au cours des deux prochaines années, un niveau particulièrement élevé au regard de leurs concurrentes européennes. Si le dégonflement des bilans¹² et, dans une moindre mesure, les opérations de refinancement à long terme de la BCE (LTRO) ont permis de réduire leurs besoins, les banques allemandes ont, en outre, bénéficié d'un contexte plutôt favorable en matière de coûts de financement relativement à certaines de leurs homologues européennes.

'Bonus allemand'

Ainsi, si dans certains pays, la contagion entre risque bancaire et risque souverain a durci les conditions de refinancement des établissements bancaires, les banques allemandes ont incontestablement tiré partie de la bonne perception de l'Etat allemand (et de ses finances) par les marchés. Ce 'bonus allemand' s'est reflété dans les spreads de CDS bancaires, dernièrement plus sensibles aux spreads de CDS souverains qu'à la structure des passifs bancaires : au premier semestre 2012, l'assurance contre un risque de défaut de la France coûtait ainsi plus cher que celle couvrant un risque de défaut de la Deutsche Bank. Si l'on y ajoute un rendement du Bund exceptionnellement bas, le coût de la dette bancaire s'est abaissé. Certes, la gestion appropriée de la crise de la dette ne manquera pas de se traduire par une forme de mutualisation des dettes (ou de leurs excès) et par une hausse du rendement des obligations souveraines allemandes, une issue, toutefois, bien moins douloureuse pour les banques allemandes que ne le serait une poursuite de la contagion de la crise en Espagne et en Italie et une récession prolongée en zone euro.

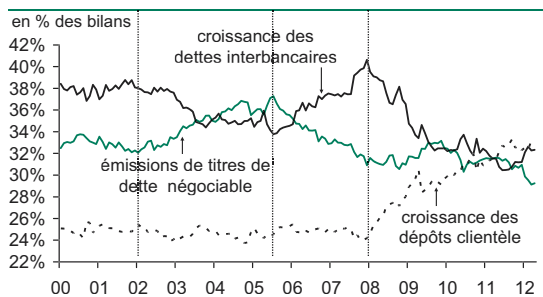
Globalement, les établissements bancaires allemands bénéficient d'une base de dépôts confortable : sur base agrégée, leur ratio crédits/dépôts s'établissait à 99% à la fin mars 2012. La réallocation de l'épargne nationale en faveur des institutions financières résidentes et la baisse des volumes d'activité sur le marché interbancaire transfrontière (dans le sillage du *deleveraging* et des opérations de LTRO) ont contribué à un gonflement des réserves, facilités de dépôt et dépôts à terme des banques allemandes auprès de la Bundesbank. Le marché interbancaire ne jouant plus son rôle de stabilisateur des soldes, ces flux de capitaux ont d'ailleurs conduit à gonfler le compte Target 2 de la Bundesbank (en excédent de 728,6 milliards d'euros à la fin juin 2012)¹³.

Moindre dépendance aux financements de marché des Landesbanken

L'incidence du *deleveraging* sur la structure des bilans est plus particulièrement sensible dans le groupe des Landesbanken, lesquelles présentaient une dépendance excessive aux financements de marché avant crise. Aux phases de surcroît d'émissions de titres de dette négociable précédant la fin effective des

garanties publiques (entre 2001 et juillet 2005) puis de reprise des dettes interbancaires (entre août 2005 et décembre 2007), a succédé, depuis janvier 2008, une phase de hausse du refinancement des banques publiques par les dépôts de leur clientèle non bancaire (graphique 9). En mars 2012, la structure de leur passif révèle ainsi un moindre recours aux dettes interbancaires (dont le poids dans le bilan, corrigé du poste 'autres passifs' qui inclut notamment les dérivés, est passé de 36% en mars 2006 à 32%) et aux titres de dette négociable (de 35% à 29%), tandis que les dépôts de la clientèle non bancaire (de 25% à 33%) occupaient une place plus importante. Ce rééquilibrage des bilans s'est, en outre, accompagné d'une moindre exposition internationale. En mars 2012, le poids des non-résidents était, toutefois, encore important dans les créances et dettes interbancaires totales (45% et 32% respectivement, contre 50% et 40% en mars 2008) et dans les prêts et dépôts de la clientèle non bancaire (29% et 11% respectivement contre 38% et 19% en mars 2008).

