

CONJONCTURE

Février 2018: n°2

Les corrections du marché actions et l'économie

p.2

À un moment donné au mois de février, le S&P500 se situait à plus de 10 % en deçà de son point haut, ce qui correspondait à une correction du marché selon la définition la plus courante. Cette baisse du marché avait suscité bien des commentaires, les uns y voyant une « correction saine », les autres, le point de départ d'une hausse structurelle de la volatilité. Des analyses économétriques de même que des simulations sur base de modèles montrent qu'une correction boursière devrait avoir un impact économique limité. Une analyse des faits stylisés montre toutefois le rôle de l'influence réciproque entre comportement boursier et attentes en matière de croissance économique. Il en découle la nécessité de prêter une attention particulière au comportement du spread des obligations d'entreprise.

William De Vijlder

Espagne : un système bancaire convalescent

p.9

Les résultats publiés par les grandes banques espagnoles pour 2017 sont encourageants. Le système bancaire espagnol affiche, depuis 2013, une relative stabilité de ses revenus, à la faveur du maintien des revenus nets d'intérêts et des commissions nettes. La gestion active des créances douteuses et le renforcement des relais de croissance à l'étranger ont contribué au redressement de la rentabilité financière. Le système bancaire espagnol devrait continuer de bénéficier des effets positifs de ses efforts passés de restructuration et de consolidation. Des disparités demeurent néanmoins entre établissements tandis que les ratios de solvabilité restent sous pression.

Thomas Humblot

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Les corrections du marché actions et l'économie

William De Vijlder

À un moment donné au mois de février, le S&P500 se situait à plus de 10 % en deçà de son point haut, ce qui correspondait à une correction du marché selon la définition la plus courante. Cette baisse du marché avait suscité bien des commentaires, les uns y voyant une « correction saine », les autres, le point de départ d'une hausse structurelle de la volatilité. Des analyses économétriques de même que des simulations sur base de modèles montrent qu'une correction boursière devrait avoir un impact économique limité. Une analyse des faits stylisés montre toutefois le rôle de l'influence réciproque entre comportement boursier et attentes en matière de croissance économique. Il en découle la nécessité de prêter une attention particulière au comportement du spread des obligations d'entreprise.

Bien qu'il soit reparti à la hausse depuis lors, le S&P 500 s'est situé, lors de la tourmente boursière récente, à plus de 10 % en deçà de son point haut, ce qui correspond à une correction du marché selon la définition la plus courante. Cette baisse du marché a suscité bien des commentaires, les uns y voyant une « correction saine », les autres, le point de départ d'une hausse structurelle de la volatilité. Si cette deuxième interprétation est la bonne, cela pourrait finir par peser sur les perspectives économiques. Plutôt que de tenter d'anticiper quelle sera l'évolution du marché, nous nous demandons ci-après comment les corrections du marché actions peuvent influencer sur l'économie. Pour ce faire, nous nous appuyons sur des arguments théoriques, la recherche empirique, des simulations à partir de modèles et des faits stylisés.

Les marchés actions et l'économie : la théorie

L'évolution récente est importante en ce sens qu'en théorie, tout au moins, elle pose la question de l'éventuel impact négatif lié aux effets de richesse ou de confiance. Dans le premier cas, les ménages restreignent leurs dépenses et augmentent l'épargne de manière à accroître leur niveau de richesse, qui a baissé avec le repli du marché. Dans le deuxième cas, plus incertains face à l'avenir, ils resserrent les cordons de la bourse. En fait, ces deux canaux coexistent et peuvent agir comme un frein sur la croissance. Un troisième canal peut en outre entrer en jeu, celui du financement : en cas de diminution du patrimoine net, l'accès au crédit bancaire peut se révéler plus difficile.

L'évolution du patrimoine des ménages américains, ces dernières années, laisse craindre qu'une correction du marché pèse sur les dépenses de consommation. De fait, le graphique 1 montre une corrélation étroite entre la richesse des ménages, en pourcentage de leur revenu, et la confiance des consommateurs.

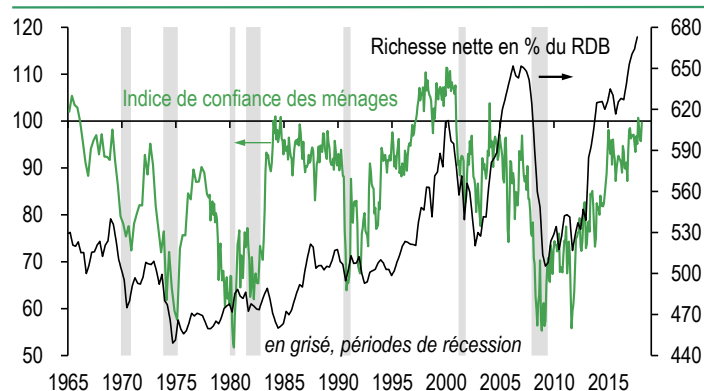
De plus, le taux d'épargne des ménages a baissé (graphique 2).

Il est tentant de conclure que la hausse des prix des actifs immobiliers et boursiers (graphique 3) a causé un accroissement de la confiance des consommateurs, mais il est également possible que cette

appréciation ne fait que refléter une évaluation plus favorable de l'environnement et des perspectives économiques.

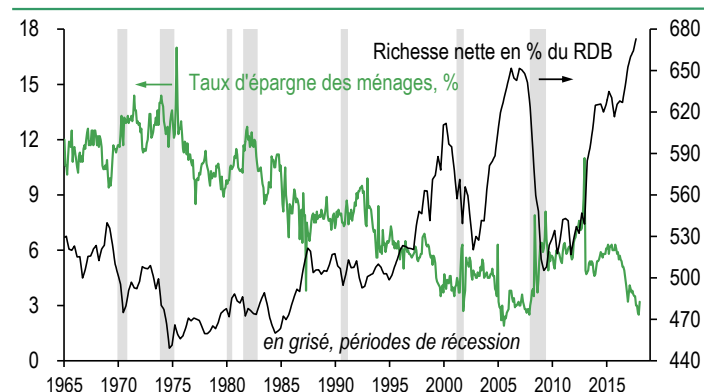
C'est une nouvelle illustration du problème habituel lié à la distinction entre corrélation et causalité.

Etats-Unis : indice de confiance et richesse nette des ménages



Graphique 1 Sources : Université du Michigan, Fed, NBER, BNP Paribas

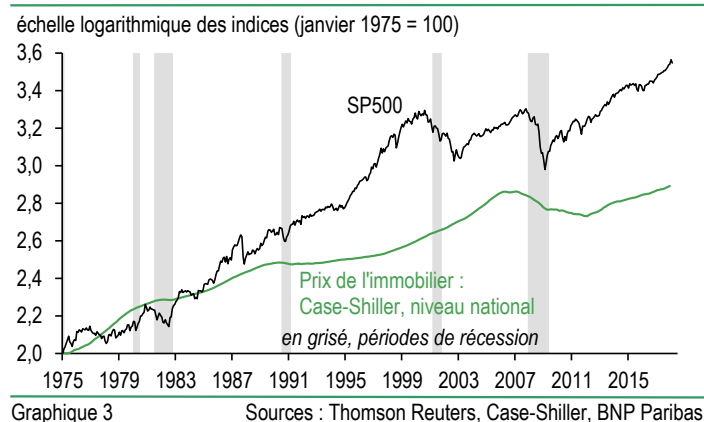
Etats-Unis : taux d'épargne et richesse nette des ménages



Graphique 2 Sources : BEA, Réserve fédérale, NBER, BNP Paribas



Etats-Unis : évolution du prix de l'immobilier et de la bourse



Recherche empirique

On dispose d'une littérature empirique abondante sur l'existence des effets de richesse. Elle consiste en général à examiner la relation entre les variations du patrimoine et celles de la consommation par habitant.

Carroll et al. (2010)¹ analysent les effets de richesse immobilière et financière aux Etats-Unis, en utilisant une méthode d'estimation tenant compte de la progressivité de la consommation aux fluctuations du patrimoine, en d'autres termes de son inélasticité. C'est notamment le cas lorsque les habitudes de consommation ne changent que lentement ou lorsque les ménages ne sont pas suffisamment attentifs à l'évolution de l'environnement macro-économique et de marché. Les auteurs montrent que la propension marginale à consommer un dollar supplémentaire de richesse immobilière est d'environ 2 cents à court terme et de 9 cents à long terme. Pour le patrimoine financier, l'effet à long terme est plus faible, se situant aux environs de 6 cents. L'écart n'est pas suffisamment important pour affirmer avec certitude que les effets sont différents.

En utilisant divers modèles de régression, appliqués aux Etats-Unis sur la période 1975-2012, Case et al. (2013)² montrent que, de manière systématique, les variations du patrimoine immobilier ont un effet sur la consommation des ménages par habitant deux à trois fois supérieur à celui lié aux variations du patrimoine boursier. Les élasticités de la plupart des spécifications du modèle sont de l'ordre de 0,7-0,10 pour le patrimoine immobilier et de 0,3 pour le patrimoine financier. L'effet des baisses des prix des logements est plus important que celui des hausses : 0,10³ contre 0,03. De même, la relation entre patrimoine financier et consommation est plus importante en cas de repli des cours

boursiers (élasticité de 0,10) qu'en cas d'appréciation (élasticité de 0,03)⁴.

Concernant la zone euro, les études effectuées par la BCE sur la période 1980-2007 aboutissent à des résultats différents : l'effet lié au patrimoine immobilier n'est pas significatif contrairement à l'effet lié au patrimoine financier, même si celui-ci est inférieur à celui observé aux Etats-Unis : « les effets liés au patrimoine financier sont relativement plus importants et statistiquement significatifs tandis que les effets liés au patrimoine immobilier sont quasiment nuls et non significatifs. La propension marginale à consommer la richesse financière oscille, en règle générale, entre 0,7 cent par euro (réponse immédiate) et 1,9 cent par euro (impact à long terme) »⁵.

Arrondel et al. (2015)⁶ estiment la propension marginale à consommer le long de l'échelle des patrimoines. En outre, ils tiennent compte de la composition de la richesse des ménages. Leur étude utilise les données de l'enquête *Patrimoine 2010*, réalisée en France, en association avec l'enquête *Budget de famille* (INSEE-EUROSTAT). Ils tiennent ainsi compte du fait que la distribution de la richesse est asymétrique à droite et que l'allocation d'actifs (patrimoine immobilier vs. patrimoine financier) varie d'un bout à l'autre de la distribution. Autrement dit, selon la nature des chocs de richesse, l'impact peut être assez différent. Le ratio consommation sur revenu est estimé en fonction du ratio patrimoine sur revenu et de plusieurs variables. Ils observent, le long de l'échelle des patrimoines, une propension marginale décroissante à consommer la richesse financière et immobilière : « La propension marginale à consommer la richesse financière décroît, passant de 11,5 centimes dans le bas de la distribution à un effet non significatif dans le haut de la distribution. La propension marginale à consommer la richesse immobilière diminue, passant de 1,1 centime dans le bas de la distribution à 0,7 centime dans le haut de la distribution ». Quoiqu'il en soit, compte tenu de l'asymétrie de distribution de la richesse, une augmentation de 1 % du patrimoine a toujours un impact économique global plus important dans le haut de la distribution. Les auteurs constatent également que la « consommation des ménages confrontés à de fortes contraintes d'endettement est plus sensible à la richesse financière, sauf dans le bas de la distribution des patrimoines nets, où les ménages fortement endettés vont plutôt rembourser leur dette que consommer un euro supplémentaire de richesse financière ».

Enfin, les auteurs montrent également que la relation entre la richesse et la consommation reflète plutôt un effet de richesse direct qu'un effet de confiance.

¹ Christopher D. Carroll, Misuzu Otsuka et Jiri Slacalek (2010), *How large are housing and financial wealth effects? A new approach*, Document de travail 1283 de la BCE

² Karl E. Case, John M. Quigley and Robert J. Shiller, *Wealth effects revisited: 1975-2012*, Document de travail NBER 18667, janvier 2013

³ Autrement dit, un déclin des prix des logements de 10 % entraînerait une réduction de la consommation par habitant de 1 %.

⁴ Tandis qu'en moyenne les variations du patrimoine immobilier ont un impact plus prononcé que les variations des cours des actions, l'étude des phases de baisse des prix des logements et des prix des actions montre que la consommation est aussi sensible au repli du patrimoine immobilier qu'à celui du patrimoine financier. Lorsque ces phases sont concomitantes, le repli des actions a même un impact plus important.

⁵ Ricardo M. Sousa, *Wealth effects on consumption. Evidence from the euro area*, Document de travail de la BCE 1050, mai 2009

⁶ Luc Arrondel, Pierre Lamarche et Frédérique Savignac (2015), *Wealth effects on consumption across the wealth distribution: empirical evidence*, Document de travail de la BCE n°1817



Jawadia et al. (2017)⁷ étudient les effets de la richesse sur la consommation aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro⁸. Ils cherchent à déterminer, dans leur analyse, si les effets de richesse sont asymétriques et variables dans le temps. L'asymétrie des effets de richesse pourrait s'expliquer par le fait que les consommateurs accordent plus d'importance aux pertes de richesse qu'aux gains, par les contraintes de liquidité, la formation d'habitudes, etc. Quant à la variation dans le temps, elle pourrait être due aux anticipations des ménages, relatives à la nature permanente ou temporaire de la baisse des prix des actifs. Les auteurs montrent que les effets de richesse immobilière ne sont pas significatifs dans les trois cas étudiés (Etats-Unis, Royaume-Uni et zone euro) et que l'effet de richesse financière n'est pas significatif dans la zone euro. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les effets de richesse financière varient dans le temps. Les effets de richesse financière, significatifs au début⁹, ne le sont plus dès que le patrimoine des ménages (aux Etats-Unis) et la consommation décalée (au Royaume-Uni) atteignent une certaine valeur seuil : en cas de perte notable sur le patrimoine immobilier, la relation entre la richesse financière et la consommation n'est plus significative aux Etats-Unis, ce qui pourrait s'expliquer par une plus grande prudence des ménages. Au Royaume-Uni, l'atonie de la consommation décalée serait le facteur déclenchant un comportement de précaution.

