

## ÉTATS-UNIS : LES GSE SONT-ELLES PRÊTES À ÊTRE LIBÉRÉES DE LA TUTELLE DE LA FHFA ?

Céline Choulet

Le marché hypothécaire américain, qui fut l'épicentre de la crise financière de 2007-2008, n'a, pour l'heure, pas été réformé.

Près de la moitié des 10 000 milliards de dollars de prêts à l'habitat sont garantis par l'État fédéral par le biais de deux sociétés privées (GSE), Fannie Mae et Freddie Mac, placées sous la tutelle d'une agence fédérale, la FHFA, depuis leur sauvetage en 2008.

Depuis quelques semaines, les rumeurs selon lesquelles la FHFA chercherait à précipiter la fin de la tutelle des deux agences s'intensifient.

Cette décision risquerait de restreindre l'accès des ménages au crédit hypothécaire en mettant fin prématurément au *GSE Patch*.

L'ampleur colossale des capitaux à mobiliser pour mener à bien cette sortie de la tutelle et les incertitudes, quant aux conditions de maintien de la garantie publique, devraient toutefois retarder cette échéance.

### UN SAUVETAGE INÉLUCTABLE

Les décisions prises au plus fort de la crise financière de 2007-2008 avaient permis de circonscrire le risque systémique posé par les deux grandes agences privées de refinancement hypothécaire, Fannie Mae et Freddie Mac. Au début du mois de septembre 2008, confrontées à de nombreux défauts de paiement, elles avaient été sauvées de la faillite par le Trésor américain et placées sous la tutelle d'une agence fédérale, la *Federal Housing Finance Agency* (FHFA). Le Trésor avait souscrit pour 187,5 milliards de dollars de titres préférentiels seniors des deux agences et s'était porté garant de l'ensemble de leurs engagements <sup>1</sup>.

Depuis cette date, les titrisations <sup>2</sup> (*mortgage-backed securities*, MBS) des deux grandes GSE (*government-sponsored enterprises*) bénéficient de la garantie « effective » de l'État fédéral. Cette garantie protège les investisseurs contre tout risque de défaut de paiement sur les prêts sous-jacents aux MBS des GSE.

Leur placement sous tutelle devait être transitoire. Pourtant, douze ans plus tard, aucune des propositions législatives visant à sceller leur sort à plus long terme et, plus globalement à réformer le financement du marché hypothécaire, n'a abouti. Au fil du temps, les projets de réforme ont certes convergé vers le même constat, à savoir que les garanties publiques étaient indispensables à la liquidité et à la stabilité du marché hypothécaire. La réforme qui se dessine verrait ainsi la mise en place d'un mode de financement hybride organisant un partage des risques entre les sphères publique et privée, selon qu'ils sont jugés « extrêmes » ou non <sup>3</sup>. La liquidité du marché secondaire serait assurée par l'octroi, contre versement d'une commission, d'une garantie publique « explicite » aux titrisations de créances. En parallèle, les dispositifs de transfert du risque de crédit, développés par la FHFA depuis 2013, seraient plus largement déployés. Pour assurer la stabilité du marché, seuls les risques « non extrêmes » seraient cédés à la sphère privée <sup>4</sup>.

Chacun s'accorde à penser que les garants, chargés de structurer les prêts, devraient être dépourvus des principales imperfections dont souffraient les GSE avant la crise : l'aléa moral qui découlait de la garantie implicite dont elles bénéficiaient gratuitement, les contradictions entre leurs objectifs de rentabilité et leurs missions de service public, le niveau très insuffisant de leurs fonds propres au regard de leur exposition aux risques notamment. Le statut des « nouveaux » garants et le sort de Fannie Mae et Freddie Mac au sein de ce nouveau dispositif font, en revanche, débat.

<sup>1</sup> Le Trésor s'est engagé, dans le cadre de l'accord PSPA (*Preferred stock purchase agreements*), à renflouer les GSE dès lors que leur richesse nette deviendrait négative. Compté tenu du soutien apporté jusqu'à présent aux deux GSE, l'enveloppe résiduelle s'élève à 254,1 milliards de dollars.