Passif des Landesbanken : d'un instrument de dette à l'autre



Graphique 9 Source : Bundesbank

Le ratio crédits/dépôts (ratio LDR) des Landesbanken demeure élevé (132% en mars 2012), la dégradation du taux de couverture des prêts à la clientèle étrangère (les concours bancaires représentaient près de trois fois le volume des dépôts en mars 2012) ayant compensé l'amélioration du ratio des prêts sur dépôts de la clientèle résidente (hors IFM) (celui-ci s'établissait à 107% à la fin mars 2012 contre 143% six ans plus tôt).

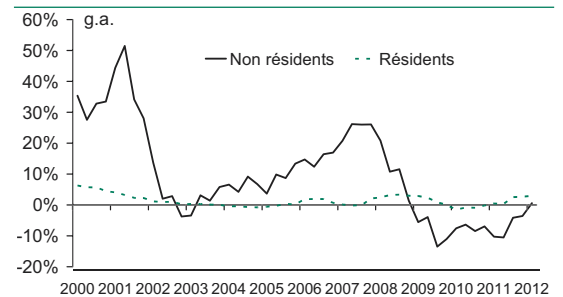
Cette position mérite d'être relativisée par les liens étroits que les Landesbanken entretiennent avec les caisses d'épargne de leur région et qui contribuent à alléger leurs besoins de financement. Les Sparkassen placent, en effet, leurs excédents de ressources auprès des

Landesbanken, qui jouent auprès d'elles le rôle de chambres de compensation¹⁴. Les caisses d'épargne distribuent, en outre, certains des instruments de dette (certificats de dépôts) émis par les Landesbanken auprès de leur clientèle. A la fin mars 2012, près de 85 milliards d'euros d'excédents de dépôts (le ratio LDR des Sparkassen atteignait alors 89%) ont ainsi pu être recyclés en dettes de premier rang non garanties de Landesbanken. Si l'on sommat les excédents de dépôts des Sparkassen aux dépôts collectés par les banques régionales elles-mêmes, le ratio LDR de ces dernières s'établirait à 109%. L'opération est avantageuse pour les deux parties. Le régulateur considère, en effet, ces placements comme des transferts intra-groupe de sorte que les titres de Landesbanken détenus par les caisses d'épargne sont pondérés à 0% dans les ratios prudentiels.

Une raréfaction des crédits bancaires ?

L'appréciation de l'incidence du *deleveraging* des banques allemandes sur le financement de l'économie n'est pas aisée. Elle est difficilement isolable des effets de la crise financière et du ralentissement économique. Il est, en outre, délicat de démêler les effets d'offre et de demande. Encadrée par la Commission européenne et l'EBA, la redéfinition des *business models*, dans un contexte économique international dégradé, a naturellement consisté en un repli des banques sur leur marché domestique, *via* généralement des cessions de créances ou participations internationales et des ventes d'actifs toxiques hérités de la crise des *subprime* (ou leur cantonnement dans des structures de défaillance publiques). Les flux nets de capitaux vers l'étranger se sont contractés, les financements des entreprises (sociétés non financières, institutions financières non monétaires et compagnies d'assurance)¹⁵ et particuliers non-résidents reculant depuis 2009 (graphique 10).

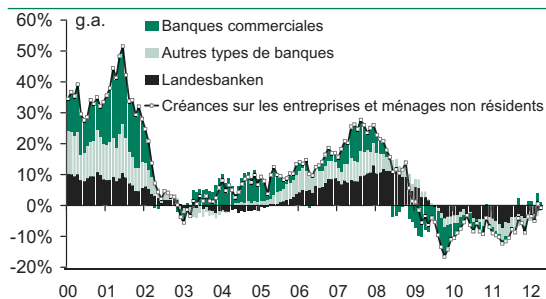
Créances des IFM allemandes aux entreprises et ménages, par résidence



Graphique 10 Source : Bundesbank

Les banques commerciales (35% des créances du secteur bancaire allemand aux entreprises et ménages non-résidents en mars 2012) en 2009 puis les Landesbanken (30%) depuis 2010 ont largement contribué à réduire l'exposition (prêts et titres de dette) du secteur bancaire allemand à la clientèle étrangère (graphique 11).

