

« PRÊTEURS D'AVANT-DERNIER RESSORT » : UN HABIT TAILLÉ TROP GRAND POUR LES *FEDERAL HOME LOAN BANKS* ?

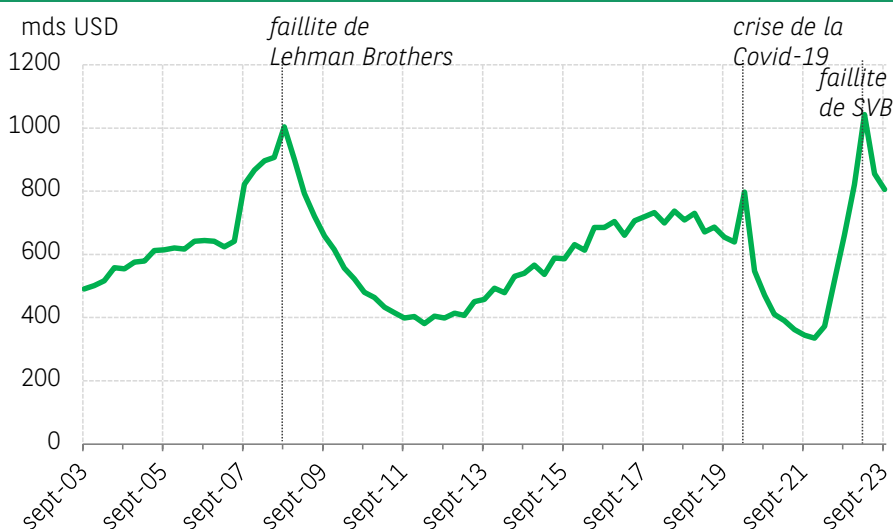
Céline Choulet

En marge des questions relatives à la réglementation et à la supervision bancaires, le rôle joué par les *Federal Home Loan Banks* (FHLB) en amont de la ruée bancaire du printemps 2023 est âprement discuté.

Désireux de corriger les distorsions associées à leur statut et de recentrer les FHLB sur leur mission première, leur régulateur, la Federal Housing Finance Agency (FHFA), a proposé plusieurs pistes de réforme.

Entraver la capacité des FHLB à soutenir la liquidité des banques pourrait toutefois avoir des effets importants sur les marchés monétaires et accroître structurellement les besoins des banques en monnaie centrale.

« ADVANCES » DES FHLB : UN TRIPLEMENT ENTRE MARS 2022 ET MARS 2023



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, BNP PARIBAS

Les FHLB forment un réseau de 11 coopératives de crédit privées. Elles ont été créées dans le cadre du *Federal Home Loan Bank Act* de 1932 au lendemain de la Grande Dépression. Leur principale mission consiste à soutenir le financement du marché immobilier résidentiel par le biais de prêts sécurisés (ou « *advances* »), à taux modérés, aux établissements membres de leur réseau (banques commerciales, coopératives de crédit, caisses d'épargne, compagnies d'assurance).

Leur utilité comme vecteur de soutien à la liquidité des banques (en particulier pour celles de taille modeste n'ayant pas, ou peu, d'accès aux marchés de capitaux) n'est pas remise en cause. La FHFA déplore toutefois que les FHLB aient endossé, en amont de la ruée bancaire de mars 2023 comme à l'orée de la grande crise financière de 2008, un habit taillé bien trop grand pour elles, celui de « prêteur d'avant-dernier ressort » (Ashcraft, Bech et Frame, 2008¹). Le triplement des *advances* entre mars 2022 et mars 2023 (graphique 1) aurait ainsi partiellement bénéficié à des banques quasi-illiquides et parfois très éloignées du marché hypothécaire. La FHFA a proposé plusieurs pistes de réforme² visant notamment à recentrer les FHLB sur leur mission première, à mieux évaluer la situation financière de leurs emprunteurs ou encore à limiter leurs appels au marché.

¹ The Federal Home Loan Bank System: The Lender of Next-to-Last Resort? - Federal Reserve Bank of New York - FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (newyorkfed.org)

² FHLBank System at 100: Focusing on the Future (fhfa.gov)

DE PROFONDES TRANSFORMATIONS DANS LE MODE DE FINANCEMENT DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE

Afin de s'assurer que les *advances* servent les missions des FHLB, la FHFA prévoit de durcir les critères d'éligibilité au réseau en imposant aux établissements de crédit de consacrer au moins 10% de leur bilan à des prêts à l'immobilier résidentiel ou à des actifs servant des missions équivalentes (et non plus uniquement au moment de l'entrée dans le réseau). L'ambition de la FHFA est d'exclure du réseau des membres tels que Silvergate Bank³.

