

ROYAUME-UNI : LES MESURES DE SOUTIEN AU FINANCEMENT BANCAIRE DES ENTREPRISES

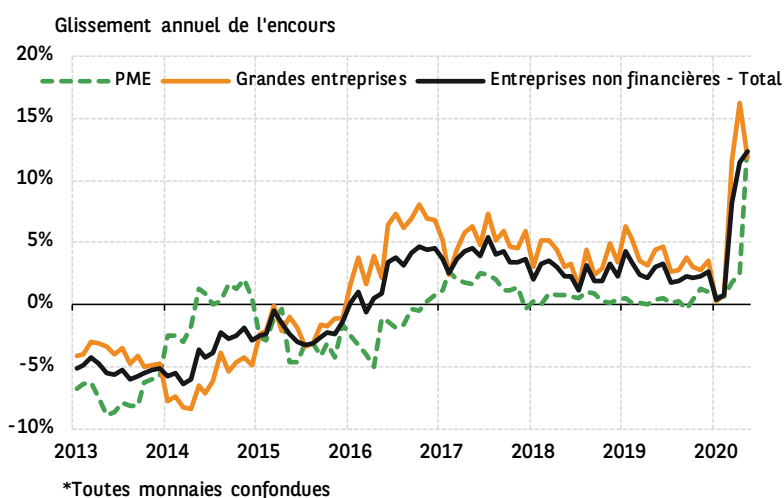
Laure Baquero

La Banque d'Angleterre (BoE) et le gouvernement britannique ont répondu à la crise liée à l'épidémie de Covid-19 par une large palette de mesures. Elles ont été annoncées rapidement mais la traduction opérationnelle de certaines d'entre elles a pris plus de temps, notamment celles qui concernent le soutien au financement des entreprises privées.

Ces mesures ont en commun de s'appuyer largement sur le secteur bancaire du pays, solide en dépit de difficultés communes à la plupart des secteurs bancaires européens.

Enfin, ce dispositif s'inscrit sur fond de Brexit et de refus de l'exécutif britannique de prolonger la période de transition au motif que cela accentuerait l'incertitude pesant sur les entreprises et pourrait réduire la souplesse dont il a besoin pour répondre à cette crise.

ÉVOLUTION DES PRÊTS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES SELON LEUR TAILLE*



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BANQUE D'ANGLETERRE

LE CANAL BANCAIRE PRIVILÉGIÉ POUR SOUTENIR LE FINANCEMENT DES PME

Le TFSME vise à soutenir les prêts aux PME

Annoncé le 11 mars, le *Term Funding Scheme Small and Medium-sized Enterprises* (TFSME) est opérationnel depuis le 15 avril dernier et devrait rester ouvert jusqu'au 30 avril 2021. Il est destiné à soutenir l'offre de prêts accordés aux petites et moyennes entreprises (PME) via un programme de refinancement à quatre ans accordé aux banques et sociétés de crédit à taux bonifiés.

En pratique, la Banque d'Angleterre (BoE) entend répondre à la demande de TFSME via des lignes de refinancement quotidiennes facturées au taux d'escompte majoré (cf. infra).

Les intérêts sont calculés quotidiennement en fonction du taux d'escompte et des tirages en cours. Ils doivent être répartis entre les institutions financières et monétaires (IFM) participant au TFSME au prorata de leurs tirages. Les frais sont déterminés à la fin de la période de référence (du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2020), sur la base du prêt net total (la somme des prêts destinés aux PME et ceux destinés aux autres agents non financiers au cours de la période de référence). Les frais seront nuls pour les IFM dont l'encours aura progressé durant la période de référence. Ils augmenteront progressivement jusqu'à 25 pb pour les IFM dont l'encours aura reculé au maximum de 5% durant la période de référence, mais pourront excéder ce seuil de 25 points de base (pb) dans le cas contraire.

Les banques et sociétés de crédit éligibles à ce dispositif sont celles qui participent au cadre monétaire sterling (SMF) de la BoE et qui accèdent au mécanisme de fenêtre d'actualisation (*Discount Window Facility - DWF*¹). Les banques et sociétés de crédit qui ne seraient pas inscrites au DWF peuvent le rejoindre.