Ce survol de la littérature empirique récente illustre bien la complexité de la relation entre le patrimoine et la consommation des ménages. Selon le pays ou l'étude, soit le patrimoine immobilier a une influence significative, soit c'est le patrimoine financier. Il arrive même qu'aucun des deux ne soit significatif. Ce résultat complique donc l'évaluation des conséquences économiques de baisses boursières.

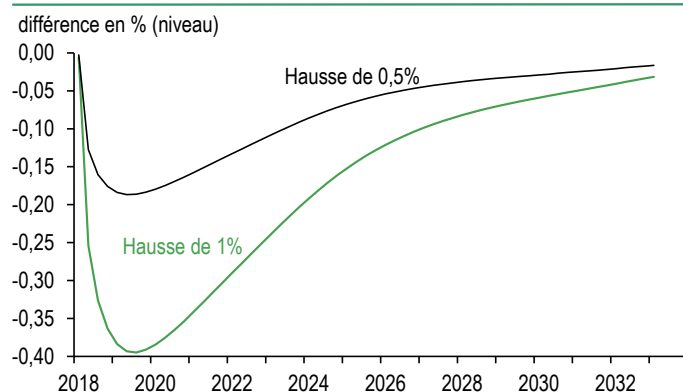
Simulations à partir de modèles

Les modèles économétriques offrent un bon moyen d'étudier la relation entre les marchés actions et la croissance. A l'aide du modèle NiGEM¹⁰, nous avons simulé l'effet d'un choc de 50 points de base (100 pb) sur les primes de risque du marché américain des actions. Comme le montre le graphique 4, l'impact maximum sur le PIB réel est négatif de -0,4% (-0,2% %). Il est intéressant de noter que même si un choc sur la prime de risque équivaut à un choc de taux d'intérêt, en termes d'impact sur le taux utilisé pour calculer la valeur actualisée des flux financiers futurs l'impact économique, est tout à fait différent. L'impact d'un choc de taux d'intérêt (graphique 5) met plus de temps à se manifester, mais son ampleur dépasse celle du choc sur la prime de

risque, ce qui peut s'expliquer par l'influence plus marquée de la hausse des taux d'intérêt sur le coût du financement des ménages, des entreprises et de l'État.

La modélisation permet également de simuler l'effet d'une baisse exogène du marché actions : une chute de 20% (10%) réduirait ainsi le PIB réel de 0,2% (0,1%)¹¹, un impact relativement limité (graphique 6).

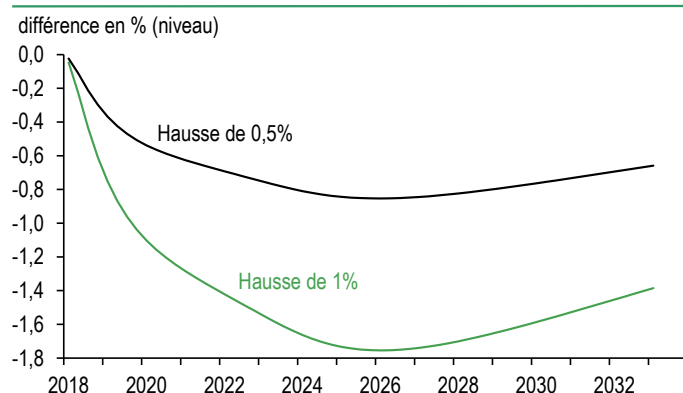
Etats-Unis : impact d'une hausse de la prime de risque actions sur le PIB réel



Graphique 4

Sources : NiGEM, BNP Paribas

Etats-Unis : impact d'une hausse du taux long sur le PIB réel



Graphique 5

Sources : NiGEM, BNP Paribas

Expérience historique : faits stylisés

Enfin, on peut également étudier l'expérience historique liée aux mouvements de baisse ou *drawdowns* (graphique 7) et l'évolution des variables économiques pendant ces périodes. Les *drawdowns* correspondent à l'écart en pourcentage entre le niveau d'un indice boursier à la fin d'un mois donné et son point haut historique le plus récent. Ces *drawdowns* sont, mois après mois, de plus en plus importants en période de marché baissier et se réduiront, naturellement, dès que le marché commencera à se redresser. On observe alors une

⁷ Fredj Jawadia, Richard Soparnot, Ricardo M. Sousa (2017), *Assessing financial and housing wealth effects through the lens of a nonlinear framework*, Research in International Business and Finance, vol. 39, pp. 840–850

⁸ Ils utilisent des données trimestrielles pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro concernant, respectivement, les périodes 1947:1 à 2008:4, 1963:1 à 2008:1 et 1980:1 à 2008:1.

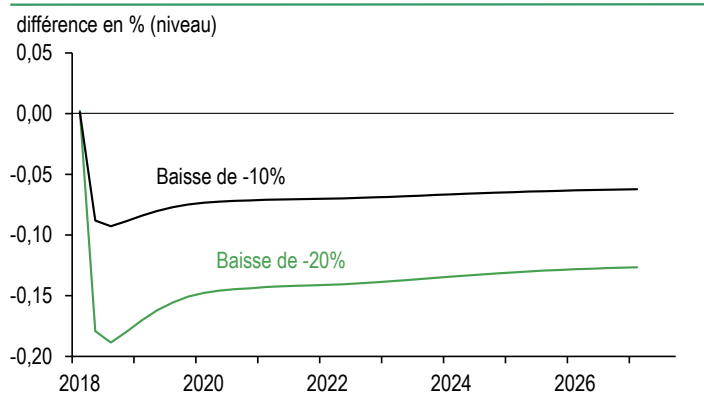
⁹ Aux Etats-Unis, 1 % de richesse financière supplémentaire entraîne une augmentation de la consommation de 0,07 %. Au Royaume-Uni, la hausse de la consommation est plus importante : 0,18 %.

¹⁰ NiGEM est un modèle macroéconométrique multi-pays développé par le National Institute of Economic and Social Research au Royaume-Uni.

¹¹ Il s'ensuit qu'une diminution exogène du marché de 20% aurait des effets similaires à ceux d'une augmentation de 50 pb de la prime de risque requise.

configuration de marché en forme de V, caractéristique des phases de récession et de reprise. Il s'ensuit que les données économiques peuvent commencer à s'améliorer même si la chute du marché par rapport à son pic historique reste considérable : un environnement de marché haussier reflète une amélioration des perspectives économiques mais peut également contribuer à un rebond de la confiance. La ligne horizontale du graphique 7 à -10 % illustre la définition la plus courante d'une correction du marché. Les barres grises indiquent les périodes de récession identifiées par le Bureau national de la recherche économique (*National Bureau of Economic Research* ou NBER).

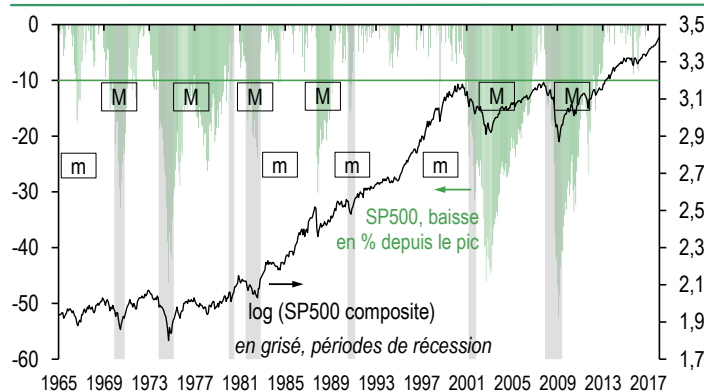
Etats-Unis : impact d'une baisse de la bourse sur le PIB réel



Graphique 6

Sources : NIGEM, BNP Paribas

Etats-Unis : évolution du SP500 et périodes de baisse



Graphique 7

Sources : Thomson Reuters, NBER, BNP Paribas

Le tableau ci-dessous répartit ces *drawdowns* en fonction de leur ampleur (« mineure » pour un peu plus de 10 %, « majeure » pour beaucoup plus de 10 %) et du fait qu'ils soient liés ou non à une récession :

Répartition des *drawdowns*

Ampleur	Récession	Pas de récession
mineure	1	3
majeure	5	1

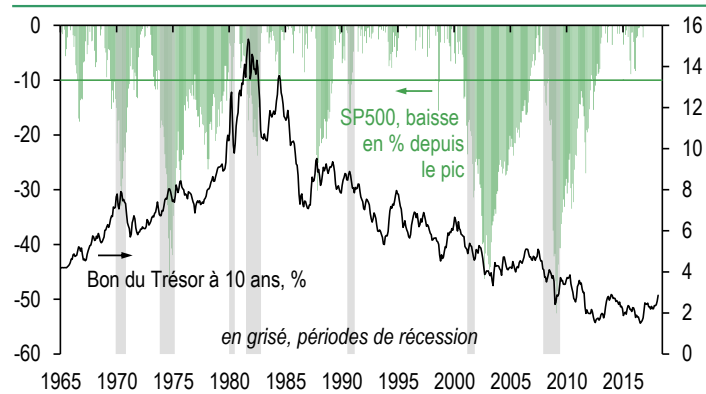
Tableau 1

Sources : NBER, BNP Paribas

En phase de récession, les pertes sur le marché actions ont tendance à être colossales (1974, début des années 2000, 2008) mais il n'y a pas de règle générale (les *drawdowns* du début des années 1980 et de 1990 ont été plus modestes). Le krach de 1987 a engendré d'importants replis mais sans entraîner de récession.

Quelle a été par le passé la relation entre d'importantes baisses sur le marché actions et les variables économiques ? Eu égard aux préoccupations suscitées actuellement par les perspectives d'inflation et à leur impact sur le marché obligataire, il convient de commencer par examiner le comportement des rendements des *Treasuries* à 10 ans.

Etats-Unis : taux long et périodes de baisse du SP500



Graphique 8

Sources : Thomson Reuters, Réserve fédérale, NBER, BNP Paribas

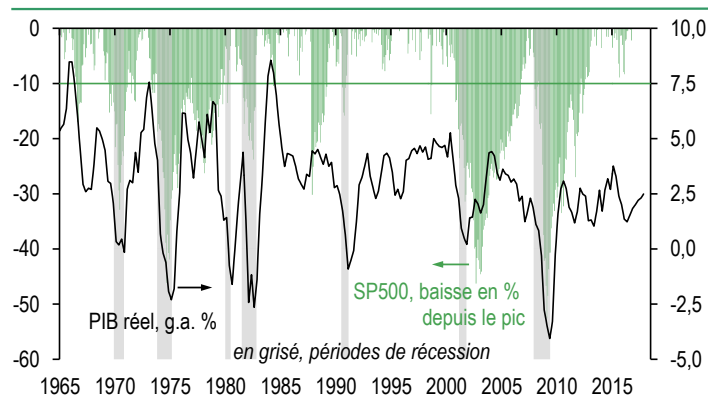
Le graphique 8 montre que, le plus souvent, les *drawdowns* ont été précédés par une hausse des rendements obligataires, laissant penser que l'augmentation des taux a finalement contribué à un repli du marché actions, ce qui n'a rien d'étonnant. Par ailleurs, le krach du marché obligataire de 1994 n'a pas conduit à une chute du marché actions, alors que l'on a observé des *drawdowns* au début des années 2000 et 2008 au moment même où les rendements étaient, respectivement, en repli et plus ou moins stables. Autrement dit, le facteur principal serait plutôt les perspectives de croissance que les craintes à l'égard de la hausse des taux. De fait, si l'augmentation des rendements nominaux reflète une remontée de l'inflation, les rendements réels resteront plus ou moins stables. Autrement dit, une hausse de l'inflation peut très bien se traduire par une progression des dividendes nominaux et du taux d'actualisation nominal, ce qui suppose que la valeur actualisée des dividendes futurs (c'est-à-dire les cours des actions) changerait très peu.

Le graphique 9 illustre la relation entre le marché actions et la croissance du PIB réel. Les périodes de récession, sont, bien évidemment, marquées par des taux de croissance négatifs du PIB réel en glissement annuel. On observe, après le krach de 1987, une forte croissance réelle tandis que la correction de 1998 (crise LTCM) n'a pas davantage entamé la croissance.

Le graphique 10 présente l'évolution de la confiance des consommateurs. Il s'agit de données mensuelles qui pourraient présenter une plus grande sensibilité aux turbulences du marché actions à court terme que les données trimestrielles comme au

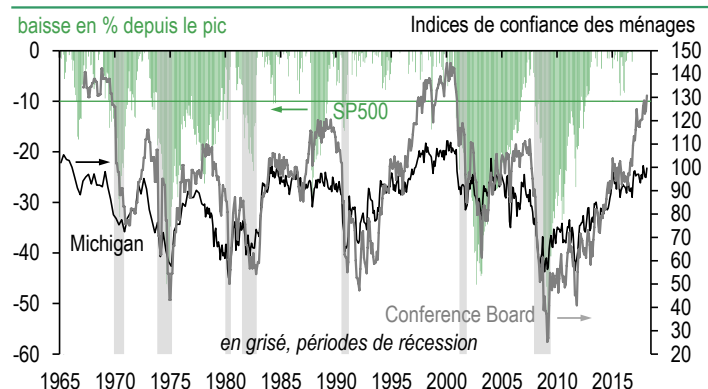
graphique 9. La confiance des consommateurs décline de manière assez significative en période de baisse des marchés actions, survenant peu avant ou pendant une récession. En revanche, l'impact du krach de 1987 sur la confiance a été de très courte durée et il en va de même de la correction de 1998.