<sup>2</sup> Emissions de titres adossés à des créances.

<sup>3</sup> Les taux de perte observés lors de la crise financière de 2007-2008 pourraient être considérés comme « extrêmes ».

<sup>4</sup> Pour une analyse du rôle des agences sur le marché secondaire des prêts hypothécaires, des projets de réforme et des dispositifs de transfert du risque de crédit, voir Choulet C., *Le sort de Fannie Mae et Freddie Mac n'est pas scellé*, Eco Conjoncture, mars 2018.

La place prépondérante occupée par les GSE rend, de fait, toute réforme du marché hypothécaire périlleuse. Nous estimons qu'en 2019, Fannie Mae et Freddie Mac détenaient au bilan (sous forme de prêts ou de titres adossés à des prêts) ou garantissaient environ 4 500 milliards de dollars de prêts à l'habitat (conventionnels<sup>5</sup>), soit 43% de l'encours total (graphique 1). Cette estimation est obtenue en additionnant :

1. le stock de titres adossés à des prêts au logement (MBS) émis par Fannie Mae et Freddie Mac et cédés à des tiers,
2. les titres autosouscrits par les GSE (pour éviter toute redondance, les détentions croisées sont exclues),
3. les portefeuilles de prêts et de titrisations d'émetteurs privés achetés par les GSE à des fins d'investissement.

Sont ensuite déduits de cette somme les risques de crédit transférés vers la sphère privée (assureurs, investisseurs) par le biais d'assurances (*Primary Mortgage Insurance, PMI*<sup>6</sup>) ou d'émissions de dette structurée (*Credit Risk Transfer, CRT*<sup>7</sup>, graphique 2). Les données disponibles ne permettent pas encore de mettre à jour cette estimation pour l'année en cours mais suggèrent que cette proportion aurait augmenté. Le stress généré par la pandémie de Covid-19 a en effet provoqué un nouvel assèchement du marché secondaire privé et orienté la demande vers les titrisations garanties (graphiques 3 et 4).

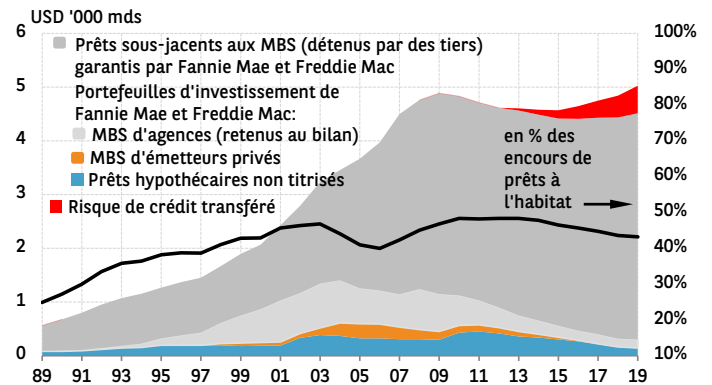
## UNE SORTIE PRÉCIPITÉE DE LA TUTELLE DE LA FHFA EST-ELLE ENVISAGEABLE ?

Depuis quelques semaines, pourtant, les rumeurs autour d'une sortie précipitée des deux agences de la tutelle de la FHFA s'intensifient. Craignant que la nouvelle administration ne retarde encore cette perspective, leur agence de tutelle chercherait, en effet, à négocier cette issue avec le secrétaire au Trésor dans les plus brefs délais, avant le 20 janvier, date de l'investiture de Joe Biden à la Maison blanche. Ce dernier aurait, en effet, laissé entendre que la fin de la tutelle ne figurait pas parmi les priorités de son début de mandat. Cette précipitation pourrait toutefois se heurter à divers écueils.