Le TFSME comporte une allocation initiale, par laquelle les participants éligibles peuvent emprunter au plus 10% de leur encours de prêts à l'économie réelle. Au-delà de ce montant, des emprunts supplémentaires peuvent être alloués dans la limite d'une fois l'allocation initiale s'agissant des prêts aux ménages et aux grandes entreprises, et de cinq fois l'allocation initiale pour les prêts aux PME. Le 1^{er} juillet 2020, les tirages au titre du TFSME s'élevaient à GBP 17,8 mds.

En pratique, le taux d'emprunt des SNF est passé, en moyenne, de 2,3% en mars 2020 à 1,1% en mai 2020, et de 2,8% à 0,8% pour les PME dans le même temps². Si la reprise de la croissance de l'encours du crédit aux sociétés non financières (SNF) avait essentiellement profité aux grandes entreprises en avril, les PME ont bénéficié du mouvement en mai (graphique 1), alors que leur taux d'emprunt passait en moyenne de 2,4% à 0,8%. Le *Bounce Back Loans* a également pu y contribuer (cf. infra).

L'enquête trimestrielle sur le crédit menée par la BoE et publiée le 16 avril³ dernier révélait un certain optimisme de la part des banques et établissements de crédit s'agissant des anticipations de la demande et de l'offre de crédit aux SNF au deuxième trimestre 2020. Celle-ci avait cependant été menée entre le 2 et le 20 mars, soit avant le confinement qui a débuté le 23 mars au Royaume-Uni. Depuis lors, la conjoncture s'est très nettement détériorée sous l'influence de l'épidémie de Covid-19, comme en témoignent les indicateurs conjoncturels avancés à l'instar du PMI composite d'avril tombé à son plus bas historique de 13,8 (après 36,0 en mars), avant de remonter à 30,0 en mai et à 47,6 en juin.

SUCCÈS MODESTE DU CBILS AU REGARD DE SA DÉCLINAISON POUR LES PLUS PETITES ENTREPRISES

Le gouvernement britannique nouvellement formé a lui aussi annoncé son lot de mesures pour soutenir l'économie britannique. Certaines font intervenir les banques, à l'instar des prêts garantis par l'État pour une enveloppe de GBP 330 mds. Dans sa formulation initiale, le CBILS s'adressait aux seules entreprises dont le chiffre d'affaire était inférieur à GBP 45 mn et leur offrait la possibilité d'accéder à des financements à six ans, sans intérêt pendant un an et garantis d'État dans la limite de 80% du montant du prêt, dans la limite de GBP 5 mn. Le dispositif a nécessité quelques ajustements depuis sa mise en œuvre, le 23 mars dernier.

Un potentiel d'offre élargi

Seule une quarantaine d'établissements de crédit étaient alors habilités à délivrer ces financements garantis car dépositaires de l'*Enterprise Finance Guarantee Programme* décerné en 2009. Celui-ci est temporairement remplacé par le CBILS, dont la bonne exécution est confiée à la *British Business Bank* (BBB).

LE TFSME EST UNE DÉCLINAISON DU TFS

Le TFSME s'inscrit dans la même veine que le *Term Funding Scheme* (TFS) mis en place par la BoE en 2016, après que les Britanniques ont voté en faveur du Brexit. L'objectif de la BoE était alors de renforcer la répercussion de la baisse du taux directeur qu'elle avait consenti (de 0,5% à 0,25%), alors qu'elle estimait ses marges de manœuvre très minces dans ce domaine¹.

Le principe de fonctionnement du TFS est similaire à celui du TFSME, à ceci près qu'il s'adressait à tous les types d'entreprises, sans distinction de taille².