Etats-Unis : croissance réelle du PIB et périodes de baisse du SP500



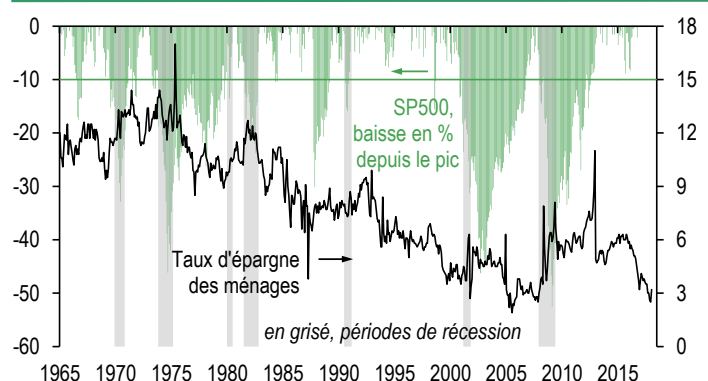
Graphique 9 Sources : Thomson Reuters, BEA, NBER, BNP Paribas

Etats-Unis : indices de confiance des ménages et périodes de baisse du SP500



Graphique 10 Sources : T.Reuters, Conf. Board, Univ. du Michigan, NBER, BNPP

Etats-Unis : taux d'épargne des ménages et périodes de baisse du SP500

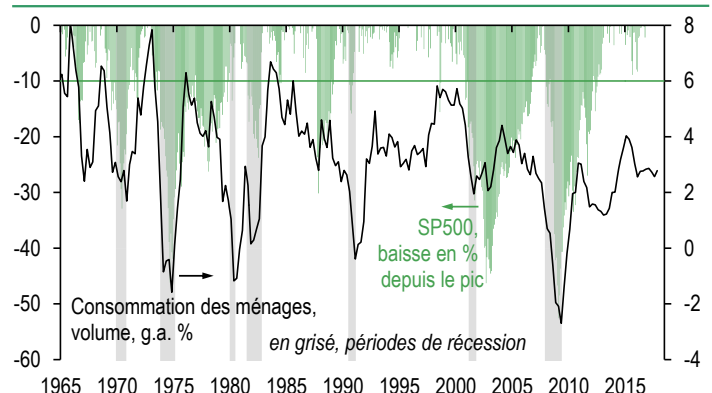


Graphique 11 Sources : Thomson Reuters, BEA, NBER, BNP Paribas

La confiance des consommateurs est une donnée pertinente en raison de son influence possible sur le taux d'épargne et les dépenses de consommation. L'évolution du taux d'épargne est présentée au graphique 11. Pendant et immédiatement après des périodes de récession, le taux d'épargne a tendance à augmenter. On note, cependant, que le krach de 1987 n'a pas provoqué un accroissement durable du taux d'épargne de même, d'ailleurs, que les événements survenus sur le marché en 1998. Le graphique vient également rappeler le très faible taux d'épargne actuel.

Le graphique 12 montre la croissance des dépenses de consommation. Les résultats confirment ceux des graphiques précédents : l'impact significatif des récessions et l'absence d'impact des événements de 1987 et 1998.

Etats-Unis : consommation des ménages et périodes de baisse du SP500



Graphique 12 Sources : Thomson Reuters, BEA, NBER, BNP Paribas

En résumé, on peut tirer les conclusions suivantes :

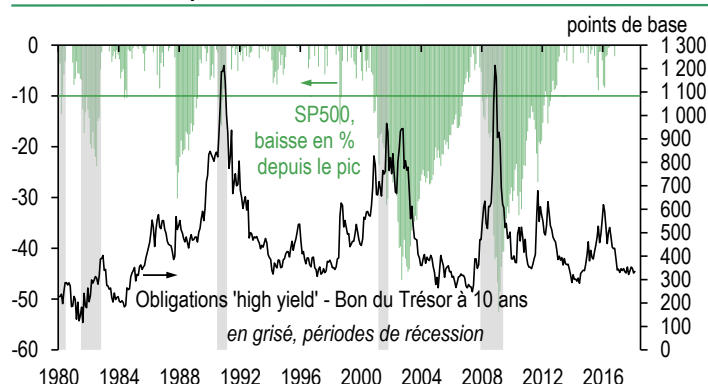
1. Le S&P 500 a connu, depuis 1965, quatre *drawdowns* mineurs (un peu plus de 10 %) et six *drawdowns* majeurs (nettement plus de 10 %)
2. Sur les six *drawdowns* majeurs, un seul *ne s'est pas* produit sur fond de récession
3. Sur les quatre *drawdowns* mineurs, un seul est survenu dans un contexte de récession (1990)¹².
4. Contrairement aux fortes baisses du marché actions, les replis mineurs n'ont pas tendance à être suivis d'un déclin notable de la croissance (PIB, dépenses) et de la confiance des consommateurs.

¹² La récession de 1990 aux États-Unis est due à un ensemble de facteurs : un resserrement notable de la politique monétaire pour lutter contre une accélération de l'inflation, le ralentissement de la croissance réelle conjugué à de mauvaises surprises pour la croissance et à une hausse des prix du pétrole due à l'invasion du Koweït par l'Irak. Ces évolutions ajoutées à la menace d'une guerre du Golfe imminente ont entraîné une chute de la confiance des consommateurs (Stephen K. McNees, *The 1990-91 recession in historical perspective*, New England Economic Review, janvier-février 1992).

Rôle du canal du financement

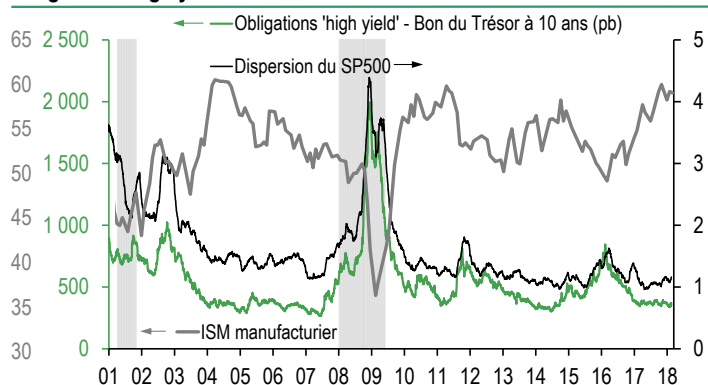
Ces conclusions montrent que nous sommes en présence d'un raisonnement circulaire : le marché actions est influencé par les anticipations relatives à l'économie, qui, à leur tour, sont influencées, en particulier en cas de chute sensible, par l'évolution des cours des actions. En d'autres termes, une correction boursière restera limitée et donc sans grande conséquence sur l'activité si les investisseurs estiment que la correction aura peu d'impact sur l'économie. Qu'est-ce qui peut influencer la psychologie des investisseurs ? Qu'est-ce qui détermine qu'une baisse de la bourse deviendra particulièrement anxiogène ? Pour élargir la perspective, le graphique 13 analyse l'évolution du *spread* des obligations à haut rendement en phase de repli du marché actions.

Etats-Unis : écart de taux des obligations 'high yield' avec le bon du Trésor à 10 ans et périodes de baisse du SP500



Graphique 13 Sources : T.Reuters, Réserve fédérale, NBER, BNP Paribas

Etats-Unis : ISM, incertitude économique et écart de taux des obligations 'high yield' avec le bon du Trésor à 10 ans



Graphique 14 Sources : Thomson Reuters, ISM, Réserve fédérale, BNP Paribas

A l'exception du début des années 1980, les récessions se sont accompagnées d'un creusement notable des *spreads*, conséquence d'une augmentation des défaillances et d'un bond de la prime de risque exigée, lui-même dû aux inquiétudes suscitées par les pertes liées aux défaillances et par la contraction de la liquidité sur le marché des obligations d'entreprise. On a observé, lors du *drawdown* majeur du marché actions après le krach de 1987, qui n'a pas été suivi d'une

récession, une très légère augmentation des *spreads* des obligations à haut rendement et, lors du *drawdown* mineur de 1998, un accroissement considérable des *spreads* des entreprises. Une évolution qui fut néanmoins de courte durée, l'économie ayant poursuivi sa croissance.

Le risque de raisonnement circulaire est tout aussi présent dans l'analyse des *spreads* des obligations d'entreprise que dans celle des actions : ces *spreads* sont influencés par les anticipations relatives à l'économie qui, à leur tour, sont influencées par l'évolution des *spreads*¹³. En revanche, un certain nombre de faits stylisés font que les signaux de ce marché sont peut-être plus faciles à interpréter :

1. En période de récession, on assiste à un accroissement considérable des *spreads* (600 points de base, voire plus)
2. Le plus souvent, l'augmentation des *spreads* est très progressive
3. Les phases de creusement des *spreads*, non suivies de récessions, cèdent la place à des phases de compression rapide des *spreads*.

Ce dernier point est particulièrement important : une hausse significative et progressive des *spreads* qui ne serait pas suivie d'un resserrement rapide serait préoccupante dans le sens où elle pourrait indiquer l'anticipation par les investisseurs d'une augmentation du risque de défaillance, ce qui signifierait un ralentissement notable de la croissance. Au-delà de signaler un essoufflement de l'activité, cet écartement des *spreads* y contribuerait aussi.

Afin d'explorer le rôle de la psychologie des investisseurs, le graphique 14 présente l'évolution de l'indice des directeurs d'achat (ISM) aux Etats-Unis, la volatilité du S&P500, mesurée par la moyenne mobile sur 60 jours de l'écart-type transversal des rendements quotidiens des composantes de cet indice, de même que le *spread* des obligations à haut rendement. La volatilité, telle que définie, constitue un bon indicateur de l'incertitude économique : plus cette dernière est grande, plus les investisseurs feront la distinction entre les entreprises cotées en bourse en fonction de la qualité de leur bilan, de l'évolution de leur bénéfices, etc. Comme le montre le graphique, la relation entre l'indicateur cyclique (ISM) et l'incertitude est loin d'être étroite. Le ralentissement à partir de 2004 n'a pas été accompagné, dans un premier temps, par une hausse de l'incertitude tandis que l'accélération en 2017 n'a pas conduit à une baisse de celle-ci. Le graphique montre aussi que la relation entre l'incertitude et le *spread* des obligations d'entreprises peut fluctuer. Ainsi, nous observons à partir de 2004 une tendance à la baisse du *spread* tandis que l'incertitude est restée stable. En 2017, l'incertitude a légèrement augmenté tandis que le *spread* s'est effrité. En revanche, des périodes de forte hausse de l'incertitude ont vu un net écartement du *spread*.

¹³ Ainsi, la recherche empirique sur les déterminants de l'investissement des entreprises montre que le *spread* des obligations d'entreprises joue un rôle très important.

Conclusion

Au vu des considérations théoriques, des résultats de la recherche empirique et des simulations réalisées à partir de modèles, on peut dire que les replis majeurs du marché actions ont un impact préjudiciable sur l'économie. C'est loin d'être le cas, voire pas du tout, des corrections mineures. Le problème qui se pose, lors de l'évaluation d'un repli du marché, est que son ampleur et, par conséquent, son impact, dépendent des anticipations concernant l'économie, ce qui introduit une circularité dans l'analyse. Aussi est-il recommandé d'étudier également l'évolution du *spread* des obligations à haut rendement par rapport aux *Treasuries*. Traditionnellement, une correction boursière est accompagnée d'un creusement du *spread* et nos simulations ont montré qu'un choc de taux longs a un impact plus important sur l'économie, quoique très étalé dans le temps, qu'un choc boursier¹⁴. En conséquence, un creusement de *spread* significatif, qui tarderait à être suivi d'un rétrécissement rapide, serait bien plus préoccupant qu'un repli du marché actions en soi.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com
Achevé de rédiger le 7 mars 2018

¹⁴ Comme il n'était pas possible de simuler un choc du *spread*, nous avons utilisé un choc du taux long des bons du Trésor comme référence. Ceci pourrait conduire à une surestimation de l'impact économique sachant qu'un choc de *spread* devrait surtout influencer l'investissement des entreprises tandis qu'un choc de taux longs impacterait également la consommation des ménages et le secteur de la construction résidentielle.



Espagne: un système bancaire convalescent

Thomas Humblot

Les résultats publiés par les grandes banques espagnoles pour 2017 sont encourageants. Le système bancaire espagnol affiche, depuis 2013, une relative stabilité de ses revenus, à la faveur du maintien des revenus nets d'intérêts et des commissions nettes. La gestion active des créances douteuses et le renforcement des relais de croissance à l'étranger ont contribué au redressement de la rentabilité financière. Le système bancaire espagnol devrait continuer de bénéficier des effets positifs de ses efforts passés de restructuration et de consolidation. Des disparités demeurent néanmoins entre établissements tandis que les ratios de solvabilité restent sous pression.

Le système bancaire espagnol a connu un important mouvement de consolidation. Le nombre de banques a diminué de plus de moitié entre 2007 et 2016 dans le cadre d'un vaste plan de restructuration et d'assainissement sous l'égide du gouvernement et du Mécanisme européen de stabilité (MES). Cette initiative a constitué une réponse aux conséquences de la crise immobilière de 2008 et 2009, qui se sont aggravées en 2012 et 2013¹.

Les efforts engagés par le système bancaire espagnol lui ont permis d'afficher une relative stabilité de ses revenus depuis 2013 mais également de restaurer sa rentabilité, qui demeure toutefois à un niveau inférieur de moitié à celui de 2008, et d'améliorer, en tendance, sa solvabilité. Toutefois, d'importantes disparités entre établissements demeurent. Le rachat en juin 2017 de Banco Popular par Santander pour 1 euro symbolique tend à démontrer la persistance de fragilités. L'étude du compte de résultat agrégé des banques espagnoles permet de souligner les évolutions saillantes depuis 2008 et de dresser quelques perspectives.