## FIN DU GSE PATCH

Le premier écueil a trait à une distorsion de concurrence. La loi Dodd Frank de juillet 2010 a contraint les originateurs de prêts hypothécaires à s'assurer de la capacité des emprunteurs à rembourser leur dette<sup>8</sup>. Les prêts qui satisfont des critères d'octroi stricts, dits « prêts qualifiés », ne peuvent être contestés devant aucune cour de justice ni agence fédérale. Sont notamment exclus de cette catégorie les prêts dont la maturité excède 30 ans, dont les conditions de remboursement du principal et des intérêts ne sont pas prudentes (*negative-amortization, interest-only ou balloon-payment*) ou encore lorsque le ratio d'endettement (mensualités/revenus) excède 43%.

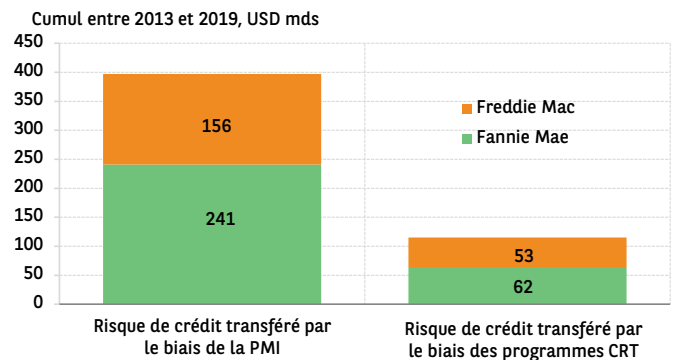
### LES DEUX GSE GARANTISSENT 43% DES ENCOURS DE PRÊTS À L'HABITAT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FHFA, RÉSERVE FÉDÉRALE, CALCULS BNP PARIBAS

### DE 2013 À 2019, LES GSE ONT TRANSFÉRÉ USD 500 MDS DE RISQUES DE CRÉDIT AU MARCHÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCE: FHFA

Les GSE ont bénéficié jusqu'à présent d'un régime dérogatoire moins exigeant. Dès lors qu'ils satisfont certains critères (notamment en matière de frais et commissions d'arrangement), les prêts achetés ou garantis par les deux GSE sont, en effet, *de facto* considérés comme des « prêts qualifiés » indépendamment du ratio d'endettement, une disposition connue sous le nom de « *GSE Patch* »<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> Prêts originés en dehors de tout programme fédéral.

<sup>6</sup> Les emprunteurs, dont l'apport personnel est inférieur à 20% de la valeur du logement financé, doivent souscrire une assurance privée. Ce type d'assurance réduit l'exposition des GSE au risque de crédit mais les expose à un risque de contrepartie élevé.

<sup>7</sup> L'émission de dette structurée est le principal vecteur de partage des risques mis en place dans le cadre des programmes CRT. Les titres émis sont des obligations non garanties et non sécurisées à taux variable. Les émissions sont relativement rares mais adossées à des portefeuilles généralement larges. Ces transactions, assimilables à des titrisations, n'exposent les GSE à aucun risque de contrepartie. Toute perte de crédit sur le portefeuille de référence réduit l'encours de dette associé, et donc le montant dû aux investisseurs.

<sup>8</sup> CFPB, *Ability-to-Repay and Qualified Mortgage Standards Under the Truth in Lending Act (Regulation Z)*, Final rule, janvier 2013, <https://www.federalregister.gov/documents/2013/01/30/2013-00736/ability-to-repay-and-qualified-mortgage-standards-under-the-truth-in-lending-act-regulation-z>.

<sup>9</sup> Les GSE imposent en sus certains critères de taille et de qualité aux prêts qu'elles acquièrent.



Le 26 octobre dernier<sup>10</sup>, le Bureau de protection des consommateurs (CFPB) a, en outre, différé la suppression de celui-ci (initialement prévue le 10 janvier 2021) à la date d'entrée en vigueur de la nouvelle définition des « prêts qualifiés » (en préparation depuis quelques mois<sup>11</sup>) ou, si elle intervenait plus tôt, à la fin de la tutelle qui s'applique aux deux GSE.

