

ECO FLASH

3 octobre 2019

Le nouveau rôle de la Fed sous Bâle 3

Céline Choulet

- Les 16 et 17 septembre derniers, les marchés monétaires américains se sont grippés. L'excès de demande de *cash* a fait flamber les taux d'emprunt au jour le jour.
- Pour reprendre le contrôle des taux courts, la Réserve fédérale (Fed) a dû intervenir en urgence et réinjecter de la monnaie centrale par le biais d'opérations de prise en pension de titres.
- Cette insuffisance de liquidité n'est pas soudaine. Certes, une fâcheuse combinaison de facteurs ponctuels a pu aggraver la situation. Mais les tensions étaient perceptibles depuis plus d'un an déjà¹. En cause, les contraintes réglementaires de liquidité imposées aux banques.
- La reconstitution du compte courant du Trésor auprès de la Fed, dans un contexte d'insuffisance des réserves en banque centrale, promet de nouvelles tensions. Pour les atténuer durablement, la Fed va être contrainte d'élargir à nouveau son bilan et accepter d'endosser le rôle de *dealer* en premier ressort que Bâle 3 lui a implicitement confié.
- Une solution, pour agir vite et sans modifier la taille de son bilan, consisterait à réduire ses opérations de mise en pension de titres auprès des banques centrales étrangères.

A la mi-septembre, pour diverses raisons ponctuelles, la liquidité s'est tarie sur les marchés de pension livrée (*repo*)².

¹ C. Choulet (2018), *Les réserves en banque centrale, bientôt insuffisantes ?*, BNP Paribas, Conjoncture, Décembre 2018

² Une opération de pension livrée - forme de cession temporaire de titres - peut être assimilée, du point de vue économique, à un prêt collatéralisé (*cash* contre titres) ; envisagée du point de vue de celui qui prête les liquidités, c'est une prise en pension (*reverse repo*) ; de celui qui les emprunte, une mise en pension (*repo*). La mise en pension d'un titre est assortie d'un engagement de rachat à terme à un prix convenu. Le taux d'intérêt, ou taux de pension, correspond à

■ Besoin de liquidité à tout prix

Taux en %, fin de mois et donnée au 17 septembre 2019

— Taux d'emprunt moyen sur les marchés de mise en pension (*Secured Overnight Financing Rate, SOFR*)



Graphique 1

Source : Macrobond

Près de 100 mds USD de fonds investis en parts de fonds monétaires ont été retirés dans la perspective du paiement de l'impôt sur les sociétés ; l'adjudication de 84 mds USD de titres du Trésor a été réglée ; près de 100 mds USD de *T-bills* ont été émis.

la différence entre le prix de vente et le prix de rachat. La Fed définit l'opération en fonction de son effet sur sa contrepartie. Ainsi, du point de vue de la Fed, un *repo* est similaire à un prêt collatéralisé et comptabilisé à son actif tandis qu'un *reverse repo* est un emprunt collatéralisé (enregistré à son passif). Les marchés *repo* constituent les principaux marchés de refinancement au jour le jour des institutions financières aux Etats-Unis.

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque
d'un monde
qui change

En raison d'un manque d'appétence des investisseurs pour les titres du Trésor, les *primary dealers* ont absorbé une partie de l'excès de collatéral émis. Le refinancement de leurs inventaires sur les marchés *repo*, dans un contexte de réserves en banque centrale insuffisantes, a exercé une forte pression sur les taux monétaires. Le SOFR³ a bondi à 2,42% le lundi 16 puis à 5,25% le mardi 17 (graphique 1). Cette flambée des taux *repo* a détourné les prêteurs traditionnels de fonds fédéraux (les *Federal Home Loan Banks*⁴) du marché des *fed funds* au profit des marchés *repo*, mieux rémunérés. L'offre de *fed funds* se tarissant (alors que la demande augmentait), le taux d'intérêt effectif auquel se prêtent les avoirs en banque centrale (le taux effectif des fonds fédéraux, EFFR) s'établissait, lundi 16, à 2,25%, c'est-à-dire au niveau de la limite supérieure de la fourchette du taux cible des *fed funds*. Le lendemain, mardi 17, il sortait, pour la première fois, de la fourchette et atteignait 2,3% (graphique 2).