La BoE lui attribue un succès certain. Conformément à ses attentes, elle estime en effet que le TFS a contribué à réduire les taux pratiqués par les soixante-deux établissements participant grâce aux GBP 127 mds tirés auprès d'elle. Pour disposer de ces fonds à moindres coûts, les banques et établissements de crédit devaient impérativement maintenir ou accroître le volume de leurs prêts à l'économie réelle durant la période de référence (du 30 juin 2016 au 31 décembre 2017). Cinquante-quatre établissements y sont parvenus selon les calculs de la banque centrale.

En fine, l'encours de prêt accordé aux SNF privées s'est en effet maintenu – voire a très légèrement progressé – durant la période de référence, ce qui était la condition sine qua non pour que les banques et établissements de crédit puissent bénéficier des taux bonifiés. Et si les taux appliqués aux SNF privées ont effectivement diminué après le lancement du TFS, quelle que soit la taille des entreprises, le dispositif semble avoir surtout profité à ces dernières s'agissant du volume de prêt accordé³.

La détérioration économique actuelle est cependant autrement plus profonde, et le maintien, voire la croissance, de l'encours de crédit devrait essentiellement être imputable à la couverture du besoin de trésorerie plutôt qu'au financement de l'investissement. Quoi qu'il en soit, il ne sera pas aisé, lorsque l'heure du bilan aura sonné, de distinguer les effets du TFSME de ceux découlant des autres mesures prises par la BoE et de celles adoptées par le gouvernement de Sa Majesté, en particulier du *Coronavirus Business Interruption Loan Scheme* (CBILS) afin de soutenir le financement aux PME.

¹ Cf. BoE (2018 Q4) *The Term Funding Scheme: design, operation and impact*
² Le TFS ne doit pas être confondu avec le *Funding for Lending Scheme* (FLS) mis en œuvre par la BoE entre 2012 et 2018 pour mettre des financements à quatre ans, à disposition des SNF et ménages par l'intermédiaire d'institutions financières et monétaires (IFM). Celles-ci disposaient de *Treasury bills* en échange de collatéraux éligibles, qu'elles pouvaient utiliser pour obtenir de la liquidité sur les marchés ou les inscrire à leur bilan en contrepartie des prêts qu'elles accordaient.
³ Sur la base de données sur l'encours des prêts aux SNF en pound livre sterling, mais également en devises étrangères. Elles suivent cependant la même trajectoire que celles portant sur les prêts libellés en livre sterling uniquement.

Celle-ci invite les établissements de crédit le désirant à soumettre leur candidature pour participer à ce dispositif. Ils doivent, entre autres choses, démontrer leur expérience dans le domaine ou, à défaut, une stratégie claire pour pénétrer celui-ci, être en mesure d'allouer au minimum GBP 1 mn de prêts via le CBILS, démontrer la robustesse et la viabilité de leur modèle commercial. Les frais et intérêts demandés aux emprunteurs sont également analysés, notamment au regard de la garantie d'État qu'ils doivent refléter⁴. Ainsi, le nombre de banques habilitées à délivrer ces prêts garantis a été progressivement élargi à près de 100⁵. À date, la grande majorité d'entre elles participent au CBILS uniquement à travers l'octroi de prêts à terme, tandis que le financement d'actifs, le recouvrement des créances et le crédit renouvelable ne sont proposés que par une vingtaine d'établissements.

¹ Le DWF est un mécanisme bilatéral par lequel les sociétés financières peuvent emprunter des actifs très liquides auprès de la BoE en échange de garanties ; il est disponible sur demande pour répondre à un besoin de liquidité inattendu.

² Taux variables issues de la BoE, sachant que la très grande majorité des SNF empruntent à taux variable au Royaume-Uni ; constat valable également pour les PME. Voir le commentaire de graphique du 15 juillet 2020.