Au regard des spécificités du mode de financement de l'immobilier résidentiel américain et du poids des garanties fédérales sur ce marché, la pertinence de la mission première des FHLB peut toutefois poser question. D'abord car 60% des prêts au logement sont originés par des sociétés de crédit hypothécaire qui n'ont pas le statut d'institutions de dépôts et ne sont donc pas éligibles au réseau des FHLB. Ensuite, car la titrisation de créances, largement répandue aux États-Unis grâce aux garanties publiques déployées, sert déjà d'instrument de refinancement. On estime ainsi qu'environ 70% de l'encours de prêts résidentiels sont titrisés, majoritairement par le biais d'une agence fédérale (Fannie Mae, Freddie Mac ou Ginnie Mae). Les institutions de dépôts américaines ne portent, quant à elles, qu'un quart des prêts au logement à leur bilan.

UN ALÉA MORAL NÉFASTE À LA DISCIPLINE DE MARCHÉ

Il est reproché aux FHLB d'avoir, en 2022 comme en 2007, maintenu à flot des banques en grande difficulté financière, d'avoir ensuite empêché la Réserve fédérale (Fed) de jouer pleinement son rôle de prêteur en dernier ressort et, *in fine*, d'avoir alourdi le coût des faillites bancaires.

De fait, les prêts garantis que les FHLB octroient à leurs membres sont non seulement sur-collatéralisés (la valeur des actifs apportés en collatéral excède largement le montant de l'*advance*) mais bénéficient, de surcroît, d'un rang de remboursement supérieur à celui de toute autre créance (« *blanket lien* »)⁴. L'aléa moral qui en découle les désincite à s'assurer de la bonne santé de leurs emprunteurs puisqu'en cas de faillite de l'un d'entre eux, elles sont intégralement remboursées. Il expose en revanche l'agence fédérale de garantie des dépôts (FDIC) à des coûts accrus en cas de mise en résolution d'une banque. Certains déplorent que ce manque de précaution ait pu encourager certaines banques emprunteuses à une prise de risque excessive, retarder la révélation, dès 2022, des difficultés de refinancement de certaines banques et, en mars 2023, empêcher la mise en place d'un prêt d'urgence de la Fed qui aurait permis de procéder à une résolution plus ordonnée. A défaut de modifier les caractéristiques intrinsèques des *advances*, la FHFA recommande aux FHLB de collaborer plus étroitement avec les superviseurs bancaires afin de mieux évaluer la situation financière de leurs emprunteurs.

³ La banque, qui respectait les critères d'éligibilité à son entrée dans le réseau de la FHLB de San Francisco en 1997, s'est progressivement spécialisée dans les cryptoactifs à partir de 2013, de sorte qu'au moment de sa faillite, le 8 mars 2023, le seul lien, tenu, avec le financement du logement résidait dans la détention de titres adossés à des prêts hypothécaires (MBS) d'agences.

⁴ Ce privilège est pris en compte dans la réglementation bancaire, notamment dans le cadre des règles de liquidité. Un actif ne doit pas, en effet, être grevé pour être éligible à la liste des actifs liquides de haute qualité (HQLA). Il doit être exempt de restrictions juridiques, réglementaires, contractuelles ou autres, limitant l'aptitude de la banque à monétiser ledit actif (le vendre ou le transférer). L'actif ne doit pas être immobilisé, explicitement ou implicitement, comme garantie, sûreté ou rehaussement de crédit pour une transaction. Toutefois, tout actif répondant aux critères de liquidité et de qualité, qui a été présenté à l'avance, déposé, ou donné en garantie à une banque centrale ou à une *Government-Sponsored Enterprise*, mais n'a pas été utilisé pour mobiliser des liquidités peut être inclus dans l'encours d'HQLA. La règle LCR américaine précise que cette exception vise, en particulier, à intégrer les actifs couverts par un "privilège général" (« *blanket lien* ») d'une FHLB à la liste des HQLA éligibles.