Une relative stabilité des revenus

Le produit net bancaire (PNB) du système bancaire espagnol affiche, depuis 2013, une relative stabilité. Après une baisse de 2,6% en 2013, il a enregistré deux années consécutives de croissance en 2014 (+3,6%) et 2015 (+4,7%), de sorte que le repli de 5,7% enregistré en 2016² a ramené le PNB agrégé à un niveau comparable à celui de 2011 et de 2012 (cf. tableau 1).

¹ Banque d'Espagne (2017), *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*

² Les données proviennent des *Consolidated Banking Data 2* (CBD2) de la BCE. Elles couvrent tous les groupes bancaires et les établissements individuels consolidés ainsi que les filiales et succursales des banques étrangères établies en Espagne. Au total, les données CBD2 couvrent presque l'intégralité du système bancaire de l'Union européenne, soit 337 groupes bancaires et 3063 établissements individuels au 30 juin 2017. Les CBD2 fournissent une image exhaustive du système bancaire espagnol en intégrant les activités à l'étranger qui peuvent représenter une source importante de revenus pour des banques comme BBVA ou Santander. Les CBD2 sont, en outre, proches des données publiées dans le Rapport de stabilité financière de la Banque d'Espagne et facilitent les comparaisons entre pays. Leur inconvénient est d'être publiées avec un certain retard, ce qui limite les observations pour 2017.

Les plus grandes banques espagnoles ont affiché, en 2017, une dynamique de résultats plus favorable que celle de l'ensemble du système bancaire espagnol entre le T3 2016 et le T3 2017.

D'importantes disparités demeurent cependant en termes d'évolution des revenus. Les deux groupes bancaires internationaux, Santander et BBVA, ont bénéficié d'une hausse de leur PNB (respectivement +10,3% et +2,5%). A l'inverse, en dépit d'un effet périmètre positif consécutif à l'intégration de Banco Mare Nostrum (BMN), les revenus de Bankia se sont repliés de 3,2% en 2017 (-4,4%, *pro forma*).

La relative stabilité du PNB des banques espagnoles s'explique à la fois par celle des revenus nets d'intérêts et par celle des commissions nettes.

Les revenus nets d'intérêts, entre progression de la marge nette d'intérêt et réduction de l'actif

Les revenus nets d'intérêts constituent la part essentielle du PNB du système bancaire espagnol. Ils se sont maintenus, en moyenne, autour de EUR 63,7 mds entre 2008 et 2016. Leur relative stabilité depuis 2013 est d'autant plus remarquable qu'elle a été obtenue dans un contexte de réduction de l'activité des banques en Espagne. Le volume global d'activité et la marge nette d'intérêt « mondiale » ont été soutenus par le développement de relais de croissance à l'étranger.

Les revenus nets d'intérêts représentent toujours 69% du PNB des banques espagnoles

Depuis 2008, les revenus nets d'intérêts n'affichent pas de tendance tranchée et oscillent autour de leur moyenne. Après une progression de 4,3% en 2014 et de 10,2% en 2015, ils se sont contractés de 3,7% en 2016. Entre le T3 2016 et le T3 2017, ils ont connu une nouvelle progression de 4,3%. Les chiffres pour 2017 des plus grandes banques espagnoles font généralement état d'une hausse de leurs revenus nets d'intérêts mais, de nouveau, avec de fortes disparités. Ainsi, les revenus nets d'intérêts de Santander progressaient de 10,3% en 2017 alors que ceux de Bankia se repliaient de 8,4% (BMN compris). BBVA comptabilise également une hausse de ses revenus nets d'intérêts mais elle est inférieure de plus de moitié à celle de Santander (4,1%). Les revenus nets d'intérêts de Banco Sabadell (TSB compris) restent quasi-inchangés avec une baisse contenue en dessous du point de pourcentage.



Compte de résultat agrégé des banques espagnoles entre 2008 et 2016

EUR Mds	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	T3 2016/T3 2017
Produit net bancaire	90,3	105,6	98,8	95,4	96,4	93,9	97,3	101,9	96,1	1,9%
dont revenus nets d'intérêts	55,9	68,5	64,1	61,9	66,3	59,6	62,2	68,5	66,0	4,3%
dont commissions nettes	21,2	21,2	22,1	23,0	22,3	21,9	21,8	23,0	23,0	7,3%
dont autres revenus nets	13,2	15,9	12,6	10,6	7,9	12,4	13,3	10,4	7,1	-31,3%
Frais généraux	-42,0	-44,9	-47,0	-48,8	-48,3	-48,7	-46,8	-51,1	-51,0	0,7%
dont frais de personnel	-24,4	-25,6	-26,6	-27,5	-26,8	-26,9	-25,3	-27,7	-27,9	0,6%
dont autres charges d'exploitation	-17,7	-19,2	-20,5	-21,3	-21,5	-21,8	-21,5	-23,3	-23,1	0,7%
Revenu brut d'exploitation	48,3	60,7	51,8	46,7	48,1	45,2	50,5	50,8	45,1	3,2%
Coût du risque	-27,7	-39,6	-31,8	-44,0	-103,0	-38,8	-33,1	-31,3	-27,7	n.a.
Impôts sur les bénéfices et autres produits et charges courants	3,5	-0,9	-1,1	-2,1	1,7	5,2	-3,4	-2,5	-3,9	n.a.
Autres produits et charges exceptionnels	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	1,9	0,0	0,0	0,0	n.a.
Résultat net	24,6	20,3	18,9	0,5	-52,8	13,6	13,9	17,0	13,5	6,0%

Tableau 1

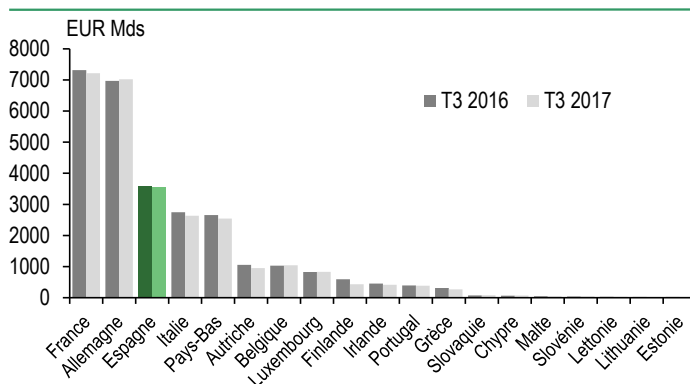
Sources : BCE – CBD2, BNP Paribas

En 2016, les revenus nets d'intérêts représentaient 69% du PNB, en hausse constante depuis 2008 (62%). Ceci n'est pas propre aux plus petits établissements. En effet, les revenus nets d'intérêts représentaient 71% du PNB de Santander ou encore 70% de celui de BBVA en 2017. En comparaison, les revenus nets d'intérêts du système bancaire de l'ensemble de la zone euro constituaient 57% de son PNB en 2016 (contre 67% en 2008). Le système bancaire espagnol compte, par conséquent, parmi les pays cœur de la zone euro les plus dépendants de ces revenus. En outre, cette dépendance s'accroît en Espagne alors qu'elle se réduit dans le reste de la zone euro. Cette spécificité du système bancaire espagnol est de nature à accroître sa sensibilité à la conjoncture. Elle influence les revenus nets d'intérêts par le biais de deux principaux facteurs : l'effet activité (quantité) et l'effet prix.

L'actif total s'est contracté de 12% depuis son pic

Les évolutions des revenus nets d'intérêts s'expliquent notamment par l'activité des banques qui est partiellement liée à la quantité d'actifs qu'elles détiennent (effet quantité). Or, la réduction de l'encours des actifs du système bancaire espagnol est l'un des aspects de sa restructuration. L'actif total est ainsi passé de EUR 4 026 mds lors de son pic au T2 2012 (soit 381% du PIB espagnol) à EUR 3 547 mds au T3 2017 (soit 308% du PIB espagnol), soit un repli de 12% qu'il l'a ramené à un niveau comparable à celui de 2008.

Au demeurant, la contraction récente du bilan du système bancaire espagnol n'a pas eu d'effet sur son classement par taille d'actif au sein de la zone euro. Le système bancaire espagnol demeure, au T3 2017, le troisième plus grand système bancaire de la zone euro après le français (EUR 7 219 mds) et l'allemand (EUR 7 021 mds) mais devant l'italien (EUR 2 635 mds) et le néerlandais (EUR 2 546 mds) (cf. graphique 1).

Classement des systèmes bancaires de la zone euro par actif total


Graphique 1

Sources : BCE – CBD2, BNP Paribas

La réduction de la taille du bilan des banques espagnoles, entreprise depuis début 2013, pourrait se poursuivre notamment au travers de plans de cession de créances douteuses liées à l'immobilier (sous réserve que ces actifs ne soient pas remplacés par d'autres de meilleure qualité) ; Santander va ainsi vendre en 2018 à Blackstone la majorité des parts d'un portefeuille acquis lors du rachat de Banco Popular et valorisé à EUR 30 mds. Dans une perspective plus générale, les banques espagnoles demeurent largement exposées au secteur de l'immobilier³ qui représente 54% de leur encours total de prêts au secteur privé non financier (SPNF) espagnol au T3 2017 (contre 59% en 2011).

³ Crédits liés à l'acquisition et à la rénovation de biens immobiliers des ménages, crédits aux sociétés non financières appartenant au secteur de la construction et au secteur des services liés à l'immobilier.



Les (grandes) banques espagnoles accroissent leur diversification à l'étranger

Sur base consolidée, l'actif total des banques espagnoles est influencé tant par leurs activités en Espagne que par celles à l'étranger. Les banques espagnoles ont ainsi enregistré une quasi stabilité de leurs actifs à l'étranger entre T2 2016 et le T2 2017 (-0,8%⁴) alors que leurs actifs domestiques se repliaient de 4,4% sur la même période. Ces évolutions concernent en premier lieu les plus grandes banques comme BBVA, Santander et, dans une moindre mesure, Banco Sabadell.

Le léger repli des actifs à l'étranger en 2016/2017 s'explique essentiellement par l'appréciation de l'euro face aux devises des pays dans lesquels les banques espagnoles sont principalement implantées. En effet, les principaux marchés à l'étranger de ces banques sont le Royaume-Uni et les Etats-Unis qui représentent respectivement 29% et 15% de leurs actifs à l'étranger. Le Brésil, le Mexique et le Chili totalisent, quant à eux, 23% des actifs à l'étranger. Ces proportions sont relativement stables depuis 2015.

Au cours de la dernière décennie, la part des actifs à l'étranger dans l'actif total du secteur bancaire espagnol a enregistré une progression continue. Elle atteignait 45% en juin 2017 contre 24% en juin 2009. En 2017, Santander considérait que dix pays constituaient sa base domestique. La progression de la part des actifs à l'étranger dans l'actif total des banques espagnoles n'est pas seulement le fait du repli des activités domestiques, elle résulte également d'une stratégie de diversification internationale. Ceci permet de réduire la sensibilité des banques espagnoles aux évolutions de la conjoncture domestique.

L'encours des crédits au secteur privé non financier espagnol poursuit son repli

La baisse de l'actif bancaire depuis 2012 est liée à celle des actifs domestiques, et notamment à une réduction des crédits bancaires en Espagne. Aussi, la crise immobilière espagnole débutée en 2008 s'est traduite, entre autres choses, par un net recul de l'encours des crédits bancaires au secteur privé non financier espagnol, principalement constitué de crédits immobiliers et de crédits aux entreprises liées au secteur de l'immobilier (cf. graphique 2).

Le repli de l'encours du crédit bancaire en Espagne a succédé à une période de progression très soutenue entamée au début des années 2000. Cette forte baisse consécutive à une forte hausse s'apparente typiquement à un retour à la normale après une période de bulle⁵.

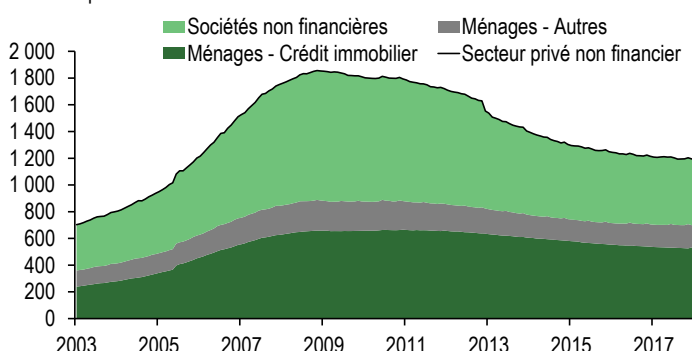
La baisse de l'encours du crédit bancaire en Espagne (-3,2%) entre le T2 2016 et le T2 2017 est principalement imputable aux sociétés non financières (SNF) et, plus particulièrement, à celles liées au secteur de l'immobilier (-9,7%). La baisse se concentre sur les grandes entreprises espagnoles puisqu'elles représentent approximativement la moitié des crédits bancaires aux SNF et que le repli de leur encours s'établissait à 12% sur la période susmentionnée. L'encours des crédits bancaires aux entreprises de taille moyenne s'est également réduit de 4,9%.

⁴ Banque d'Espagne (2017), Rapport de stabilité financière, novembre

⁵ S'agissant d'une crise immobilière, notamment liée à l'immobilier résidentiel, le caractère spéculatif de cette bulle peut être à relativiser.