³ BoE (16.04.20) *Credit Conditions Survey - 2020 Q1*

⁴ BBB (11.05.20) *CBILS, an opportunity for lending institutions to partner with the British Business Bank*

⁵ Source : *British Business Bank*

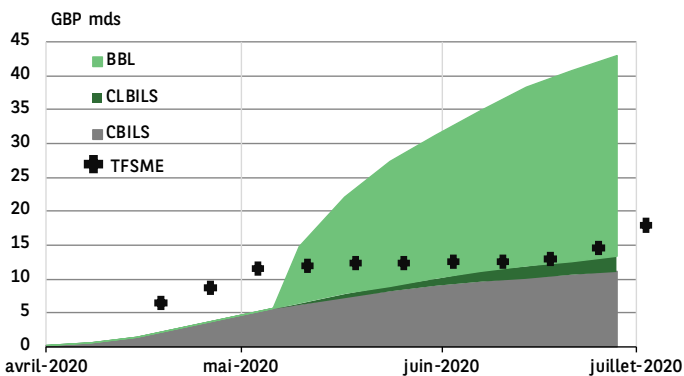


Un potentiel de demande élargi

L'exigence de garanties personnelles est ensuite interdite par la BBB depuis le 2 avril pour tout financement CBILS inférieur à GBP 250 000. Au-delà, elle ne peut inclure une résidence privée principale et est plafonnée à 20% du solde restant dû après l'application du produit de la cession des actifs de l'emprunteur. Le dispositif a, par la suite, été élargi aux grandes entreprises sous la forme du *Coronavirus Large Business Interruptions Loan Scheme* (CLBILS, cf. infra), et finalement modulé pour donner lieu au *Bounce Back Loans* (BBL) par lequel la garantie d'État étendue est à 100% de l'emprunt, mais uniquement pour les plus petites entreprises et dans la limite de GBP 50 000. Le gouvernement est resté sourd aux appels (y compris à celui d'Andrew Bailey, le gouverneur de la BoE) d'en faire profiter l'ensemble des entreprises du pays.

Reste que le CBILS reste aujourd'hui critiqué pour la lenteur de son fonctionnement, et suscite un engouement limité comme en témoignent les seulement 52 275 financements accordés pour GBP 11,07 mds au 28 juin selon le Trésor (cf. graphique 2).

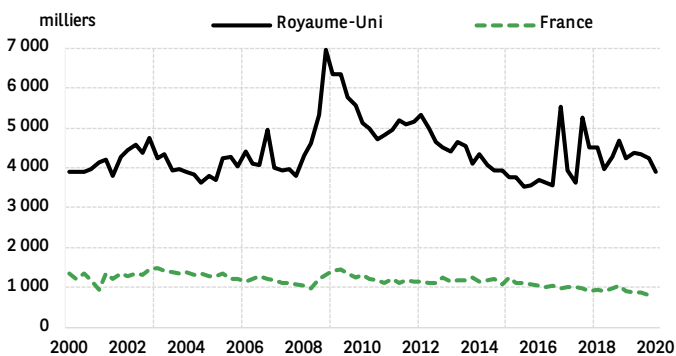
MONTANTS CUMULÉS DES FINANCEMENTS ALLOUÉS AU TITRE DU BBL, CBILS ET CLBILS POUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : UK FINANCE, HM TREASURY, BOE

DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES*



*Derniers points : 4T 2019 pour la France et 1T 2020 pour le Royaume-Uni

GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, ONS

En comparaison, le retentissement du BBL (967 321 prêts accordés pour GBP 29,5 mds au 28 juin), pourtant lancé ultérieurement et pour des sommes bien plus réduites, contribue à interroger sur l'adéquation du CBILS avec sa cible potentielle.

Certaines spécificités de l'économie britanniques pourraient entraver le succès du CBILS. Tout d'abord, les prêts bancaires sont significativement concurrencés par les financements désintermédiés au Royaume-Uni⁶. Ainsi, si les prêts bancaires ont représenté, et de loin, l'essentiel des financements nets levés par les SNF britanniques – sans distinction de taille – en mars⁷, cet engouement semble avoir été de courte durée et avoir laissé place à un financement net essentiellement par titre de dette dès le mois d'avril.

Ensuite, plus de deux mois après son lancement, le taux d'acceptation des dossiers déposés par les PME britanniques en vue d'obtenir un CBILS reste proche de 50% (50% pour le CLBILS et de 80% pour le BBL).