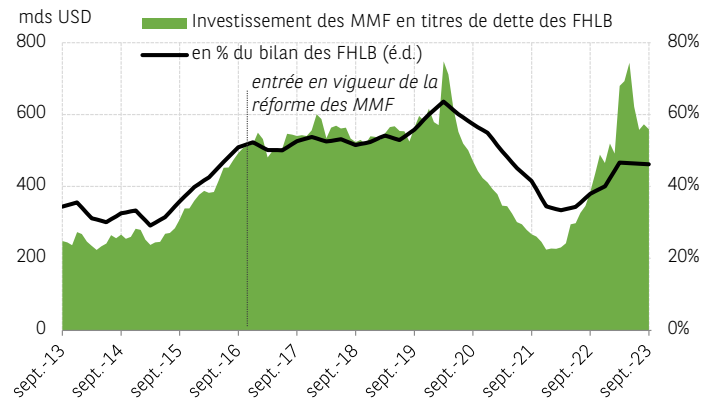
⁵ En pratique, c'est l'Office of Finance qui émet des instruments de dette pour le compte des FHLB.

⁶ Dans le cadre des exigences de fonds propres, les titres de créance et MBS émis par les GSE (hors titres préférentiels) sont affectés d'une faible pondération en risque (15%) et, dans le cadre des exigences de liquidité, comptabilisés dans la gamme des actifs liquides de niveau 2A (une décote de 15% leur est appliquée).

⁷ L'appétit des fonds monétaires pour les titres de dette des FHLB soutient d'autant plus la liquidité des banques qu'il permet d'atténuer l'effet des fuites de dépôts. En mars-avril 2023, certains déposants ont massivement retiré le cash déposé auprès des banques pour l'investir en parts de fonds monétaires. Grâce à ces entrées de ressources, ces derniers ont investi en titres de dette des FHLB, lesquelles ont pu accroître leurs prêts sécurisés aux banques.

⁸ Bien qu'ils soient très largement adossés à des collatéraux illiquides (pour plus de 80% à des prêts hypothécaires), les prêts sécurisés des FHLB sont assortis, dans le cadre des règles de liquidité, d'une hypothèse de non-renouvellement faible (25% lorsque leur maturité résiduelle n'excède pas 30 jours, 0% dans le cas contraire) en raison de la « qualité » de la contrepartie.

LES FONDS MONÉTAIRES FINANCENT EN MOYENNE 46% DU BILAN DES FHLB DEPUIS 2016



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH, BNP PARIBAS

LES FHLB, EN SOUTIEN DES RATIOS DE LIQUIDITÉ BANCAIRES

Le traitement très favorable que la réglementation bancaire accorde aux titres de dette émis par les FHLB et aux prêts sécurisés qu'elles accordent leur confère de facto un rôle unique parmi les acteurs privés et incite les banques à y faire appel.

Les FHLB partagent en effet le même statut que Fannie Mae et Freddie Mac, les deux grandes agences de refinancement hypothécaire (*Government-Sponsored Enterprise*, GSE). Elles bénéficient à ce titre de la garantie effective du Trésor américain (depuis le placement sous tutelle des deux grandes GSE en 2008). Cette garantie leur offre plusieurs avantages. D'abord, elle leur permet de se financer à des taux modérés, proches des taux d'emprunt de l'État fédéral. Elle leur assure, ensuite, une large base d'investisseurs puisque les régulateurs considèrent les titres de dette que les FHLB émettent⁵, d'une part, comme des actifs liquides de haute qualité (HQLA) dans le cadre des règles de liquidité bâloises imposées aux banques⁶ et, d'autre part, éligibles aux achats des fonds monétaires spécialisés dans la dette publique (*government money market funds*)⁷. Le gonflement de leurs ressources (et donc des *advances*) a ainsi largement coïncidé avec la réforme des fonds monétaires de 2014 (graphique 2) et l'introduction de la norme de liquidité bâloise Liquidity Coverage Ratio (LCR) aux États-Unis en 2015. Enfin, en vertu de cette garantie, les régulateurs bancaires considèrent les prêts garantis que les *Federal Home Loan Banks* accordent aux banques comme des financements stables⁸.