Mettre fin à la tutelle de Fannie Mae et Freddie Mac précipiterait la fin du *GSE Patch* et, en l'absence d'une définition finalisée des « prêts qualifiés », risquerait de restreindre ou de renchérir l'accès aux prêts hypothécaires pour près d'un tiers des emprunteurs dont la créance est garantie par les GSE<sup>12</sup>.

## DES CAPITAUX COLOSSAUX À MOBILISER

Le deuxième écueil a trait à l'ampleur colossale des capitaux à mobiliser pour mener à bien cette sortie de la tutelle. Le 18 novembre, la FHFA a finalisé le nouveau cadre prudentiel applicable à Fannie Mae et Freddie Mac<sup>13</sup>. Celui-ci prévoit l'instauration d'exigences de fonds propres pondérés des risques, de coussins de fonds propres et de contraintes de levier, globalement comparables aux exigences de solvabilité imposées aux banques. Sur la base des bilans à la fin juin 2020, la FHFA estime que le montant exigé de fonds propres Common Equity Tier 1 agrégés des deux GSE s'éleverait à 207 milliards de dollars, à 265 milliards de dollars en termes de capital Tier 1 et à 283 milliards de dollars en termes de fonds propres réglementaires totaux. Les GSE devront communiquer leurs ratios de fonds propres à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2022 mais les exigences ne deviendront contraignantes qu'à leur sortie de la tutelle de la FHFA, voire plus tardivement par la voie d'un *consent order*. Certes, la finalisation de ce cadre prudentiel renforcé est de nature à donner des gages de stabilité au marché hypothécaire ; c'est un pas important dans le processus de réforme du marché hypothécaire et vers la fin de la tutelle de Fannie Mae et Freddie Mac<sup>14</sup>.

Toutefois, si après avoir accusé de lourdes pertes de 2008 à 2011 (plus de 250 milliards de dollars en cumul), les GSE ont depuis 2012 renoué avec les bénéfices, elles ont transféré au Trésor (au moins jusqu'à la mi-2019) l'essentiel de la richesse nette créée sous forme de dividendes. À la fin septembre 2020, ces versements avaient atteint, en cumul, 301 milliards de dollars (graphique 5). Certes, depuis le second semestre 2019, Fannie Mae et Freddie Mac n'ont pas versé de dividendes au Trésor. La modification des termes de l'accord PSPA (*Preferred stock purchase agreements*) convenue avec le Trésor en septembre 2019<sup>15</sup> leur permet en effet de conserver, respectivement, 25 et 20 milliards de dollars de la richesse nette trimestrielle créée (contre 3 milliards de dollars sous le précédent accord de décembre 2017), soit l'intégralité de celle-ci au cours des cinq derniers trimestres. Si la probable reconduction de cet accord aidera à la reconstitution de leur base de fonds propres, leur remise à flot complète nécessitera néanmoins un volume de capitaux colossal.

<sup>10</sup> CFPB, *Qualified Mortgage Definition Under the Truth in Lending Act (Regulation Z): Extension of Sunset Date*, Final rule, octobre 2020, <https://www.federalregister.gov/documents/2020/10/26/2020-23540/qualified-mortgage-definition-under-the-truth-in-lending-act-regulation-z-extension-of-sunset-date>

<sup>11</sup> Le CFPB souhaiterait remplacer la limite d'endettement par une contrainte sur la facturation des prêts. Seraient exclus de la définition des "prêts qualifiés", les prêts assortis d'un taux d'intérêt excédant de 2 points de pourcentage le taux moyen des prêts de bonne qualité (prime) pratiqués pour des opérations de financement comparables.

<sup>12</sup> Sur la base des données à fin 2018, le CFPB a estimé que 16% des prêts résidentiels n'auraient pu être originés en l'absence du *GSE Patch* (soit 31% des 52% de prêts résidentiels détenus ou garantis par les GSE).