Enfin, le nombre des défaillances d'entreprises, déjà relativement élevé outre-Manche tend à augmenter considérablement au cours des récessions, ce qui peut dissuader les banques (graphique 3).

DES MESURES DE SOUTIEN AUX GRANDES ENTREPRISES PLUS SÉLECTIVES

Avant même la mise en œuvre des mesures de soutien qui leur sont dédiées, les grandes entreprises ont dès le mois de mars sensiblement amplifié leur endettement bancaire (graphique 1).

CLBILS : le CBILS étendu aux grandes entreprises saines

Le 16 avril, le gouvernement a annoncé l'extension du dispositif aux entreprises dont le chiffre d'affaires excède le seuil de GBP 45 mn. Depuis le 20 avril, elles peuvent accéder à des prêts bancaires garantis par l'État, jusqu'à GBP 50 mn, à condition de justifier d'une bonne santé financière (notation *investment grade*). Contrairement au dispositif en vigueur pour les PME, les prêts aux grandes entreprises dans le cadre du CLBILS pourront être assortis de taux d'intérêt à la discrétion des banques qui les octroient. Au 28 juin, seuls 745 CLBILS avaient été sollicités et 345 accordés pour GBP 2,3 mds (graphique 2).

Le Covid 19 Corporate Financing Facility

Certaines mesures ont été prises dans le cadre d'un partenariat direct entre le gouvernement de Sa Majesté et la BoE, ce qui révèle une concertation opportune entre les différentes autorités. C'est notamment le cas du *Covid 19 Corporate Financing Facility* (CCFF).

Destiné aux grandes entreprises, le CCFF consiste à fournir un financement sous forme d'achats de papier commercial (titres de créance non garantis, de maturité comprise entre une semaine et douze mois), émis par les entreprises apportant « une importante contribution à l'économie britannique »⁸. Ce dispositif vise à offrir des conditions de financement comparables à celles qui prévalaient avant le choc de la Covid. Les achats de titres sont effectués par la BoE pour le compte du Trésor britannique.

Le dispositif est ouvert aux sociétés en mesure de justifier de leur bonne situation financière avant le choc. Le programme tient compte des impacts temporaires sur le bilan et la trésorerie de ces entreprises pour apprécier leur situation financière et conditionne l'éligibilité de

⁶ Le taux d'intermédiation du financement des SNF privées britanniques était de 61,8% en 2019.

⁷ BoE (02/06/20) Money and Credit – May 2020

⁸ Décision soumise à l'étude de la BoE selon divers critères à l'instar du nombre d'employés ou encore l'ampleur des revenus générés au Royaume-Uni, ainsi que le nombre de clients servis par les entreprises candidates au CCFF.



SYNTHÈSE DES CONDITIONS DU TFSME, DU CBILS, DU CLBILS ET DU BBL

	TFSME	CBILS	CLBILS	BBL
Destinataire	Etablissements de crédit	PME	Grandes entreprises	TPE
Introduction	15/04/2020	23/03/2020	16/04/2020	04/05/2020
Taux	Taux directeur + 25 pb max si l'encours prêt diminué	A la discrétion des établissements de crédit		2.5%
Maturité maximale	4 ans	6 ans	3 ans	6 ans
Enveloppe globale maximale	Allocation initiale de 10% de l'encours des prêts à l'économie réelle + emprunts supplémentaires équivalents à 5 fois l'allocation initiale pour les prêts aux SNF, 1 fois pour les autres agents privés non financiers	GBP 330 mds	GBP 330 mds	GBP 330 mds
Enveloppe maximale par entreprise	-	GBP 5 mn	GBP 200 mn	25% du chiffre d'affaire dans la limite de GBP 50 000
Garantie de l'Etat	-	A hauteur de 80%	A hauteur de 80%	A concurrence de 100%
Franchise d'intérêt	-	La première année	na	La première année

TABLEAU 1

SOURCES : BRITISH BUSINESS BANK, HM TREASURY, BOE

ces dernières à leur note de crédit antérieure au choc de la Covid-19 (note minimale de A-3 / P-3 / F-3 / R3 de la part d'au moins une agences parmi Standard & Poor's, Moody's, Fitch ou DBRS Morningstar au 1^{er} mars 2020). Les banques, sociétés d'assurances et toutes autres sociétés soumises aux réglementations financières ne sont pas éligibles. Il en va de même pour les entreprises publiques.