De lourds inventaires à refinancer

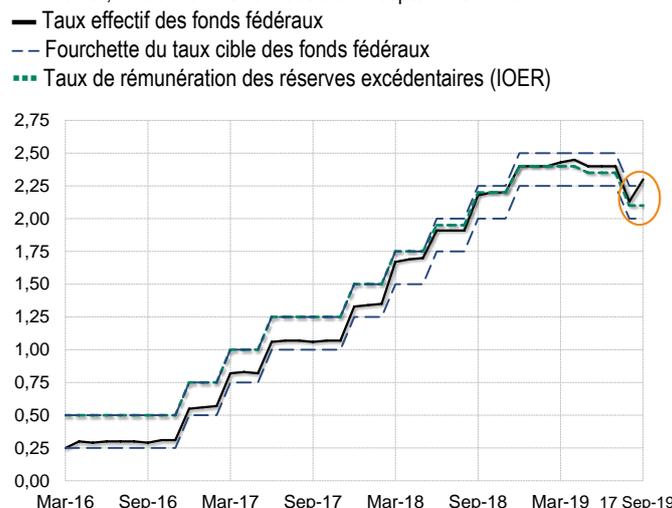
Depuis 2018, la position nette des *primary dealers* en titres du Trésor s'est nettement renforcée : de 110 mds USD entre février et août 2018, puis de 140 mds USD entre octobre 2018 et janvier 2019, enfin de 75 mds USD entre mars et mai 2019⁵ (graphique 3). Le 18 septembre dernier, leurs inventaires s'établissaient à 230 mds USD (à près de 315 mds USD si l'on tient compte de leurs portefeuilles de titres adossés à des prêts hypothécaires émis par les agences), soit à un niveau plus de deux fois supérieur à celui qui prévalait en 2015-2017.

Les *primary dealers* sont les contreparties privilégiées du Trésor américain pour l'ensemble de ses activités sur les marchés. Ils ont notamment pour mission de participer aux adjudications du Trésor, de placer les valeurs et d'assurer la liquidité du marché secondaire des bons du Trésor. Ils n'ont pas de comptes auprès de la Fed. Ils financent traditionnellement leurs « achats » en puisant dans leurs comptes auprès de Bank of New York Mellon (BONY, la *clearing bank* des *primary dealers*) et reconstituent leurs avoirs auprès d'elle grâce au placement des titres auprès d'investisseurs. L'élargissement inédit de leurs inventaires les a toutefois contraint à solliciter plus largement du *cash* sur les marchés *repo* (principalement au jour le jour) auprès des banques commerciales (notamment de leurs maisons-mères), des fonds monétaires, des GSE⁶ ou encore de BONY.

Quelles que soient les contreparties des *primary dealers* sur les marchés *repo* (à l'exception des GSE qui disposent d'un compte auprès de la Fed), le refinancement de leurs inventaires se traduit par une réduction des réserves en banque centrale des banques. Lorsque les *repo* sont noués avec des institutions non bancaires (des fonds monétaires par exemple), les banques débitent le compte de dépôt de leurs clients et procèdent à un transfert de *cash* de leurs propres

■ L'EFFR, au-dessus de la fourchette du taux cible

Taux en %, fin de mois et données au 17 septembre 2019



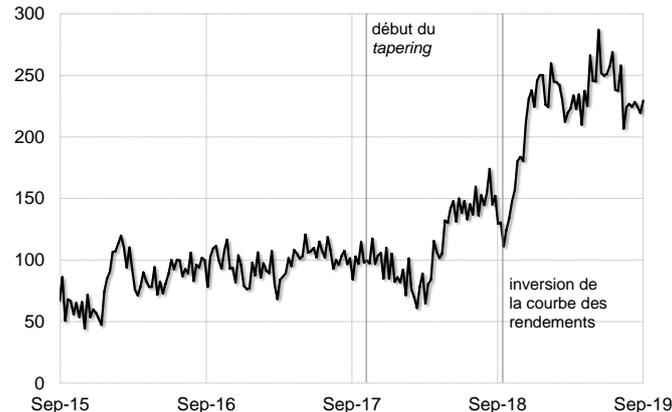
Graphique 2

Source : Macrobond

■ Indigestion de collatéral

Mds USD

— Position nette des *primary dealers* en titres du Trésor



Graphique 3

Source : Réserve fédérale de New York

comptes courants auprès de la Fed vers, *in fine*⁷, celui du Trésor. Lorsque les banques procèdent elles-mêmes aux prises en pension, l'opération conduit simplement à une modification de la composition de leur actif : par l'inscription d'une créance à l'égard des *primary dealers* (sous la forme d'un *reverse repo*) et d'une baisse de leurs réserves en banque centrale.