Prêts bancaires au secteur privé non financier en Espagne

Encours par secteur en EUR Mds



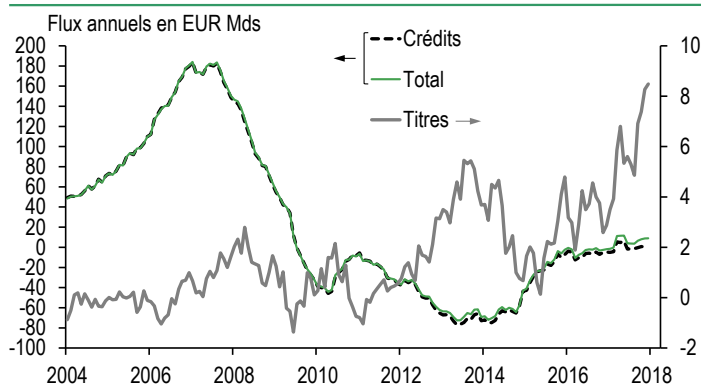
Graphique 2

Sources : BCE - BSI, BNP Paribas

A l'inverse, les microentreprises et les petites entreprises ont respectivement enregistré une hausse de 12,6% et de 9,7% de leur encours de crédit bancaire entre le T2 2016 et le T2 2017.

Les plus grandes entreprises se sont probablement tournées vers le marché de la dette afin de profiter des taux bas (cf. graphique 3) même si ce phénomène reste, pour l'heure, relatif.

Emissions de dettes et crédits bancaires des SNF espagnoles



Graphique 3

Sources : BCE - BSI, BNP Paribas

La baisse des crédits bancaires et la hausse des émissions obligataires se sont accompagnées d'un fléchissement du taux d'intermédiation financière au sens large des sociétés non financières espagnoles, qui est passé de 99% en 2009 à 96% en 2017. Ce taux reste supérieur à celui observé en moyenne dans la zone euro (autour de 89%). Au demeurant, les entreprises espagnoles restent largement dépendantes des banques.

La part des demandes de crédits bancaires satisfaites dans le total des demandes de crédits bancaires des SNF s'établissait, en 2017, à un niveau faible : environ 30% (contre 45% en 2002). La stabilité de la production nouvelle de crédits au SPNF espagnol entre 2015 et 2017 a contribué à réduire la taille du bilan des banques domestiques mais elle pourrait avoir des conséquences défavorables sur les revenus nets d'intérêts futurs.



La marge nette d'intérêt progresse depuis 2013

L'augmentation depuis 2013 de la marge nette d'intérêt du système bancaire espagnol lui a permis de compenser la contraction de son actif total, entamée au début de cette même année. Elle est ainsi passée de 1,73% à 2,20% entre 2013 et 2017⁶ et a donc contribué au maintien des revenus nets d'intérêts (cf. tableau 2).

Marge nette d'intérêt des principaux pays de la zone euro

Marge nette d'intérêt (%)	2008*	2009*	2010*	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Allemagne	1,17	1,40	1,39	1,39	1,37	1,45	1,52	1,54	1,46	NA
Espagne	1,58	2,00	1,98	1,92	1,83	1,73	1,95	2,12	2,05	2,2
France	0,75	1,19	1,23	1,22	1,07	1,05	1,03	1,02	1,00	0,99
Italie	2,09	1,99	1,82	1,79	1,72	1,52	1,51	1,41	1,34	NA
Portugal	1,94	1,56	1,57	1,69	1,47	1,27	1,47	1,48	1,51	NA

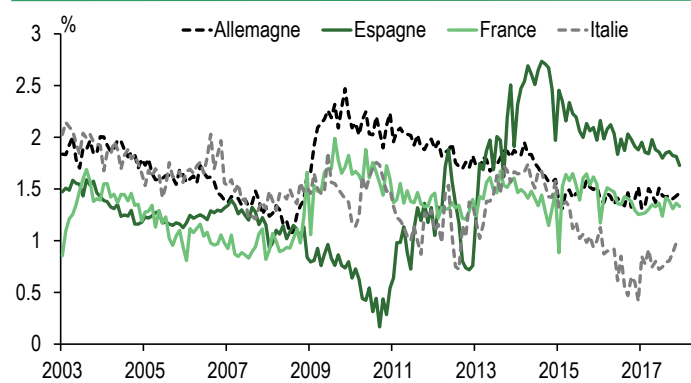
Tableau 2

Sources : SNL, Bankscope, BNP Paribas

*données rétropolées

Toutefois, après avoir fortement augmenté entre septembre 2010 et août 2014, la marge nette d'intérêt sur la production nouvelle de crédits au secteur privé non financier espagnol ne cesse de se contracter. Elle est ainsi passée de 2,73% en août 2014 à 1,73% en décembre 2017 (cf. graphique 4).

Marge nette d'intérêt (nouveaux crédits) pour une sélection de pays de la zone euro



Graphique 4

Sources : BCE - RAI, BNP Paribas

La prédominance des taux variables devrait limiter les effets d'une hausse des taux de la BCE

Les effets d'une normalisation de la politique monétaire sur la marge nette d'intérêt constitue un enjeu essentiel pour les banques espagnoles, au regard de la prépondérance des revenus nets d'intérêts dans leur PNB. De manière schématique, la remontée des taux du marché monétaire est plutôt pénalisante à court terme et bénéfique à moyen terme. Dans un premier temps, elle tend à entraîner une hausse

du coût des ressources bancaires plus sensible que celle du rendement des actifs bancaires, en raison de la moindre durée des premiers. Ce n'est que dans un second temps, lorsque le rendement moyen des actifs s'est suffisamment redressé (via le renouvellement du portefeuille à taux fixe ou la diffusion de la remontée des taux au portefeuille à taux révisable) que la marge d'intérêt s'élargit. De ce point de vue, les banques qui, à l'instar des banques espagnoles, disposent d'une large part de leur portefeuille à taux variable sont en théorie avantagées puisqu'elles profitent d'un redressement plus rapide du rendement de leurs actifs (et de leur taux de marge d'intérêt). A titre de comparaison, la part des crédits à taux variables en Espagne est actuellement proche de celle observée en Italie ou au Portugal (respectivement 77% et 80%) mais elle demeure bien plus élevée que celle constatée en France ou en Allemagne (respectivement 39% et 57%) en décembre 2017. Enfin, les banques les plus internationalisées devraient continuer de bénéficier des confortables marges d'intérêt dégagées dans le cadre de leurs opérations à l'étranger (15,7% au Brésil, 2,8% au Royaume-Uni par exemple).

Les autres revenus affichent une relative stabilité grâce aux commissions nettes

Les commissions nettes se sont, depuis 2008, montrées encore plus stables que les revenus nets d'intérêts. A l'inverse, les autres revenus nets ont été plutôt volatils, notamment, en raison de l'évolution des marchés financiers.

Les commissions nettes demeurent stables

Les commissions nettes ont affiché une grande stabilité de 2008 à 2016 relativement aux autres composantes du PNB. Elles enregistrent une augmentation de 8% entre juin 2016 et juin 2017 grâce à la hausse des revenus tirés des services de paiement (+36%). La digitalisation croissante des services bancaires pourrait permettre d'augmenter leur rentabilité par le biais d'une réduction des coûts associés, ce qui serait de nature à accroître leurs commissions nettes et donc leur PNB.

Les autres revenus nets ont pâti de la baisse des revenus de marché

Les autres revenus nets ont connu un repli marqué en 2015 et en 2016 (respectivement, -21,9% et -31,0%) qui s'est poursuivi entre le T3 2016 et le T3 2017 (-31,3%). Ces revenus bancaires ont été divisés par plus de deux entre 2009 (EUR 15,9 mds) et 2016 (EUR 7,1 mds). Ainsi, Santander a enregistré une baisse de 28% de ses gains nets sur actifs financiers pour ses activités en Espagne entre 2016 et 2017. De même, ses gains nets sur actifs financiers à l'étranger ont enregistré une baisse de 40% en Pologne (effet de change inclus), de 57% aux Etats-Unis (effet de change inclus) et de 25% au Portugal. Seule l'Amérique latine a connu une progression de ses gains nets sur actifs financiers de 27% (effet de change inclus).

L'amélioration de la conjoncture en Espagne et dans certains des pays où les banques espagnoles opèrent pourrait accroître la rentabilité de leurs actifs financiers et donc leurs autres revenus nets.

⁶ SNL : Aggregate Income Statement, revenus net d'intérêts/moyenne des actifs productifs



Rationalisation domestique, expansion internationale

Dans une perspective globale, les frais généraux des banques espagnoles ont crû. Cette évolution reflète essentiellement l'augmentation des autres charges d'exploitation puisque les frais de personnel n'ont connu qu'une très modeste progression depuis 2008 et qu'ils sont, peu ou prou, stables depuis 2015. Cette relative stabilité des frais de personnel sur base consolidée masque toutefois les effets de la consolidation du système bancaire espagnol à l'échelle domestique. En effet, le nombre d'agences et celui des collaborateurs ont très fortement reculé entre 2008 et 2016 en Espagne. Ceci s'est traduit par une réduction des frais de personnel sur base sociale qui ne transparaît pas sur base consolidée. Les frais généraux des activités réalisées en Espagne doivent donc être distingués de ceux liés aux activités réalisées à l'étranger afin de mieux rendre compte de l'ampleur de la réduction des capacités.

L'augmentation des frais généraux masque la réduction des frais de personnel en Espagne

Les frais généraux ont connu une progression de 21,3% entre 2008 et 2016. Ils affichent néanmoins une stabilisation depuis 2015 qui perdure entre le T3 2016 et le T3 2017. L'augmentation des frais généraux et la stabilité du PNB des banques espagnoles ont logiquement conduit à une dégradation de leur coefficient d'exploitation.

L'augmentation des frais généraux est essentiellement imputable aux activités réalisées à l'étranger

L'augmentation des frais généraux du système bancaire espagnol est largement due à ses activités à l'étranger. Elle s'explique, entre autres choses, par une croissance organique des banques espagnoles à l'étranger, qui a nécessité des investissements supplémentaires (cf., notamment, BBVA, Résultats trimestriels, 2010) mais aussi par un fort retour de l'inflation sur la période la plus récente dans les pays où les banques espagnoles sont implantées. Les frais généraux de BBVA ont ainsi augmenté en 2017 de 12,4% (à taux de change constant) en Amérique du Sud, de 6,6% (à taux de change constant) en Turquie ou encore de 5,3% (à taux de change constant) au Mexique alors qu'ils se repliaient de 5,6% en Espagne⁷.

En réduisant le périmètre au compte social agrégé des banques espagnoles⁸, les frais généraux ont diminué de 2% entre 2012 et 2017. Aussi, alors que les frais généraux demeuraient relativement stables entre le T3 2016 et le T3 2017 à l'échelle du système bancaire espagnol consolidé, ils se réduisaient pour les activités conduites en Espagne.

⁷ BBVA (2018), Rapport financier 2017

⁸ Banque d'Espagne (2018), Bulletin des statistiques, janvier. Le périmètre retenu ici couvre les banques privées, les caisses d'épargne, les coopératives de crédit, l'institut de crédit officiel et les intermédiaires de crédit financier. Les comptes sociaux sont susceptibles d'englober des activités à l'étranger sous forme de succursales (et non de filiales).

Dynamiques contraires des frais de personnel en Espagne et à l'étranger

La contraction des frais généraux en Espagne est essentiellement liée à celle des frais de personnel qui ont reculé de 13% entre 2012 et 2017. A l'inverse, les frais de personnel pour les activités à l'étranger ont connu une progression. Par exemple, les frais de personnel de Santander ont augmenté de 8,9% à l'échelle du groupe en 2017 (dont 4,7 points de pourcentage (pp) sont imputables à l'intégration de l'ensemble du groupe Banco Popular) alors qu'ils se réduisaient de 2,1% en Espagne (hors intégration de Banco Popular).

La réduction des frais de personnel en Espagne est susceptible de se poursuivre à la faveur des gains liés aux synergies et à la rationalisation des activités qui peuvent nécessiter plusieurs années avant de se matérialiser.

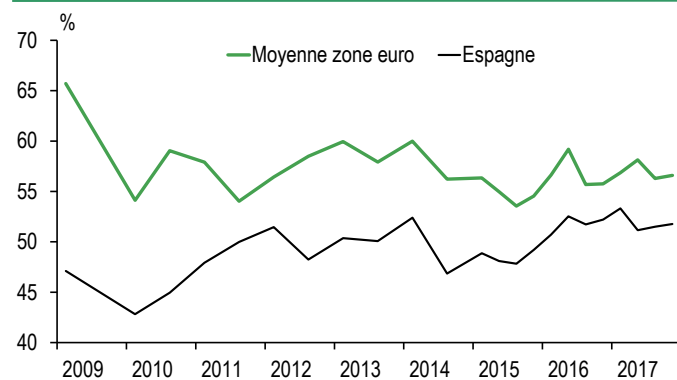
Les autres charges d'exploitation continuent leur progression

Les autres charges d'exploitation ont progressé de 31% entre 2008 et 2016. La hausse des dotations aux amortissements et aux dépréciations des immobilisations corporelles et incorporelles, ainsi que la hausse des autres charges d'exploitation, sont partiellement liées à la crise et aux coûts fixes liés à la restructuration du système bancaire. Ces coûts pourraient ainsi diminuer à mesure que le système bancaire espagnol cueille les fruits de ses efforts passés.

Le coefficient d'exploitation se dégrade

Dans un contexte de revenus relativement stables, l'accroissement des frais généraux a dégradé le coefficient d'exploitation (*cost-to-income ratio*). Ce dernier reste bien inférieur à celui de la moyenne des systèmes bancaires de la zone euro mais cet avantage comparatif se réduit depuis 2014 (cf. graphique 5). A cet égard, les banques espagnoles bénéficient structurellement de leur important ancrage dans la banque de détail au regard de leurs concurrentes européennes.