En pratique, les sociétés souhaitant bénéficier de cette mesure doivent solliciter leur banque, sachant que toutes les banques n'assurent pas le montage des émissions de papier commercial pour leur clientèle.

La taille minimale d'un titre individuel que le fonds peut acheter à un participant individuel est de GBP 1 mn. Pour ce faire, la BoE peut procéder, via des achats de titres sur le marché primaire ou sur le marché secondaire.

Le mécanisme est opérationnel depuis le 23 mars et continuera de fonctionner pendant au moins douze mois et aussi longtemps que nécessaire. Le 1er juillet dernier, la BoE reportait GBP 17,6 mds de CCFE à son bilan, encours en repli depuis le 20 mai (GBP 20,5 mds).

UN IMPACT A PRIORI LIMITÉ SUR LES PRINCIPAUX RATIOS RÉGLEMENTAIRES DES BANQUES

Le CBILS, ses déclinaisons en faveur des grandes et de plus petites entreprises, ainsi que le TFSME visent à maintenir, voire accroître l'encours des prêts aux SNF au Royaume-Uni. Suivant l'adage « les crédits font les dépôts », un afflux de crédit supplémentaire devrait se traduire par une augmentation des dépôts auprès des banques et établissements de crédit, réduisant d'autant leur ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio* - LCR)⁹. Les cinq principales banques britanniques¹⁰ disposent cependant de LCR bien supérieurs au minimum bâlois de 100%¹¹, leur conférant une importante marge de manœuvre de ce point de vue y compris vis-à-vis des attentes implicites du marché susceptibles d'excéder le minimum requis. Cet effet devrait être en partie atténué par l'augmentation des réserves des banques auprès de la BoE en raison de sa politique monétaire expansionniste¹² et donc de leurs HQLA¹³; en partie seulement compte tenu des montants enregistrés au titre du TFSME, d'une part, et du CBILS, du CLBILS et du BBL, d'autre part (graphique 2).

⁹ Le LCR rapporte les HQLA au total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours calendaires suivants, eux-mêmes composés notamment de dépôts. Lorsqu'une banque consent un prêt, son actif augmente et son passif dans la même mesure (i.e. le compte de l'emprunteur est crédité). À HQLA stables, l'augmentation des dépôts induits par cette opération fait baisser le LCR car la banque est tenue de supposer d'une partie des dépôts nouvellement créés ira à d'autres banques lorsque le client bénéficiant du prêt paiera ses factures.

¹⁰ Classement sur la base du Capital Tier 1.

¹¹ Fin 2019, le LCR s'élevait à 137% pour Lloyds, 141% pour Standard Chartered, 150% pour HSBC, 151% pour RBS et 160% pour Barclays.

¹² Une banque centrale influence la masse monétaire de son économie grâce à sa maîtrise de la base monétaire. Cette base est constituée des pièces et billets en circulation, ainsi que des dépôts des banques auprès de la banque centrale - eux-mêmes composés des réserves obligatoires, réserves excédentaires et facilités de dépôts. En menant une politique monétaire accommodante, la BoE assouplit les conditions de refinancement des banques au Royaume-Uni, ce qui se traduit notamment par augmentation des réserves des banques auprès d'elle.

¹³ Les HQLA des banques sont notamment composés de réserves auprès de la banque centrale.



La garantie apportée par l'État dans le cadre du CBILS, du CLBILS et du BBL est, en outre, synonyme pour les banques d'une moindre diminution de leur ratio de solvabilité puisque la fraction garantie par l'État d'un actif ne mobilise pas de fonds propres.