Contraction des créances à la clientèle non résidente - contribution par types de banques-



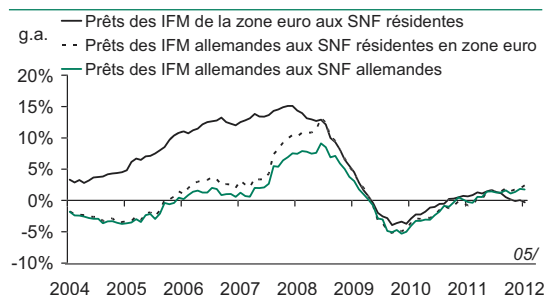
Graphique 11

Source : Bundesbank

Globalement, les prêts des IFM allemandes aux sociétés non financières résidentes se sont taris sur la période 2009-2010 dans un ordre de grandeur légèrement supérieur à celui observé en moyenne dans la zone euro (l'encours reculait, en moyenne annuelle, de 3,5% en Allemagne en 2010 contre 2,3% en zone euro) (graphique 12). La contraction de la demande de financements a pu y contribuer, le taux d'investissement en biens d'équipement demeurant en 2010 (et 2011) inférieur à celui observé en 2008. Si le glissement annuel des encours de prêts a tardé à revenir en territoire positif, les prêts des IFM ont, depuis la mi-2011, progressivement accéléré en Allemagne tandis qu'ils se contractaient dans les pays du sud de la zone euro (+1,7% en Allemagne contre -0,3% en moyenne en zone euro en mai 2012). L'amélioration des conditions de financement des établissements allemands a pu, notamment, aider à cette reprise.

Mais c'est finalement la stabilité des financements accordés aux sociétés non financières allemandes par les caisses d'épargne et coopératives de crédit depuis 2007 qui a permis de compenser en partie la contraction des encours de prêts des banques les plus exposées aux actifs à risque (produits structurés, dettes souveraines des GIIPS) et engagées dans un processus de désendettement (banques commerciales privées et Landesbanken) (graphique 13).

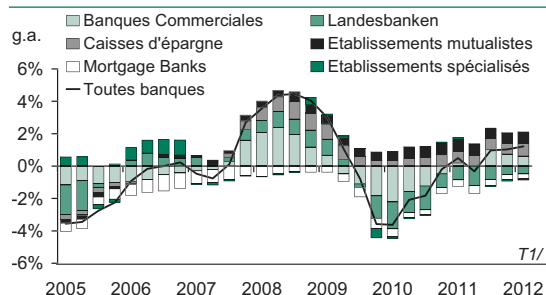
Evolution des prêts des IFM aux SNF



Graphique 12

Sources : Bundesbank, BCE

Contribution à la croissance du crédit bancaire aux SNF et entrepreneurs individuels allemands



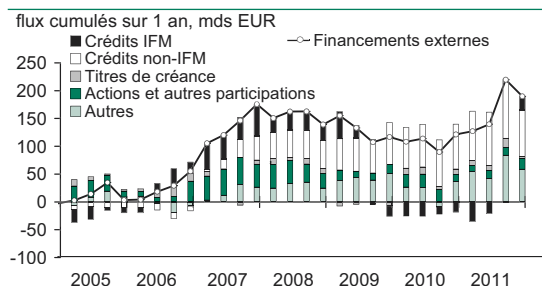
Graphique 13

Source : Bundesbank

L'ancrage régional des Sparkassen et établissements mutualistes (relations privilégiées, entretenues de longue date, avec la clientèle des particuliers et des PME qui leur assure une large base de dépôts ; marges confortables liées à la limite régionale de leur rayon d'action) leur a permis d'absorber les défauts liés au ralentissement économique.

Si le crédit bancaire s'est globalement raréfié pendant plusieurs trimestres, une étude récente de la Bundesbank¹⁶ révèle, néanmoins, que les financements externes des sociétés non financières allemandes n'ont été que modérément réduits. Les financements intra-groupe se sont, en effet, substitués au crédit bancaire (graphique 14) tandis qu'en zone euro, les financements obligataires compensaient, à la marge, la contraction des flux de crédit (au moins pour les grandes entreprises). Au-delà des vertus stabilisatrices des caisses d'épargne et établissements mutualistes, la capacité des grandes entreprises non financières allemandes à dégager des excédents de trésorerie a ainsi permis d'amortir les effets du recul des financements bancaires totaux.

Contribution à la croissance des financements externes des SNF allemandes



Graphique 14

Source : Bundesbank

Les perspectives de profits des banques allemandes demeurent étroitement liées au contexte économique européen et à la gestion de la crise des dettes souveraines. A cet égard, le projet d'union bancaire constitue une étape encourageante. Le principe d'une supervision commune des établissements bancaires, premier pilier de l'union, semble acquis (même si ses modalités doivent encore être précisées) et devrait permettre au Mécanisme européen de Stabilité de recapitaliser directement les banques en difficulté, endiguant ainsi le cercle vicieux entre dette bancaire et dette souveraine. Certes, les Allemands figureront parmi les premiers contributeurs au MES, une issue, toutefois, bien moins douloureuse que ne le serait une mise en risque de la pérennité de la zone euro. La mise en place des deux autres piliers de l'union bancaire (garantie des dépôts intégrée et régime de résolution des crises bancaires unifié) ne devrait s'inscrire que sur le long terme. Ceux-ci nécessiteront une plus grande mutualisation des risques entre banques et entre Etats et un minimum de fédéralisme budgétaire.