Comparaison du coefficient d'exploitation des banques espagnoles avec celui de la moyenne des banques des pays de la zone euro*



Graphique 5

Sources : BCE - CBD2, BNP Paribas

*Le point du T4 2010 est ajusté pour l'Irlande. Dans le cas contraire, le coefficient d'exploitation atteindrait 75% pour la zone euro à cette date.

Les évolutions les plus récentes se caractérisent par la baisse des coefficients d'exploitation de Santander (-0,7 pp en 2017, à 47,4%) et de BBVA (-1,4 pp, à 49,3%). Le coefficient d'exploitation de Bankia



(hors BMN) s'est, à l'inverse, détérioré de 2,7 pp en 2017 pour s'établir à 51,2%.

Réduction de moitié du nombre de banques

La baisse des frais de personnel des banques espagnoles s'explique par leur intense restructuration et consolidation en réponse à la crise de 2008. Le nombre de banques privées, caisses d'épargne et coopératives de crédit a été divisé par plus de deux en neuf ans. Le nombre d'agences et celui des collaborateurs ont été réduits de plus de 30%. La restructuration du système bancaire espagnol et sa consolidation ont été réalisées sous l'égide du gouvernement espagnol et du MES, notamment au travers de trois plans d'aide successifs ayant, entre autres objets, de renforcer la solvabilité des établissements en difficulté.

Les caisses d'épargne se sont particulièrement consolidées

Les banques espagnoles sont passées de 282 entités à 125 entre décembre 2007 et décembre 2016 (cf. tableau 3).

Ce mouvement de consolidation est en grande partie dû aux difficultés rencontrées par le système bancaire espagnol, qui ont plus particulièrement touché les caisses d'épargne (*cajas de ahorros*), entre 2007 et 2008, puis entre 2012 et 2013⁹. Leur nombre est ainsi passé de quarante-six à seulement deux en neuf ans. En effet, le marché bancaire espagnol se caractérisait jusqu'alors par un grand nombre de petites caisses d'épargne amplement dédiées au financement des ménages, dont le développement avait été extrêmement rapide au cours des années d'avant-crise (le crédit accordé par les caisses d'épargne a ainsi crû de 266% entre 2000 et 2007 contre « seulement » 182% pour les banques). Le crédit immobilier étant le principal motif d'emprunt des ménages, la crise a donc plus fortement affecté les caisses d'épargne qui se sont consolidées dans le dessein de remédier à la dégradation de leur situation.

Le nombre de banques privées s'est également réduit, passant de 151 entités fin 2007 à 60 fin 2016. Le mouvement de consolidation a été nettement moins prononcé pour les coopératives de crédit que pour les autres types de banques. Cela s'explique sans doute par leur faible part dans le total des crédits accordés en Espagne (5% du total contre 49% pour les caisses d'épargne et 46% pour les banques fin 2007), leur plus petite taille ou encore, leur plus fort ancrage local.

La consolidation du système bancaire espagnol procède de deux phénomènes concomitants : d'une part, les plus grandes banques ont repris les activités de leur concurrentes de taille plus modeste ; d'autre part, les établissements de taille moyenne se sont rapprochés pour former de plus grands groupes. Ainsi, BBVA, 2^e plus grande banque espagnole en termes de fonds propres de base (*Tier 1*), a repris les activités de UNNIM en mars 2012 (environ 30^e banque espagnole à l'époque) qui résultait elle-même du rapprochement entre Caixa Sabadell, Caixa Terrasa et Caixa Manlleu en mars 2010. L'acquisition par Santander de Banco Popular (qui représentait 11% de son actif total) en juin 2017, respectivement 1^{ère} et 6^e banque espagnole au moment de l'opération, demeure pour l'heure une exception.

⁹ Banque d'Espagne, 2017

Consolidation du système bancaire espagnol entre 2007 et 2016

	31-déc-07	31-déc-16
Etablissements autorisés à collecter des dépôts	282	125
<i>dont banques (bancos)</i>	151	60
<i>dont caisses d'épargne (cajas de ahorros)</i>	46	2
<i>dont coopératives de crédit (cooperativas de crédito)</i>	85	63

Tableau 3 Sources : Banque d'Espagne, *Memoria de la supervisión bancaria en España* (2009, 2017), BNP Paribas

Un tiers d'agences et de collaborateurs en moins

La réduction du nombre de banques s'est accompagnée de celle du nombre d'agences bancaires. Ces dernières ont ainsi diminué de 37% entre 2007 et 2016, passant de 45 500 à 28 807¹⁰. L'ampleur du recul a totalement effacé les conséquences des politiques d'accroissement du nombre d'agences déployées au cours de la décennie précédente (+20%).

Le nombre de collaborateurs a suivi une trajectoire similaire à celle des agences. Il s'est replié de 32%, soit -88 524 emplois directs. Les banques espagnoles occupaient à elles seules un tiers des 264 411 collaborateurs que le système bancaire de la zone euro compte en moins depuis 2007. Une part importante de la réduction des capacités du système bancaire de la zone euro (-19% d'agences et -12% de collaborateurs entre 2007 et 2016) est donc imputable à l'Espagne. En comparaison, le nombre d'agences et celui des collaborateurs ont nettement moins diminué en Italie (respectivement -12% et -13%), le mouvement de restructuration y ayant été plus faible et plus récent. Cela explique probablement que les difficultés des banques italiennes aient perduré alors que le système bancaire espagnol avait déjà entamé son redressement.

Cette rationalisation des capacités pourrait se poursuivre, bien qu'à un rythme moins soutenu, à l'image de BBVA qui a de nouveau réduit le nombre de ses agences de 4,5% et celui de ses collaborateurs de 2,2% en 2017.

La consolidation du système bancaire espagnol a bénéficié d'un soutien public

Le gouvernement espagnol s'est mobilisé dès 2009 afin d'assurer une restructuration ordonnée des banques domestiques. La consolidation du système bancaire s'inscrit dans un plan global de restructuration et de réduction des coûts qui constitue l'une des conditions au soutien accordé par l'Union européenne et le gouvernement espagnol. Sa mise en œuvre a été partiellement orchestrée par le FROB (*Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*). Ce fonds de droit public avait pour objet, à sa création le 27 juin 2009¹¹, de participer à la

¹⁰ BCE, *Banking Structural Financial Indicators*, septembre 2017

¹¹ Publication au *Boletín Oficial del Estado* de la loi-décret royale 9/2009



restructuration et à la recapitalisation du système bancaire espagnol, ce qu'il fit à l'occasion de trois plans successifs entre 2010 et 2013.

Un fonds public destiné à la restructuration des banques

Le financement du FROB a été assuré par des ressources publiques et privées. La dotation initiale du fonds s'élevait à EUR 9 mds de fonds propres dont EUR 2,25 mds apportés par les trois fonds de garantie des dépôts des banques, des caisses d'épargne et des coopératives de crédit espagnoles¹². Les EUR 6,75 mds restant provenaient du budget général de l'Etat (*Presupuestos Generales del Estado*). L'implication du gouvernement espagnol souligne sa volonté de voir son système bancaire se restructurer tout en mettant à contribution ses parties prenantes. Le montant d'un tel soutien est évidemment à mettre au regard des coûts, notamment pour l'économie réelle, d'une absence d'intervention.

En 2012, EUR 6 mds supplémentaires ont été injectés par le gouvernement espagnol¹³ dans le FROB après que son capital a été ramené à zéro à l'issue de l'exercice de 2011. En effet, le soutien gouvernemental ne se limitait pas à l'injection initiale de capital puisqu'une garantie d'Etat était prévue dans l'hypothèse où le passif du fonds excéderait son actif. EUR 3 mds de prêts gouvernementaux accordés au fonds ont ainsi été convertis en fonds propres le 30 mai 2017 afin de couvrir ses pertes de EUR 1,693 md. Le consentement préalable du MES avait été nécessaire. Une telle procédure avait déjà été appliquée le 9 décembre 2013 pour un montant de EUR 27,170 mds.

Le FROB a également la possibilité de se financer sur les marchés. Pour limiter sa prise de risque, ce financement externe ne pouvait excéder trois fois ses fonds propres initialement. Cette limite a été portée à dix fois à partir du 1^{er} janvier 2010. Le FROB bénéficiait ainsi d'une capacité d'aide avoisinant EUR 100 mds. Seule la moitié fut nécessaire au soutien à la restructuration du système bancaire espagnol. Ces injections successives de fonds propres sont le signe de l'engagement du gouvernement espagnol à assurer la stabilité de son système bancaire et financier.

Trois plans d'aide se sont succédé entre décembre 2010 et mai 2013

Au 6 septembre 2016¹⁴, le montant total de l'aide en capital apportée par le FROB s'élevait à EUR 53,553 mds dont EUR 22,424 mds pour la seule Bankia (cf. tableau 4). A ce montant s'ajoutaient EUR 7,942 mds apportés par le fonds de garantie des dépôts espagnol (FGDEC).

Le FROB a apporté son aide à la restructuration des banques espagnoles à l'occasion de trois plans successifs :

- le FROB 1, de mars à décembre 2010, avec la souscription à des actions de préférence convertibles (*convertible preference shares*) en actions ordinaires à un taux prédéfini et dans des conditions particulières pour un montant total de EUR 9,674 mds,
- le FROB 2, de septembre 2011 à mai 2013, avec l'achat d'actions ordinaires pour un montant total de EUR 5,749 mds,
- le FROB 3, de décembre 2012 à avril 2013, avec la souscription à des actions ordinaires ainsi qu'à des CoCos (*contingent convertible bonds*). Ces obligations subordonnées sont automatiquement convertibles en actions dans des conditions préétablies pour un montant total de EUR 39,078 mds.

En plus des injections de fonds propres et de quasi-fonds propres, le FROB a également accordé des lignes de crédit aux banques et mis en place des plans de protection des actifs (*Esquemas de Protección de Activos*) pour un montant total de EUR 2,5 mds. Ces derniers autorisaient le FROB et le fonds de garantie des dépôts espagnol à assumer une partie prédéfinie des pertes subies par les banques durant leur phase de restructuration. L'objet de ce mécanisme était de garantir la bonne exécution de la restructuration des banques en évitant que leur position ne se dégrade au cours du processus.

Le FROB a ainsi contribué à la consolidation de trente-quatre entités, principalement des caisses d'épargne, en cinq seulement. Depuis, le gouvernement central espagnol a commencé son désengagement en revendant ses participations puisqu'un tel mécanisme ne peut être que temporaire en vertu des règles de l'UE relatives aux aides d'Etat. Plusieurs de ces rapprochements se sont inscrits, à partir de 2012, dans le cadre du programme d'aide pour la restructuration du système bancaire espagnol du Mécanisme européen de stabilité (MES).

L'intervention du MES en Espagne

Le 25 juin 2012, l'Espagne a formulé une demande d'aide extérieure au titre de l'assistance pour la recapitalisation des institutions financières du Fonds européen de stabilité financière (*European Financial Stability Facility* – EFSF), dont les fonctions seront reprises le 8 octobre 2012 par le MES. Cette aide d'un montant maximal de EUR 100 mds consistait en un prêt accordé à l'Espagne pour une période de dix-huit mois. Son unique objet était de participer à la recapitalisation des banques¹⁵ afin de limiter notamment les répercussions d'une contraction de leur bilan sur l'économie réelle. L'octroi de cette aide était conditionné à la mise en œuvre d'un ensemble de mesures de restructuration imposées aux banques et au gouvernement espagnol.

¹² Les *Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios* (FGDEB), en *Cajas de Ahorros* (FGDCA) y en *Cooperativas de Crédito* (FGDCC) sont regroupés au sein du *Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito* (FGDEC) depuis le 15 octobre 2011 et la publication de la loi-décret royale 16/2011.

¹³ Quatrième disposition additionnelle de la loi-décret royale 2/2012

¹⁴ Banque d'Espagne (2016), *Background note on public financial assistance in the restructuring of the Spanish banking sector (2009-2016)*; FROB (2017), *Memoria de actividades*; FROB (2014), *Investors' presentation*

¹⁵ L'Espagne est le seul pays à avoir bénéficié de cet instrument. L'Irlande, le Portugal, la Grèce et Chypre ont simplement bénéficié de prêts accordés dans le cadre d'un programme d'ajustement macroéconomique. Jusqu'à présent, les achats sur le marché primaire ou secondaire ainsi que les lignes de crédit de précaution ou encore la recapitalisation directe des institutions n'ont pas été utilisés. Depuis le 1^{er} juillet 2013, le MES ne finance plus aucun nouveau plan d'aide.



Tableau synthétique des actions du FROB

	Entité finale d'intégration	FROB 1	FROB 2	FROB 3	Total porté au bilan (au 31 décembre 2016, EUR m)
Catalunya Banc	BBVA	1250	1718	9084	12052
Caixa Catalunya, Caixa Tarragona, Caixa Manresa					
CEISS	Unicaja Banco	525		604	1129
Caja España, Caja Duero					
Nova CaixaGalicia		1162	2465	5425	9052
Caixa Galicia, Caixanova					
*Banco Gallego (séparée de NCG et vendue à Banco Sabadell)				245	245
BFA-Bankia		4465		17959	22424
Caja Madrid, Bancaja, Caixa Laietana, Caja Insular de Canarias, Caja Rioja, Caja Ávila, Caja Segovia					
Banco Mare Nostrum		915		730	1645
Caja Murcia, Caixa Penedés, Sa Nostra, Caja Granada					
Banca Cívica	CaixaBank	977			977
Caja Navarra, Cajasol-Caja Guadalajara, Caja Canarias, Caja Burgos					
Banco de Valencia	CaixaBank		998	4500	5498
Liberbank				124	124
Cajastur, Caja Cantabria, Caja Extremadura					
Caja3	Ibercaja			407	407
CAI, Caja Círculo de Burgos, Caja Badajoz					
Unnim (assumé par le FGDEC à partir de mars 2012)	BBVA	380	568		0
Caixa Sabadell, Caixa Terrasa, Caixa Manlleu					
Total des aides		9674	5749	39078	53553

Tableau 4

Sources : Banque d'Espagne, FROB, BNP Paribas

Les entités qui bénéficiaient des aides devaient restaurer la qualité de leur bilan, réduire leur exposition au secteur de l'immobilier et améliorer leurs procédures de gestion des risques. Ces actions devaient leur permettre de restaurer leur stabilité de long terme et de retrouver, par la même occasion, l'accès aux marchés de capitaux afin de limiter les répercussions d'une contraction des bilans bancaires sur l'économie réelle. Le gouvernement espagnol devait réduire son déficit budgétaire, ce qu'il fit en divisant par deux le déficit du gouvernement général entre 2012 et 2016 (respectivement -10,5% du PIB et -4,5% du PIB¹⁶). Cela reste toutefois inférieur à la réduction observée pour la zone euro dans son ensemble (-3,6% en 2012 et -1,6% en 2016). Les conditions associées au prêt étaient détaillées dans un protocole d'accord (*Memorandum of Understanding*) signé le 23 juillet 2012 entre le Conseil européen et l'Espagne.