Il en va de même pour le ratio de levier, uniquement pour le BBL puisque les banques peuvent exclure les prêts accordés via ce dispositif du calcul de leur « exposition levier »¹⁴. En outre, le Trésor britannique est favorable à la possibilité d'exempter temporairement les réserves en banque centrale prévue par le CRR dans des circonstances macroéconomiques exceptionnelles¹⁵. Le CRR prévoit en contrepartie de ces exclusions un recalibrage du ratio tel que l'exigence en capital au titre du levier demeure inchangée. Le Trésor britannique a récemment rejeté cette disposition au motif que le ratio de levier ne sera contraignant qu'à partir du 28 juin 2021 c'est-à-dire après la fin de la période de transition associée au Brexit¹⁶. Le Royaume-Uni marque ainsi une divergence réglementaire significative vis-à-vis de l'UE. Autant de mesures susceptibles de contribuer à réduire la pression sur les banques s'agissant de leur ratio de levier, à condition que le marché relâche lui aussi ses exigences implicites. En revanche, toujours en référence à la date de fin de la période de transition du Brexit, le Trésor britannique renonce à la disposition du paquet bancaire visant à reporter d'un an (au 1^{er} janvier 2023) l'application du coussin de ratio de levier pour les établissements d'importance systémique (G-SIB).

Les banques britanniques, comme leurs concurrentes européennes, sont en revanche d'ores et déjà confrontées à une augmentation sensible du coût du risque¹⁷ s'agissant des prêts accordés avant la crise. Elles ont largement provisionné au premier trimestre 2020, conformément à la norme comptable IFRS 9, réduisant d'autant leur résultat net. Dans l'éventualité où le risque de crédit associé à un actif devait se détériorer, IFRS 9 prévoit en effet que les banques enregistrent des dotations aux provisions pour dépréciation (phase 2) en plus de celles *ex ante*, passées dès l'enregistrement de cet actif à leur bilan (phase 1), indépendamment de tout événement de crédit¹⁸. En anticipant beaucoup plus largement l'augmentation du coût du risque que la précédente norme (IAS 39), IFRS 9 contribue à le limiter, mais elle pourrait s'avérer pro-cyclique en phase de retournement conjoncturel brutal en raison du surcroît de provisions associé au passage des actifs de phase 1 à 2, voire 3 (i.e. augmentation significative du risque de crédit au point que l'actif puisse être considéré non performant). C'est pourquoi, la BoE a demandé aux établissements de crédit de tenir compte de la nature temporaire du choc et des mesures de soutien économique annoncées par les autorités. Reste à savoir dans quelle mesure les banques ne vont effectivement pas appliquer mécaniquement leurs approches existantes en matière de perte de crédit attendues comme énoncé par IFRS 9 en répercussion des moratoires accordés sur le remboursement des échéances de prêts.

Il est probable qu'un grand nombre de projets recensés par l'enquête de la Banque d'Angleterre précédemment citée soit finalement remis en cause. À défaut de poursuivre leurs projets d'investissement, les SNF éprouvent un besoin croissant de crédit pour combler leurs besoins de trésorerie – creusés par la baisse exceptionnelle des chiffres d'affaires. Le TFSME, le CBILS, ainsi que ses déclinaisons pour grandes et très petites entreprises, ont été déployés pour répondre à ces besoins, mais la portée de certains de ces dispositifs semble pour l'heure limitée.

Laure Baquero

laure.baquero@bnpparibas.com

¹⁴ BoE (04.05.20) Modification by consent of the exclusion of loans under the Bounce Back Loan scheme from the calculation of the total exposure measure of the leverage ratio

¹⁵ Règlement (UE) n°2019/876, Article 429

¹⁶ HM Treasury (25.06.20) HM Treasury letter on UK approach to CRR Amending Regulation

¹⁷ Au premier trimestre 2020, le coût du risque cumulé des cinq grandes banques britanniques a été multiplié par 4 par rapport au quatrième trimestre 2019.

¹⁸ BNP Paribas (nov. 2018) Conjoncture : « Les effets de la première adoption d'IFRS 9 sur les banques d'Europe du Sud »



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, Royaume-Uni

+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), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@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, Kazakhstan, 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 desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être 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 : 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