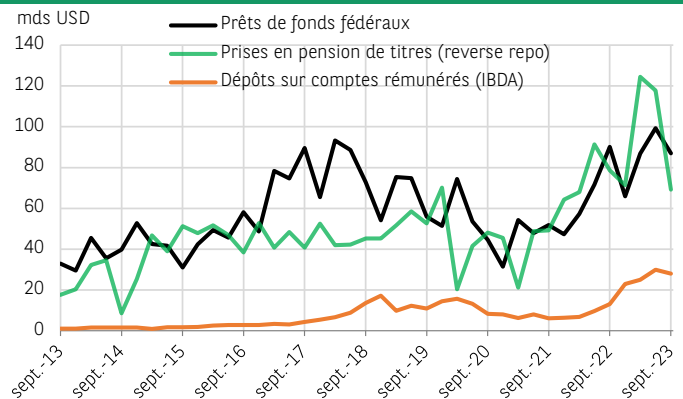
LA STIGMATISATION ASSOCIÉE AUX GUICHETS D'URGENCE DE LA FED

La FHFA entend établir une distinction claire entre le rôle des FHLB qui, par le biais de leurs prêts garantis, répondent aux besoins de financement des banques « à travers le cycle » et celui de la Fed qui peut fournir un financement d'urgence aux institutions financières confrontées à un besoin immédiat et important de liquidités. En pratique, les liquidités fournies ne sont pas de même nature. La banque centrale crée de la monnaie centrale *ex nihilo* qu'elle prête aux banques tandis que les FHLB, via les *advances*, prêtent les ressources (la monnaie secondaire) qu'elles lèvent sur les marchés. Or, la capacité des investisseurs à absorber leurs émissions sur une courte période de temps est limitée, en particulier lorsqu'elles sont volumineuses et qu'elles interviennent en fin de journée lorsque les marchés de dette se ferment⁹. La FHFA recommande aux FHLB, d'une part, de s'assurer que leurs principaux emprunteurs ont pris les dispositions nécessaires pour utiliser la fenêtre d'escompte de la Fed en cas d'urgence et, d'autre part, de nouer des accords avec les Réserves fédérales régionales afin de permettre un transfert rapide des collatéraux pré-positionnés¹⁰. Comme les enquêtes et les épisodes de stress l'ont révélé, la stigmatisation associée aux guichets d'urgence de la Fed décourage toutefois largement les plus grandes banques à y faire appel, de sorte que les *advances* des FHLB apparaissent comme une alternative, certes imparfaite, mais opportune.

RESTREINDRE LA CAPACITÉ DES FHLB À OFFRIR DES PRÊTS SÉCURISÉS AUX BANQUES POURRAIT AFFECTER LES MARCHÉS MONÉTAIRES

La FHFA impose aux FHLB de détenir suffisamment d'actifs liquides pour assurer le renouvellement des prêts sécurisés octroyés même en cas de meture des marchés de dette, pendant une période définie (entre 10 et 30 jours). Ces avoirs peuvent être déposés sur des comptes rémunérés auprès des banques (IBDA), prêtés, au jour le jour, sur les marchés non garantis (marché des fonds fédéraux) ou garantis (marché de mises en pension) ou encore investis en *Treasuries* notamment (graphique 3). Or, l'encours global des avoirs liquides des FHLB dépend étroitement du volume de dette levée sur les marchés par les FHLB (graphique 4). Dès lors, restreindre l'accès des banques aux prêts garantis des FHLB (critères plus stricts, limites posées aux émissions de dette) aurait pour effet de réduire les levées de dette des FHLB et, plus généralement, les autres modalités de refinancement offertes par les FHLB aux banques (dépôts et prêts hors *advances*).