La bonne mise en œuvre des réformes imposées à l'Espagne et à son système bancaire a fait l'objet d'un suivi par le MES tout au long de la procédure d'aide qui s'est achevée avec succès en décembre 2013.

Une aide inférieure de moitié à son montant potentiel

Le montant maximal de l'aide accordée par le MES (EUR 100 mds), avait été déterminé préalablement sur la base de tests de résistance qui couvraient 90% des besoins en fonds propres du système bancaire espagnol, initialement estimés à EUR 54 mds. Finalement, EUR 41,333 mds ont été décaissés sous forme d'obligations à taux variables¹⁷ et d'obligations à coupon zéro émises par le MES puis transférées au FROB. Le système bancaire a donc couvert lui-même une part de ses besoins en fonds propres. De plus, cette aide n'était pas gratuite.

¹⁶ OCDE (2018), déficit public général (indicateur)

¹⁷ Euribor 6 mois -0,06%, Euribor 6 mois -0,12% et Euribor 6 mois -0,15%



Le premier décaissement eut lieu le 11 décembre 2012 pour un montant de EUR 39,468 mds avec une maturité finale au 11 décembre 2027 et une période de remboursement du principal de cinq années. Ces fonds ont été octroyés à l'Espagne en vue de la recapitalisation de quatre banques¹⁸ et d'injecter EUR 2,5 mds dans la *Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria* (SAREB) nouvellement créée. Cette *bad bank* avait la charge de liquider les actifs détériorés des banques ayant bénéficié d'un soutien gouvernemental. L'instauration d'une telle entité à l'échelle de l'Union européenne avait été discutée par l'Autorité bancaire européenne au début de l'année 2017. Le mécanisme envisagé ne prévoyait pas de mutualiser les pertes entre Etats membres et faisait peser les pertes potentielles sur les banques. Début 2018, le gouvernement italien a reconnu discuter la pertinence de la mise en place d'une potentielle *bad bank* à l'échelle nationale.

Le second décaissement, d'un montant de EUR 1,865 md eut lieu le 5 février 2013 pour une maturité finale au 11 décembre 2025 et une durée d'amortissement de deux ans. Cette aide devait servir à la recapitalisation de Banco Mare Nostrum, de CEISS, de Caja3 et de Liberbank.

L'Espagne est sortie avec succès du plan d'aide en décembre 2013 et avait déjà remboursé EUR 11,612 mds à la date du 23 février 2018, essentiellement par le biais de sept remboursements anticipés. Au final, l'aide accordée par le MES à l'Espagne a été très inférieure à son montant potentiel et le remboursement se fait à un rythme supérieur à celui prévu. Ces éléments tendent à démontrer que les mesures mises en œuvre en Espagne ont eu les effets attendus et plus rapidement qu'envisagé initialement. Par ailleurs, l'amélioration de la conjoncture pourrait participer à l'accélération du remboursement de l'aide préalablement obtenue.

Le résultat des banques espagnoles se maintient à la faveur de la baisse des créances douteuses

La baisse du revenu brut d'exploitation a été contenue depuis 2008 grâce au maintien du PNB. La gestion des créances douteuses, notamment en 2012, a permis au cours des années suivantes de maintenir le résultat net de l'ensemble des banques espagnoles autour de EUR 14 mds. Dans le même temps, leur rentabilité financière s'est restaurée et leurs ratios de solvabilité ont augmenté bien qu'ils demeurent sous pression pour certaines d'entre elles.

Net repli du coût du risque

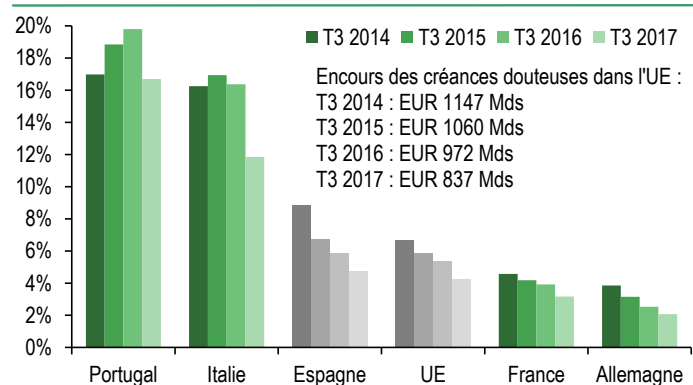
Le coût du risque intègre les dotations nettes aux dépréciations, les récupérations sur créances amorties et les pertes sur créances irrécouvrables non couvertes par des dépréciations. L'accroissement

des créances douteuses avait conduit à un pic en 2012 à EUR 103 mds, soit environ trois fois sa moyenne entre 2008 et 2016 (hors 2012).

Depuis 2012, le coût du risque diminue à la faveur d'une réduction des créances douteuses.

Le ratio de créances douteuses a diminué de 46% en trois ans

Ratios de créances douteuses pour une sélection de pays de l'UE



Graphique 6

Sources : ABE - Risk Dashboard, BNP Paribas

Le ratio de créances douteuses¹⁹ du système bancaire espagnol est passé de 8,8% au T3 2014 à 4,8% au T3 2017 (cf. graphique 6). Il s'est ainsi rapproché du ratio de créances douteuses moyen pondéré de l'ensemble des systèmes bancaires de l'Union européenne qui s'établissait à, respectivement, 6,7% et 4,2% aux mêmes dates. Même au plus fort de la crise, en 2012, le ratio de créances douteuses espagnol n'a jamais atteint les niveaux observés en Italie ou au Portugal.

Parmi les banques espagnoles, celles qui ont été les plus exposées à la crise immobilière de 2008 et à son amplification en 2012 continuent d'afficher les ratios de créances douteuses les plus élevés. C'est le cas en particulier de Bankia, née du rapprochement de plusieurs caisses d'épargne, qui affiche un ratio de créances douteuses de 8,5% en décembre 2017 (contre 14,7% en décembre 2013), alors que celui de Santander atteignait 4,1% en décembre 2017 (en incluant Banco Popular). Le ratio de créances douteuses de BBVA (4,4% en décembre 2017, en repli de 0,5 pp d'une année sur l'autre) demeure proche de la moyenne de celui du système bancaire espagnol.

La baisse des ratios de créances douteuses observée en Espagne entre juillet 2016 et juillet 2017 résulte d'une baisse de leur encours. Il ne s'agit pas d'un effet dilutif induit par une plus forte augmentation de l'encours des crédits bancaires. L'encours des créances douteuses est ainsi passé de EUR 185 mds en décembre 2013 à EUR 100 mds en septembre 2017²⁰ (cf. graphique 7), à la faveur de l'amélioration de la conjoncture en Espagne et dans les pays où les banques espagnoles sont engagées.

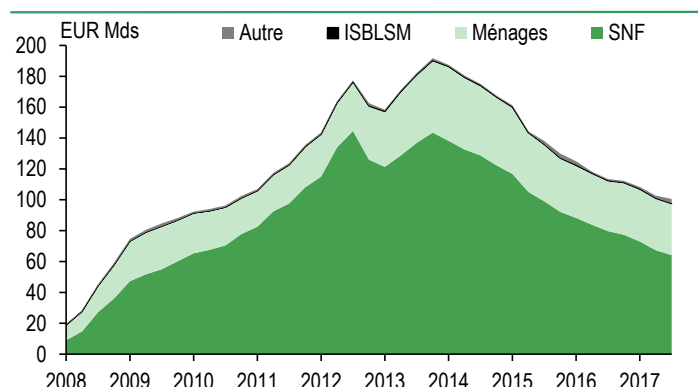
¹⁹ Définition de l'ABE (European Banking Authority, EBA) : *Non-performing loans = Non-performing loans and advances / Total gross loans and advances (%)*

²⁰ Banque d'Espagne (2017), Rapport de stabilité financière 11/2017

¹⁸ BFA-Bankia, Catalunya Banc, Nova CaixaGalicia et Banco de Valencia



Encours des créances douteuses par secteur en Espagne



Graphique 7 Sources : Banque d'Espagne, BNP Paribas

En outre, la restructuration et la consolidation du système bancaire espagnol, ainsi que la cession à la SAREB de EUR 51 mds de créances douteuses liées à l'immobilier en décembre 2012 et février 2013, ont sans doute contribué à réduire l'encours des créances douteuses.

A l'instar de l'Italie, plus de 70% des créances douteuses en Espagne concernaient des prêts accordés à des sociétés non financières. Néanmoins, les créances douteuses espagnoles étaient plus largement liées au secteur de l'immobilier que ne l'étaient les italiennes. En 2012, 60% des créances douteuses espagnoles étaient dues par les SNF liées au secteur de l'immobilier (13% étaient dus au crédit à l'habitat des ménages). Cette différence implique que les créances douteuses espagnoles étaient plus largement adossées à des actifs immobiliers, notamment résidentiels, que les italiennes. Ces actifs constituaient sans doute une meilleure garantie que des équipements productifs ou des biens immobiliers industriels et commerciaux.

Dans une perspective historique, l'augmentation des créances douteuses associées au crédit immobilier des ménages avait précédé celle des créances douteuses des SNF liées au secteur de l'immobilier en Espagne. La réduction de la capacité de remboursement des ménages a donc probablement contribué à détériorer la solvabilité des SNF, et incidemment fait augmenter leurs créances douteuses.

En juin 2017, le ratio de créances douteuses des concours aux SNF espagnoles liées au secteur de l'immobilier restait plus élevé (23%, en baisse de 4,6 pp depuis juin 2016) que celui du reste des concours aux SNF (9,4%, en baisse de 1 pp depuis juin 2016). Le ratio de créances douteuses associé au crédit à l'habitat des ménages continue son lent repli mais se maintenait à 4,5% en juin 2017.

Par ailleurs, la reprise du marché immobilier (+6,7% au T3 2017²¹, en hausse pour le 6^e trimestre consécutif) pourrait contribuer à l'assainissement des bilans bancaires. Bien que le dynamisme de cette reprise puisse susciter quelques inquiétudes quant à sa soutenabilité, elle reste inférieure de moitié à celle enregistrée à la veille de la crise immobilière espagnole (+13,1% au T1 2007).

²¹ Instituto Nacional de Estadística, Indice des prix des logements

En Espagne comme en Italie, les ratios de créances douteuses sont inversement corrélés à la taille des entreprises auxquelles les banques apportaient leurs concours. Ainsi, sur le segment des microentreprises, le ratio de créances douteuses s'élevait, en juin 2017, à 23% contre 17,1% pour les petites entreprises, 16% pour entreprises de taille moyenne et 7,7% pour grandes entreprises.

IFRS 9 pourrait coûter 0,3 pp de CET1 aux banques espagnoles

L'application, depuis le 1^{er} janvier 2018, de la nouvelle norme de comptabilisation des pertes associées aux instruments financiers ²² (IFRS 9) va faire évoluer le coût du risque des banques, notamment espagnoles. En effet, cette nouvelle norme comptable modifie le mode de provisionnement des créances douteuses et requiert des provisions supplémentaires.

Le mode de provisionnement d'IFRS 9 se veut plus prospectif que le régime prévu par l'ancienne norme IAS 39. Désormais, la dépréciation des instruments financiers n'est plus uniquement conditionnée par l'occurrence d'un événement générateur de pertes potentielles ; en cas d'augmentation significative du risque de crédit d'un emprunteur, des provisions supplémentaires doivent être constituées afin de faire face à ce risque. Le passage d'un modèle de pertes subies à un modèle de pertes attendues est un changement majeur puisqu'il implique la substitution d'une approche fondée sur des principes à une approche fondée sur une règle.

L'introduction d'IFRS 9 pourrait se traduire par une baisse moyenne de 0,3 pp du ratio de fonds propres de base (CET1) des banques espagnoles²³ essentiellement en raison de l'application des nouveaux modèles de provisionnement. Cet effet est très légèrement inférieur à celui estimé par l'EBA pour les banques de l'ensemble de l'Union européenne (-0,45 pp de leur ratio de CET1²⁴). Outre la différence de périmètre et/ou de méthode d'évaluation de l'effet d'IFRS 9, une partie de cet écart pourrait trouver son origine dans l'existence d'un système de provisionnement dynamique en Espagne (cf. infra).

Les tests de résistance de l'EBA, débutés en janvier 2018, couvrent 70% du système bancaire de la zone euro et devraient apporter un éclairage supplémentaire sur l'incidence d'IFRS 9 pour les banques espagnoles puisqu'ils intégreront la nouvelle norme comptable. La publication des résultats est prévue pour le 2 novembre 2018.