Sous la pression de la Commission européenne, les banques allemandes sont sur la voie d'un dégonflement et d'un assainissement de leurs bilans. Ce dernier pourrait se traduire par de nouveaux transferts d'actifs vers des structures de cantonnement, d'autant que le SOFFin pourra se porter acquéreur des titres cédés. Au-delà de l'abaissement de leur levier d'endettement, la révision des modèles économiques devient incontournable. Même si la structure en trois piliers du système bancaire allemand permet de diversifier les sources de financement et d'amortir les chocs spécifiques à telle ou telle activité, elle laisse béantes les failles structurelles du secteur. Dans l'idéal, le repositionnement des banques publiques régionales devrait impliquer des réflexions tant sur leurs *business models* (activités, structure de bilan, tarification des risques) que sur leur gouvernance.

Achévé de rédiger le 4 juillet 2012
celine.choulet@bnpparibas.com

NOTES

¹ La Deutsche Bank, soucieuse de rééquilibrer son profil d'activités, a cherché à développer ses activités retail (avec l'acquisition de Postbank) et de gestion de fortune (avec Sal. Oppenheim). En devenant la première banque européenne par le total de bilan en 2011, elle fait figure d'exception dans le paysage bancaire allemand. Elle a toutefois annoncé certains ajustements, notamment la cession d'une partie de ses activités de gestion d'actifs.

² Dans le cas de la Commerzbank, la gestion du bilan (contraction des actifs pondérés des risques) au quatrième trimestre 2011 puis au premier trimestre 2012 a largement aidé au respect de la cible de fonds propres fixée par l'EBA à la fin 2011 (ses besoins avaient été évalués à 5,3 milliards d'euros).

³ Les Landesbanken n'ont pas la possibilité de faire appel aux marchés de capitaux.

⁴ Wells Fargo se serait porté acquéreur d'un portefeuille de prêts d'environ 6 milliards d'euros constitué d'engagements de crédit renouvelables et de lettres de crédit à des fonds de private equity ou dans l'immobilier.

⁵ Certains rapprochements se sont soldés par des déconvenues (l'acquisition de la Sachsen LB en 2008 a contribué à dégrader la qualité des actifs de la LBBW), d'autres ont dû être dénoués (suite aux difficultés rencontrées par la BayernLB, la SaarLB, sous son giron depuis 2002, a retrouvé son indépendance en 2010).

⁶ L'échantillon comprend deux grandes banques privées (Commerzbank et HVB), quatre Landesbanken (Dekabank, LBBW, Helaba et NordLB) et les deux organismes centraux des coopératives de crédit (DZ Bank et WGZ Bank).

⁷ Le cantonnement des portefeuilles d'emprunts d'Etat et de prêts à l'immobilier commercial d'Eurohypo, filiale de la Commerzbank, annoncé il y a quelques mois, pourrait être un préalable à son transfert vers le SOFFin.

⁸ En Allemagne, la concurrence bancaire est bridée par deux pratiques : l'application d'un « principe régional » qui consiste en un découpage géographique du marché de la banque de détail et du Mittelstand entre caisses d'épargne et établissements mutualistes (et qui limite les volumes d'activité des banques commerciales) ; les garanties publiques sur les engagements antérieurs au 18 juillet 2005 qui permettent aux Landesbanken de bénéficier de conditions de refinancement avantageuses et ainsi de proposer à la clientèle des produits à des conditions sur lesquelles les banques commerciales ne peuvent s'aligner sans comprimer leurs marges. A titre illustratif, les marges nettes d'intérêts (intérêts nets reçus rapportés aux actifs moyens) des Landesbanken s'élevaient à seulement 0,68% en 2010 contre 0,95% pour les grandes banques, 1,14% pour l'ensemble des banques commerciales, 2,2% pour les caisses d'épargne et 2,33% pour les établissements mutualistes.