³ Le SOFR correspond à la moyenne des taux d'emprunts, au jour le jour, collatéralisés par des valeurs du Trésor, sur le marché des pensions tripartites et sur les marchés autorisant un *netting* des positions via la *Fixed Income Clearing Corporation* (pensions « en vrac » et marché bilatéral). Les volumes échangés sur ces marchés oscillent entre 1 000 et 1 250 mds USD chaque jour. Dans le cadre de la réforme des taux de référence, il a été choisi pour servir d'alternative au taux LIBOR d'ici la fin 2021.

⁴ Coopératives de crédit

⁵ C. Choulet (2019), *Les primary dealers ont absorbé près de 40% des ventes nettes de Treasuries de la Fed*, BNP Paribas, Graphique de la semaine

⁶ Agences de garantie et de refinancement hypothécaire

⁷ Dans un premier temps, la souscription des titres par les *primary dealers* se traduit par une réduction de leurs avoirs auprès de BONY, laquelle transfère du *cash* de son compte auprès de la Fed vers celui du Trésor (en règlement de l'achat effectué par les *primary dealers*). Dans un second temps, la mise en pension réalisée par les *primary dealers* auprès d'une banque (ou de l'un de ses clients) s'accompagne d'un transfert de *cash* du compte de la banque créditrice auprès de la Fed vers celui de BONY. *In fine*, les réserves des banques auprès de la Fed sont réduites et le compte du Trésor accru.

Un déficit de monnaie centrale

Or, les banques ne disposent plus de la monnaie centrale nécessaire pour y faire face.

Les réserves en banque centrale, bien qu'elles s'établissent à 1 385 mds USD (au 18 septembre), c'est-à-dire à un niveau excédant très largement le montant strictement requis dans le cadre de la politique monétaire (réserves obligatoires), sont, de toute évidence, proches du nouveau minimum requis dans le cadre des exigences réglementaires de liquidité (introduites dans le cadre de Bâle 3).

Depuis l'instauration de la norme de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR), en 2015, les banques doivent en effet détenir des réserves (ou plus généralement des actifs liquides de haute qualité, HQLA) pour couvrir les sorties nettes de trésorerie à 30 jours qu'occasionnerait une grave crise de liquidité (selon des taux de fuite ou de non-renouvellement théoriques, fixés par le régulateur).

Les besoins en monnaie centrale des huit plus grandes banques américaines sont d'autant plus importants que le régulateur leur impose, par ailleurs, dans le cadre des plans de résolution, de couvrir leurs sorties nettes de trésorerie théoriques sur une base, non pas quotidienne, mais intra-journalière. Or, seule la détention de larges avoirs en banque centrale peut permettre de satisfaire cette contrainte.

Si au moment de l'introduction du LCR, l'offre de réserves était particulièrement abondante (effet mécanique du programme d'assouplissement quantitatif, QE), elle a fortement diminué depuis. Au terme du QE, en octobre 2014, les réserves des banques auprès de la Fed culminaient à plus de 2 820 mds USD. Depuis, les mesures de politique monétaire (opérations de mises en pension de titres, programme de réduction du bilan de la Fed), couplées à l'augmentation tendancielle du volume de monnaie en circulation et aux émissions de titres du Trésor, ont réduit ce stock. Au cours des cinq dernières années, 1 430 mds USD de réserves ont été détruites. 620 mds USD ont été drainés via la réduction du portefeuille de titres de la Fed et 810 mds USD via le gonflement des autres postes de passif de la Fed : de la monnaie en circulation (+470 mds USD), du compte du Trésor auprès de la Fed (+200 mds USD), des opérations de mise en pension de titres détenus par la Fed (+100 mds USD), du compte des GSE et chambres de compensation (+40 mds USD) (graphique 4).