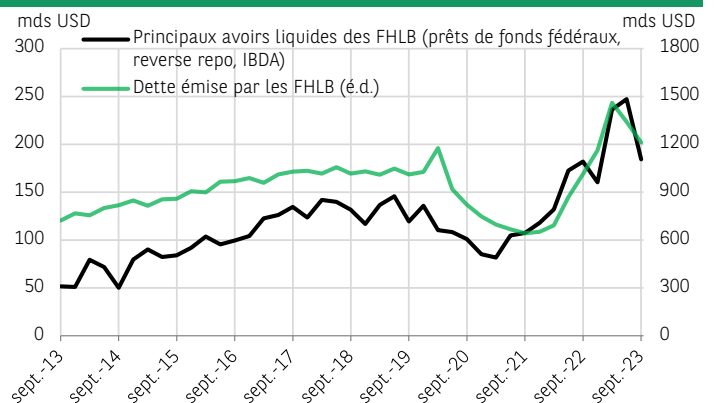
LES AUTRES CANAUX DE SOUTIEN À LA LIQUIDITÉ BANCAIRE DES FHLB



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, BNP PARIBAS

L'ENCOURS DES AVOIRS LIQUIDES DES FHLB DÉPEND ÉTROITEMENT DU VOLUME DE DETTE LEVÉE SUR LES MARCHÉS



GRAPHIQUE 4

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, BNP PARIBAS

ASSÉCHER LE MARCHÉ DES FONDS FÉDÉRAUX

L'effet pourrait être particulièrement perceptible sur le marché des fonds fédéraux. Certes, depuis 2008, pour diverses raisons, les volumes échangés sur ce marché sont relativement modestes¹¹. Les FHLB y occupent toutefois une place prépondérante en qualité de prêteurs (graphique 5). Si les succursales américaines de banques étrangères constituent traditionnellement les principaux emprunteurs (graphique 6)¹², les banques américaines ont tendance à y recourir plus largement lorsque la monnaie centrale se raréfie.

⁹ Le 9 mars 2023, la volumineuse (USD 20 mds) et tardive (en milieu de journée) demande de prêt sécurisé de la Silicon Valley Bank auprès de la FHLB de San Francisco n'avait pas pu être satisfaite dans les temps requis.

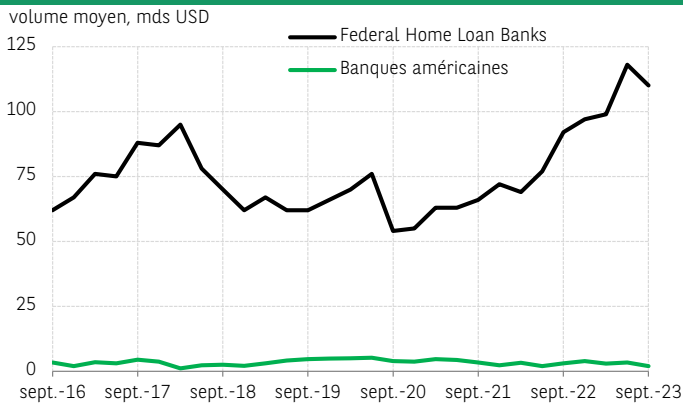
¹⁰ La Silicon Valley Bank, par exemple, n'avait pas pré-positionné suffisamment de collatéral auprès de la Réserve fédérale de San Francisco et n'avait pas adhéré à la facilité de prises en pension de titres (SRF) de la Fed. Au moment de la ruée bancaire du 9 mars 2023, elle n'a pas été en mesure de libérer et transférer rapidement vers la Fed de San Francisco le collatéral qu'elle avait placé en garantie auprès de la FHLB de San Francisco ou en conservation auprès de Bank of New York Mellon. Elle n'a ainsi pas été en mesure de solliciter un prêt d'urgence.

¹¹ En moyenne, chaque jour, entre USD 150 et 175 milliards étaient échangés sur le marché des fonds fédéraux avant 2008, entre USD 60 et 80 milliards au cours des années 2010-2020 et environ USD 110 milliards courant 2023.

¹² Tant que les réserves en banque centrale demeurent abondantes, les banques américaines n'ont que peu d'intérêt à emprunter ou prêter des fonds fédéraux (commission versée à la FDIC, exigence de levier, pénalité associée aux dettes interbancaires pour le calcul du LCR, taux de rémunération des réserves supérieur au taux effectif des fonds fédéraux). Les FHLB sont en revanche incitées à prêter sur ce marché (leur compte auprès de la Fed n'est pas rémunéré, les prêts de fonds fédéraux constituent des actifs liquides nécessaires au respect de leurs contraintes réglementaires et à l'offre d'*advances*) et les succursales américaines de banques étrangères à y emprunter (accès à un refinancement en dollar, attrait de la rémunération offerte par la Fed sur les réserves, pas de commission à verser à la FDIC).