⁹ Jugeant qu'elles constituaient une distorsion de concurrence, la Commission européenne a décidé, en 2001, de les abolir à compter du 18 juillet 2005. Ces garanties permettaient aux Landesbanken de bénéficier de conditions de refinancement avantageuses sur les marchés financiers, grâce à de très bonnes notations, et prévenaient tout risque de défaillance. Contrairement aux attentes, la suppression de ces garanties n'a insufflé ni mouvement de consolidation ni adaptation des Landesbanken aux conditions de marché et ce pour deux raisons. En dépit des sérieuses difficultés rencontrées par les banques depuis l'été 2007, l'appréciation de la qualité de la dette des Landesbanken par les agences de notation n'a été que relativement peu affectée, les principales agences de notation continuant de tenir compte des liens étroits entre les Landesbanken, les Länder et les fédérations régionales des caisses d'épargne (structure actionnariale, considérations politiques, rôle des banques dans les régions, liens étroits entretenus avec les caisses). Le second facteur de cette transition adoucie a résidé dans le fait que les Landesbanken ont anticipé l'abolition des garanties et ont, en conséquence, assuré la couverture de leurs besoins de refinancement pendant la période transitoire de quatre ans précédant la fin explicite des garanties. Les émissions d'emprunts effectuées avant le 18 juillet 2005 et dont la maturité n'excède pas le 31 décembre 2015 bénéficient toujours de la caution publique.

¹⁰ Cf. Catherine Stephan : « Allemagne : frémissement immobilier », Eco Week, 27 avril 2012.

¹¹ Cf. Catherine Stephan : « Allemagne, un passage à vide », Eco Perspectives, juillet 2012.

¹² La réduction de la taille de son bilan et l'amélioration de son ratio crédits / dépôts ont largement contribué à couvrir les besoins de financement de la Commerzbank pour l'année 2012 (sur près de 30 milliards à refinancer, 26 ont été couverts via le deleveraging de la banque).

¹³ Cf. Catherine Stephan : « Target, ou l'envers des excédents allemands », Eco Week, 15 juin 2012.

¹⁴ En qualité de banques centrales des caisses d'épargne, elles assurent les transactions par chèques et virements pour le compte des Sparkassen, gèrent leurs avoirs liquides et leur octroient des avances de trésorerie.

¹⁵ Les statistiques relatives aux prêts aux sociétés non financières étrangères ne sont pas disponibles. La clientèle « entreprises » désigne ici les sociétés non financières mais également les compagnies d'assurance et les autres intermédiaires financiers.

¹⁶ « Long-term developments in corporate financing in Germany – evidence based on the financial accounts », Deutsche Bundesbank, Monthly report, January 2012.



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

• **Philippe d'ARVISENET** +33.(0)1.43.16.95.58 philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Chef Economiste

ECONOMIES OCDE

- **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Responsable
- **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com
Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada
- **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
France, Belgique, Luxembourg
- **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
Finances publiques, institutions européennes
- **Clemente De LUCIA** +33.(0)1.42.98.27.62 clemente.delucia@bnpparibas.com
Zone euro, Italie - Questions monétaires, modélisation
- **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
Espagne, Portugal, Grèce
- **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com
Royaume-Uni, Irlande, Pays nordiques - Supervision des publications
- **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
Allemagne, Autriche, Suisse - Marché du travail
- **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement - Retraite

ECONOMIE BANCAIRE

- **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com
Responsable
- **Delphine CAVALIER** +33.(0)1.43.16.95.41 delphine.cavalier@bnpparibas.com
- **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com
- **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

- **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faire@bnpparibas.com
Responsable
- **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com
Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam
- **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com
Afrique francophone
- **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Amérique latine, Turquie - Méthodologie
- **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com
Moyen-Orient - Scoring
- **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
Russie et autres pays de la CEI
- **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com
Asie
- **Jean-Loïc GUIEZE** +33.(0)1.42.98.43.86 jeanloic.guizee@bnpparibas.com
Afrique anglophone et lusophone
- **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
Asie - Flux de capitaux
- **Valérie PERRACINO-GUERIN** +33.(0)1.42.98.74.26 valerie.perracino@bnpparibas.com
Amérique Latine
- **Alexandre VINCENT** +33.(0)1.43.16.95.44 alexandre.vincent@bnpparibas.com
Europe centrale et orientale

• **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com
Contact Média



NOS PUBLICATIONS



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application iPad EcoNews.



<http://economic-research.bnpparibas.com>

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement, elles sont, par ailleurs, susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de parties directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible, notamment, de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché, et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des douze derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace économique européen :

Le présent document n'est destiné qu'à une clientèle d'investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné à des clients relevant de la gestion privée et ne doit pas leur être communiqué. Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas SA, dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres Bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2012). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 - Internet : www.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Baudouin Prot
Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Juillet-Août 2012
ISSN 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