<sup>13</sup> FHFA et HUD, *Enterprise Regulatory Capital Framework*, Final rule, novembre 2020, <https://www.fhfa.gov/Media/PublicAffairs/Pages/FHFA-Announces-Final-Capital-Rule-for-the-Enterprises.aspx>

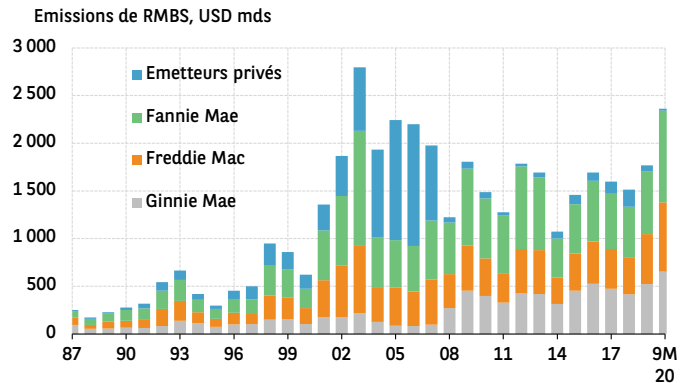
<sup>14</sup> Avant leur placement sous tutelle, les deux GSE étaient soumises à une norme de levier très peu sévère. Leur capital devait couvrir au moins 0,45% des encours de prêts hypothécaires utilisés comme sous-jacents des GSE MBS détenus par des tiers, 0,45% des engagements de hors bilan et 2,5% des autres actifs bilanciaux. Depuis leur placement sous tutelle, les GSE sont tenues de communiquer les montants de fonds propres minimum requis même si ces exigences ne sont plus contraignantes. En septembre 2020, leur déficit en fonds propres réglementaires s'élevait à près de 210 milliards de dollars (160 milliards de fonds propres durs négatifs + 50 milliards de besoins en fonds propres réglementaires).

<sup>15</sup> <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm786>

En contrepartie, la valeur liquidative du stock de titres préférentiels de Fannie Mae et Freddie Mac, souscrits par le Trésor, devait progressivement s'accroître de, respectivement, 22 et 17 milliards de dollars.

<sup>16</sup> Dans les états financiers des GSE, la valeur comptable du stock de titres préférentiels souscrits par le Trésor est incluse dans les fonds propres comptables.

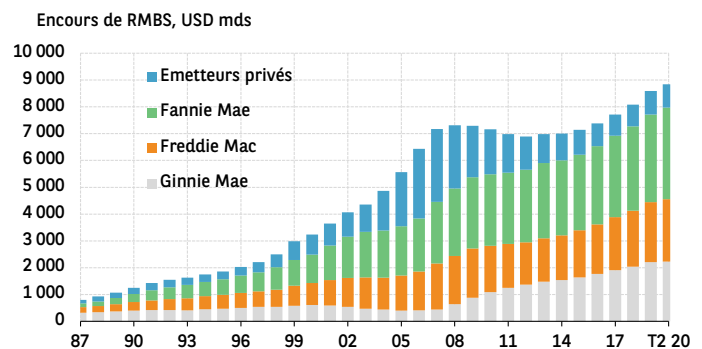
### LES GSE ONT RÉALISÉ 71% DES ÉMISSIONS TOTALES DE RMBS SUR LES NEUF PREMIERS MOIS DE 2020



GRAPHIQUE 3

SOURCE: SIFMA, FNMA, FHLMC, GNMA

### LES GSE RMBS REPRÉSENTAIENT 65% DES ENCOURS TOTAUX DE RMBS À LA FIN JUIN 2020



GRAPHIQUE 4

SOURCES : SIFMA, FNMA, FHLMC, GNMA

À la fin septembre, les GSE affichaient des fonds propres comptables agrégés de 34,6 milliards de dollars mais accusaient à la même date des fonds propres durs négatifs de plus de 160 milliards de dollars<sup>16</sup>. L'ampleur de ce déficit n'a pas été évoquée lors de la finalisation des exigences de fonds propres des deux GSE. Elle rendra pourtant plus délicate leur mise en œuvre.