LES PRÊTEURS SUR LE MARCHÉ DES FONDS FÉDÉRAUX



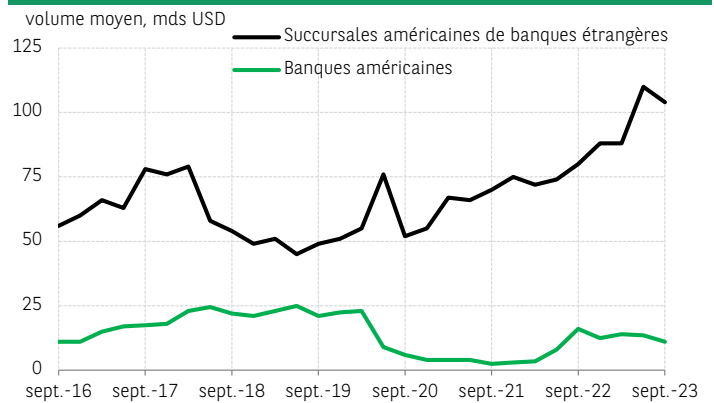
GRAPHIQUE 5

SOURCES : FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, BNP PARIBAS

Ce fut le cas, en particulier, des banques régionales à la fin 2018 (premières manifestations des tensions provoquées par le resserrement quantitatif de la Fed engagé en novembre 2017). D'ailleurs, d'après l'enquête de novembre 2022 de la Fed auprès des trésoriers de banques¹³, plus de 70% des banques américaines interrogées (et près de 90% des succursales de banques étrangères) jugeaient probable, voire très probable, un emprunt sur le marché des fonds fédéraux pour reconstituer ou maintenir au niveau désiré leur matelas de réserves en banque centrale¹⁴. Contrarier l'offre de fonds fédéraux des FHLB assècherait non seulement le marché mais dégraderait de surcroît la pertinence (déjà assez faible) du taux effectif des fonds fédéraux comme indicateur de la transmission de la politique monétaire.

Les prêts de fonds fédéraux des FHLB devraient en outre être pénalisés par l'ambition de la FHFA de relever les limites d'exposition par contrepartie appliquées aux comptes de dépôts des FHLB au même niveau que celles fixées pour les prêts de fonds fédéraux. Cette harmonisation pourrait conduire les FHLB à privilégier les dépôts, mieux rémunérés (graphique 7), et se traduire ainsi par un renchérissement des ressources bancaires. Point positif, cette évolution pourrait aider les très grandes banques américaines à satisfaire leurs exigences de liquidité spécifiques¹⁵. La rapidité avec laquelle les dépôts des FHLB se sont constitués courant 2018 puis courant 2022 (graphique 3) et la rémunération offerte en contrepartie (qui a pu excéder celle des réserves des banques auprès de la Fed IORB, graphique 8) laissent en effet imaginer qu'ils améliorent, contrairement aux financements de gros, les positions de liquidité intra-journalières et quotidiennes des plus grandes banques. Leur gonflement aux mois de décembre 2018 et 2023 à la veille de deux épisodes de tension intense sur la liquidité (septembre 2019 et mars 2023), bien que de natures différentes, suggère, en outre, qu'ils constituent des indicateurs avancés pertinents.

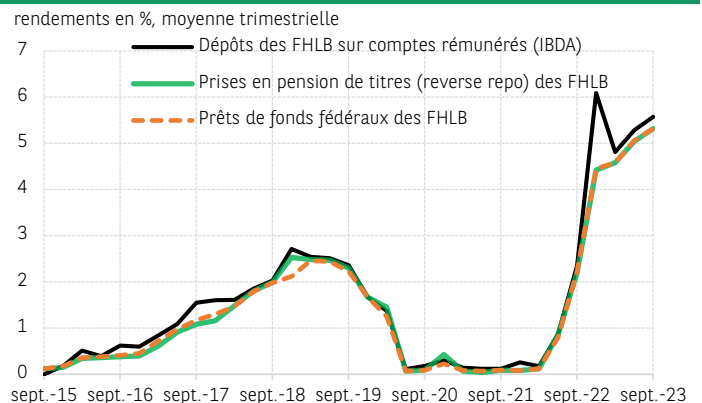
LES PRINCIPAUX EMPRUNTEURS SUR LE MARCHÉ DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 6

SOURCES : FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, BNP PARIBAS

DES DÉPÔTS MIEUX RÉMUNÉRÉS QUE LES PRÊTS DE FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 7

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, BNP PARIBAS

AUGMENTER STRUCTURELLEMENT LA DEMANDE DE RÉSERVES EN BANQUE CENTRALE

Certes, certaines propositions de réforme nécessiteront probablement un vote du Congrès, que les échéances électorales de cet automne pourraient décaler dans le temps. Pour autant, l'anticipation d'une moindre disponibilité des prêts garantis des FHLB risque d'inciter les banques à accroître, par précaution, leur demande structurelle de réserves en banque centrale et, donc, de contrarier le programme de réduction du bilan de la Réserve fédérale. La demande de monnaie centrale des banques est certes principalement déterminée par les exigences relatives aux stress tests de liquidité et par les besoins liés aux règlements et paiements anticipés.