IFRS 9 et provisionnement dynamique espagnol

Eu égard au passage d'IAS 39 à IFRS 9, le système bancaire espagnol présente une caractéristique notable puisque depuis 2000, il appliquait un mécanisme de provisionnement dynamique. Ce mode de provisionnement statistique obligeait les banques à constituer des

²² « Tout contrat qui donne lieu à un actif financier d'une entité et à un passif financier ou à un instrument de capitaux propres d'une autre entité. » Règlement (CE) n° 1126/2008 de la Commission du 3 novembre 2008, IAS 32 Instruments financiers : présentation.

²³ Estimation basée sur celles fournies par Banco Santander S.A., Caixabank S.A., Bankinter S.A., Unicaja Banco S.A., Liberbank, Bankia S.A., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. et Banco Sabadell S.A. dans le cadre de leur communication financière.

²⁴ ABE (2017), EBA report on results from the second EBA impact assessment of IFRS 9



provisions supplémentaires en phase de croissance dans le but de faire face à une potentielle dégradation de la conjoncture. L'objectif était également de limiter la surchauffe du crédit en phase d'expansion.

Ce système de provisionnement dynamique était plus proche d'IAS 39 que d'IFRS 9 car il reposait sur de l'information statistique passée, il était donc moins prospectif. Chaque banque avait la possibilité de développer son propre modèle interne qui devait être ensuite validé par la Banque d'Espagne. Dans le cas contraire, cette dernière fournissait le modèle de provisionnement dynamique.

Rétrospectivement, ce modèle de provisionnement n'a pas suffi à éviter la crise immobilière en Espagne. Ceci a peut-être contribué au fait que l'*International Accounting Standard Board* (IASB), en charge de produire les normes comptables, a privilégié une approche prospective à une approche statistique basée sur de l'information passée.

La BCE envisage de contraindre les banques à assainir leur bilan plus rapidement

En plus de la mise en œuvre d'IFRS 9, les lignes directrices de la BCE pour la gestion des créances douteuses, et plus particulièrement le projet d'addendum d'octobre 2017, pourraient modifier la manière dont les banques gèrent leurs créances douteuses. En effet, ce projet envisage d'obliger les banques à couvrir à 100% leurs nouvelles créances douteuses au bout de sept ans, entre autres choses, avec des fonds propres CET1. Cette règle vise à accélérer l'assainissement des actifs mais pourrait contraindre les banques à constater des pertes plus importantes. Ce projet d'ajout aux lignes directrices a fait l'objet d'une consultation publique qui s'est terminée le 8 décembre 2017 et dont les résultats devraient être connus vers la fin du premier trimestre 2018.

La rentabilité des banques espagnoles se stabilise alors que leur solvabilité reste sous pression

Finalement, la rentabilité financière des banques espagnoles s'est restaurée à partir de 2013. Leurs ratios de solvabilité ont progressé jusqu'au troisième trimestre 2016 mais ils sont restés sous pression en 2017. En cas de dégradation importante de la conjoncture espagnole, les ratios de solvabilité de certains établissements pourraient passer sous les seuils réglementaires minimums.

Le résultat net des banques espagnoles se maintient depuis 2013 mais reste toujours inférieur à son niveau d'avant-crise

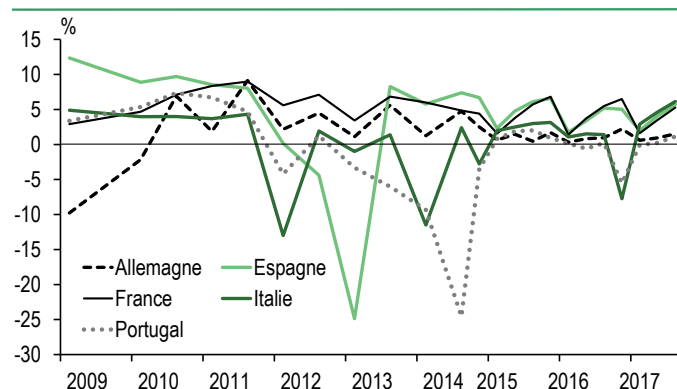
En 2016, le résultat net agrégé restait inférieur de 45% à son niveau de 2008. La progression de 6,0% du résultat net des banques espagnoles entre le T3 2016 et le T3 2017 pourrait se poursuivre au regard des résultats des grandes banques espagnoles pour 2017, malgré des disparités substantielles : +6,7% de résultat net pour Santander (Banco Popular compris), +1,3% pour BBVA, +12,8% pour Banco Sabadell (TSB compris) ou encore +1,5% pour Bankia (BMN compris).

La rentabilité financière des banques espagnoles s'est redressée depuis 2013

La rentabilité financière (*Return on Equity* – ROE) des banques espagnoles tend à se stabiliser depuis son point bas en 2012 et elle est

proche de celle des autres systèmes bancaires de la zone euro (cf. graphique 8). Les pertes (EUR 44 mds) enregistrées en 2012 étaient essentiellement imputables à huit entités. Elles étaient notamment liées à la mise en place d'exigences supplémentaires en termes de provisions en Espagne²⁵. Les chiffres publiés par certains grands groupes pour l'année 2017 tendent à démontrer une nouvelle remontée de leur rentabilité financière²⁶ bien qu'elle reste toujours inférieure de moitié aux niveaux annuels d'avant-crise. Plus particulièrement, Santander affiche une rentabilité financière de 7,14% en 2017 (en hausse de 0,15 pp par rapport à 2016), celle de BBVA s'établit à 6,4% (en repli de 0,3 pp par rapport à 2016). Même Bankia affiche une rentabilité financière stable, entre 2016 et 2017, à 6,7%.

Evolution de la rentabilité bancaire dans les principaux pays européens



Graphique 8

Sources : BCE - CBD2, BNP Paribas

Après une période de croissance, les ratios de solvabilité des banques espagnoles enregistrent un repli en 2017

Entre décembre 2008 et décembre 2016, le ratio de *Tier 1* est passé de 8,1% à 13,0%. Toutefois, l'accroissement des ratios de solvabilité des banques espagnoles est amplement imputable à une réduction de leurs expositions risquées, ce qui présente des limites surtout en phase de redémarrage.

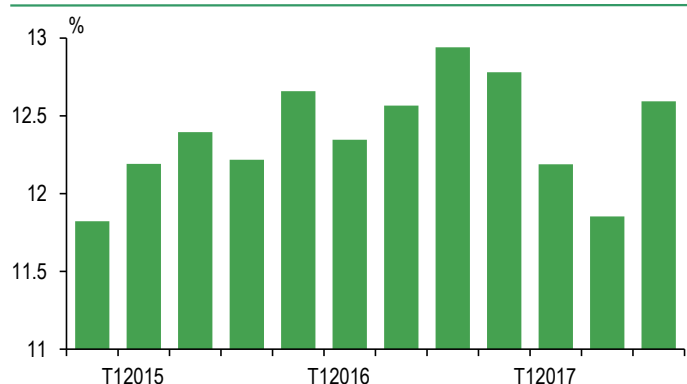
La consolidation et l'assainissement du bilan des banques espagnoles ont exercé une pression continue sur leurs ratios de solvabilité. Ainsi, le ratio d'actions ordinaires et assimilées de T1 (*Common Equity Tier 1* – CET1) *fully loaded* s'est replié à 11,9% en juin 2017, soit un niveau équivalent à celui de décembre 2014 (cf. graphique 9) après une progression jusqu'à 12,9% en septembre 2016. Au T3 2017, le ratio de solvabilité s'est néanmoins redressé à un niveau comparable à celui de 2016 (12,6%). Les plus grands groupes bancaires espagnols ont, pour la plupart, connu une progression de leurs ratios de solvabilité en 2017. Ainsi, même en intégrant Banco Popular, le ratio de CET1 *fully loaded* de Santander a augmenté de 0,29 pp (10,84% en décembre 2017 contre 10,55% en décembre 2016), notamment grâce au succès d'une émission de titres en juillet 2017.

²⁵ Banque d'Espagne (2013), *Rapport de stabilité financière*, mai

²⁶ Autour de 6% sur la base d'une estimation réalisée avec les résultats annuels publiés à ce jour.



Evolution des ratios de fonds propres (CET1) en Espagne



Graphique 9

Sources : BCE - CBD2, BNP Paribas

Banco Sabadell a également connu un renforcement de son ratio de CET1 *fully loaded* de 0,8 pp (12,8% en décembre 2017 contre 12% en décembre 2016). Le ratio de CET1 *fully loaded* de BBVA s'est très légèrement amélioré et s'établissait à 11,1% en 2017 contre 10,9% en 2016. Bankia fait presque figure d'exception puisque suite à l'intégration de Banco Mare Nostrum, l'augmentation de ses actifs pondérés des risques a été supérieure à celle de ses fonds propres, portant son ratio de CET1 *fully loaded* à 12,33% en décembre 2017 contre 13,02% en décembre 2016. Sans BMN, le ratio de solvabilité de Bankia aurait poursuivi sa progression. Au demeurant, le regain d'activité et donc de rentabilité des banques espagnoles est de nature à faciliter leur accumulation de fonds propres, ce qui pourrait soutenir l'augmentation de leurs ratios de solvabilité.

Des résultats mitigés aux tests de résistance

Des incertitudes demeurent quant à la capacité de certaines banques espagnoles à absorber une dégradation marquée de la conjoncture. En effet, la Banque d'Espagne a décidé en 2013 la mise en œuvre de tests de résistance afin d'évaluer la réponse de son système bancaire à des scénarios macroéconomiques (scénario central et scénario défavorable). Le *Forward-looking exercise on Spanish banks* (FLESB) prévoit ainsi l'application d'un modèle défini par le superviseur à l'ensemble des banques espagnoles, afin de suivre l'évolution de leur solvabilité et de leur liquidité en présence de différents chocs.

Les tests de résistance de 2017 reposaient, dans le cadre du scénario défavorable, sur une baisse du PIB espagnol de 1,9% en 2017 et de 3,5% en 2018 ainsi que sur un retour à la croissance en 2019 (+1,4%). Le scénario central impliquait une hausse cumulée sur les trois années de 6,6% du PIB espagnol. Ainsi, le ratio de CET1 *fully loaded* des grandes banques internationalisées, sous la supervision directe du Mécanisme de supervision unique (MSU), se contracterait de 1 pp et s'établirait à 9,8% en 2019, contre une progression de 2,1 pp dans le scénario central. Les autres banques placées sous la supervision directe de la Banque d'Espagne enregistreraient une baisse de leur ratio de CET1 de 2,6 pp dans le scénario défavorable alors qu'il resterait stable à 16,9% dans le scénario central. Les banques sous la supervision directe du MSU mais peu diversifiées internationalement seraient les plus exposées à une dégradation de la conjoncture en

Espagne. Leur ratio de CET1 diminuerait de 4 pp en cas de dégradation sensible de la conjoncture mais, surtout, il passerait en dessous des exigences réglementaires pour cette catégorie de banques et s'établirait à 7,3%.

Conclusion

Le système bancaire espagnol a connu une profonde restructuration après la crise immobilière de 2008/2009. La population d'établissements de crédit a ainsi été divisée de plus de moitié entre 2008 et 2016. Les capacités bancaires, appréciées à l'aune du nombre d'agences bancaires et de celui des collaborateurs bancaires ont diminué de plus de 30%. *A contrario*, les plus grandes banques espagnoles ont renforcé leur implantation étrangère. L'ensemble de ces mesures et la hausse de la marge nette d'intérêt ont contribué à préserver les revenus depuis 2013 en dépit de la réduction des actifs bancaires entamée au début de cette même année. Ces derniers sont ainsi revenus en 2017 à un niveau comparable à celui de 2008.

La rentabilité financière s'est certes redressée au cours des dernières années mais elle demeure inférieure de moitié à celle de 2008. Les ratios de solvabilité des banques espagnoles se sont, en tendance, renforcés. Toutefois, la baisse de ces derniers, fin 2016 et au premier semestre 2017, illustre la persistance de certaines fragilités. Depuis 2013, la rentabilité financière des activités domestiques apparaît sensiblement inférieure à celle des activités à l'étranger. Les groupes bancaires les plus internationalisés tirent donc davantage leur épingle du jeu. Ensuite, l'exposition à l'immobilier demeure importante (54% de l'encours des prêts bancaires au SPNF au T3 2017). A cet égard, la reprise actuelle de l'immobilier en Espagne constitue un facteur de soutien à l'assainissement du bilan des banques. La pérennité de la dynamique du secteur de l'immobilier repose toutefois sur une remontée des taux d'intérêt ni trop lente (pour prévenir tout risque d'emballement), ni trop rapide (risque de rechute). Plus largement, la normalisation progressive de la politique monétaire pourrait soutenir les revenus d'intérêts. Elle pourrait néanmoins représenter un défi pour la qualité des actifs bancaires si elle conduisait à une dégradation trop rapide de la solvabilité des emprunteurs les plus fragiles, ce qui pourrait atténuer le rythme de décroissance des créances douteuses. En l'absence de concrétisation de ces risques, le système bancaire espagnol devrait continuer à cueillir les fruits de ses efforts de restructuration et de consolidation dans le contexte d'une reprise de l'activité que nous jugeons solide²⁷.

Thomas Humblot

thomas.humblot@bnpparibas.com
Achevé de rédiger le 7 mars 2018

²⁷ Cerisier, F., 2018, *Espagne – Fragilité politique, dynamisme économique*, Eco Perspectives



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Argentine

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Amérique latine

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**
Corée, Thaïlande, Philippines, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Inde, Asie du Sud, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



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

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. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document 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 éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle 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 pertes 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 mentionnées 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 12 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 rémunérée 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 desquels 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 engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
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 Prudentiel 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 Prudentiel (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 S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué 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. 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 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 (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). 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.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change