Après prise en compte des besoins en fonds propres réglementaires, près de 450 milliards de dollars de capitaux devraient donc être mobilisés pour recapitaliser Fannie Mae et Freddie Mac. À défaut d'un appel au marché, cela équivaudrait à la mise en réserve de dix-huit années de bénéfices nets agrégés de 25 milliards de dollars (et la suspension des versements de dividendes au Trésor).

## QUID DE LA GARANTIE EFFECTIVE?

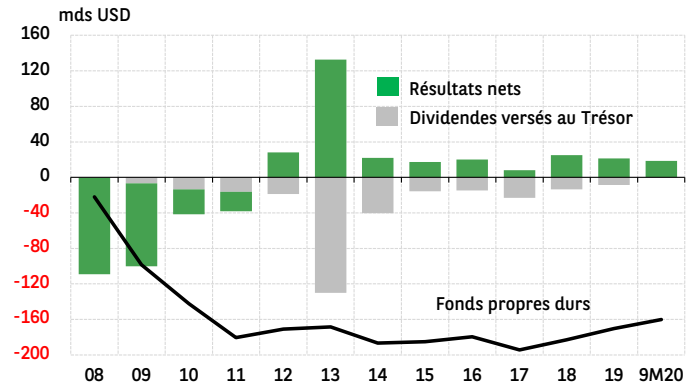
Le troisième écueil a trait à la nature de la garantie publique dont bénéficient les titrisations des GSE. Cette garantie dite « effective » est en effet conditionnée au maintien sous tutelle de Fannie Mae et Freddie Mac. À défaut d'un acte législatif, une fois qu'elles seront affranchies de la tutelle de la FHFA, les deux agences ne seront plus (officiellement) sous la protection du Trésor et leurs titrisations ne bénéficieront plus de la garantie publique. Les investisseurs en GSE MBS (au moins ceux nouvellement émis) ne seront plus couverts contre les risques de défaut de paiement (du principal ou des intérêts) sur les prêts sous-jacents. Seul le Congrès serait alors en mesure d'accorder aux MBS émis par les GSE la garantie explicite, par nature inconditionnelle, pleine et entière de l'État fédéral, la même garantie que celle accordée aux MBS émis sous le label Ginnie Mae (la seule agence de refinancement hypothécaire entièrement détenue par l'État fédéral, *government-owned enterprise*).

Précipiter la fin de la tutelle sans que les conditions légales de maintien de la garantie publique, pour les nouvelles titrisations comme pour le stock de titres précédemment émis, n'aient été définies préalablement risquerait de déstabiliser le financement du marché hypothécaire. La confiance des investisseurs, pourtant indispensable à la recapitalisation de Fannie Mae et Freddie Mac, pourrait de surcroît être mise à mal. Enfin, l'abolition de la garantie effective, dont bénéficient pour l'heure les MBS des GSE, serait également dommageable à un grand nombre d'investisseurs en raison de l'usage répandu de ces titres comme collatéraux sur les marchés de refinancement à court terme (repo) et de leur traitement réglementaire avantageux<sup>17</sup>.

Céline Choulet

[celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

### FANNIE MAE ET FREDDIE MAC : DES FONDS PROPRES DURS NÉGATIFS DE PLUS DE USD 160 MDS



GRAPHIQUE 5

SOURCE : FNMA, FHLMC

<sup>17</sup> Dans la réglementation bancaire notamment, les MBS des GSE sont affectés d'une faible pondération en risque et reconnus comme des actifs liquides de haute qualité (de niveau 2A) pour le calcul des ratios de solvabilité et de liquidité.

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



## 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



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 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 rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement 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 Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

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

Etats-Unis : le présent document est distribué 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

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

[voir le site des études économiques](#)

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



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 :

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change