¹³ The Fed - November 2022 Senior Financial Officer Survey ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov))

¹⁴ L'élargissement probable du périmètre d'application des exigences de liquidité imposées pour l'heure aux seules grandes banques américaines pourrait en outre accroître structurellement les besoins agrégés en monnaie centrale.

¹⁵ Celle relative aux plans de résolution des G-SIB suppose notamment de minimiser les mismatch de maturité sur une base, non pas quotidienne, mais intrajournalière. Pour satisfaire cette contrainte, les régulateurs recommandent aux G-SIB de détenir un volume d'actifs liquides équivalent au pic intra-journalier des sorties nettes de trésorerie théoriques. Or, l'emprunt de fonds fédéraux n'est pas adapté pour répondre à ce type d'exigence. Sur le marché des fonds fédéraux, les prêts sont *overnight*. Les fonds empruntés sont généralement remboursés le matin (vers 5h30-6h00 du matin, heure de New York) et les emprunts reconduits à midi. Bien que la liquidité échappe ainsi pour quelques heures aux banques, l'emprunt de fonds fédéraux permet d'améliorer les ratios LCR, puisque ces derniers sont calculés en fin de journée. Ce type d'emprunt ne permet pas en revanche de satisfaire aux besoins de liquidité intrajournaliers des plus grandes banques.



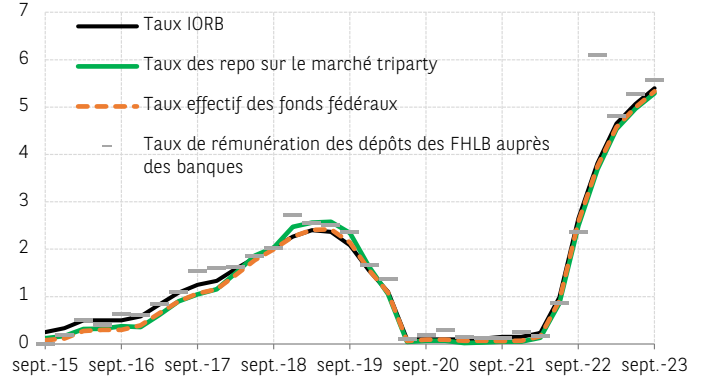
Toutefois, d'après l'enquête de mai 2023 de la Fed¹⁶, plus de 57% des banques américaines considéraient leur capacité à mobiliser des actifs non HQLA pour se fournir en liquidités (i.e. la disponibilité des *advances*) comme un facteur important, voire très important, du niveau minimum de réserves désiré (niveau en-deçà duquel elles envisageraient de prendre des mesures correctrices). En comparaison, seules 26% des banques interrogées jugeaient l'accès à la fenêtre d'escompte ou à la facilité de mises en pension de la Fed comme un facteur important ou très important. Plus de 90% des banques américaines interrogées (et 100% des succursales de banques étrangères) considéraient, par ailleurs, comme probable, voire très probable, de solliciter des *advances* pour reconstituer ou maintenir au niveau désiré leur matelas de réserves en banque centrale alors que 74% des banques jugeaient le recours à la fenêtre d'escompte comme très improbable.

Céline Choulet

celine.choulet@bnpparibas.com

LES DÉPÔTS DES FHLB, INDICATEURS AVANCÉS DE TENSION SUR LA LIQUIDITÉ

taux en %, moyenne trimestrielle



GRAPHIQUE 8

SOURCES : FHLB OFFICE OF FINANCE, BNP PARIBAS

¹⁶ The Fed - May 2023 Senior Financial Officer Survey Results ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov))

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Adjointe au chef économiste - Responsable – États-Unis

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab

Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable

+33 1 58 16 73 32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@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

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11

marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@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

Cynthia Kalasopatan Antoine

Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé

Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18

lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59

mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

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 desquelles il a été élaboré.

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.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>. Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant : https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2023). 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 : group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder