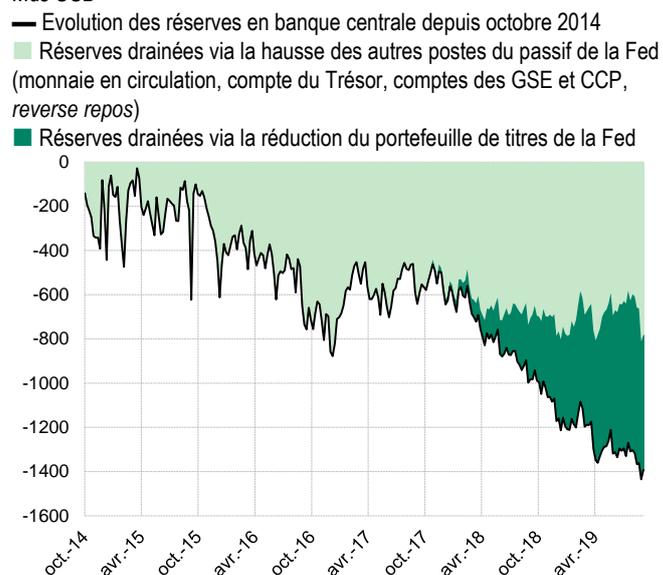
Les autorités monétaires américaines cherchent, depuis plusieurs années déjà, à évaluer dans quelle mesure les normes de liquidité affectent la demande agrégée de réserves. Le 20 mars, le président de la Fed, Jerome Powell, déclarait que malgré les efforts déployés, le Comité de politique monétaire (FOMC) n'était pas parvenu à se faire une idée précise et définitive sur le sujet : « *La vérité est que nous ne savons pas. Ils peuvent évoluer dans le temps. Donc nous verrons* ». Le 18 septembre, il estimait que l'incertitude sur les besoins en réserves était encore grande.

S'il est, certes, difficile d'évaluer précisément les besoins en liquidité centrale des banques, les tensions sont, selon nous, perceptibles depuis plus d'un an déjà⁸. Divers symptômes en attestent : la raréfaction des « dépôts » de *cash* des fonds monétaires auprès de la Fed (par le biais de la facilité de *reverse repo*, RRP, en place depuis 2013) ; la généreuse

⁸ C. Choulet (2019), *Les tensions sur la liquidité centrale, hors des radars*, BNP Paribas, Eco Flash, Avril 2019

■ Les outils de drainage de la liquidité centrale

Mds USD



Graphique 4

Sources : Réserve fédérale, BNP Paribas

rémunération versée par les banques sur les comptes de dépôts des *Federal Home Loan Banks* ; le gonflement des inventaires des *primary dealers* ; le niveau plus élevé du taux effectif des fonds fédéraux par rapport au taux de rémunération des réserves excédentaires.

Au dernier trimestre 2018, le gonflement des inventaires des *primary dealers* s'était accompagné d'une baisse des réserves des banques commerciales américaines de l'ordre de 160 mds USD et d'une progression des encours nets de prises en pension et prêts de fonds fédéraux de 166 mds USD (données des Call Reports de la FDIC). Compte tenu de la très forte concentration des réserves, l'absorption du choc avait été très largement assumée par une seule banque commerciale, la plus grande, JP Morgan National Association. Ses réserves auprès de la Fed s'étaient contractées de 130 mds USD (passant de 275 mds USD au T3 à 145 mds au T4 2018) tandis que ses encours de prises en pension nettes s'élargissaient de 110 mds USD (graphique 5).

Du mercredi 11 au mercredi 18 septembre, le compte du Trésor auprès de la Fed a gonflé de 120 mds USD, grevant d'autant les réserves des banques. Sans doute, la capacité des banques à absorber ce choc était-elle déjà trop dégradée⁹.

La Fed, dealer en premier ressort

La décision de la Fed d'interrompre le dégonflement de son bilan à fin juillet plutôt qu'à fin septembre et celle, plus récente, d'injecter de la monnaie centrale par le biais d'opérations temporaires de prise en pension de titres¹⁰

⁹ Au T2 2019, les réserves en banque centrale représentaient 33% des HQLA des 8 plus grandes banques américaines contre 43% au T3 2017 (avant le programme de réduction du bilan de la Fed).

¹⁰ Ces opérations consistent pour les contreparties éligibles (ici les *primary dealers*) à vendre des titres (titres de dette du Trésor, titres de dette et titres adossés à des prêts hypothécaires émis par les agences de garantie hypothécaire) à la Fed avec une obligation de

témoignent d'une prise de conscience du caractère contraignant des règles de liquidité.

Depuis le 17 septembre, des opérations à 1 jour sont conduites, chaque jour ouvré, avec les *primary dealers* (le volume de chaque opération quotidienne était cappé à hauteur de 75 mds USD du 17 au 25 septembre, à 100 mds du 26 au 30 septembre, à 75 mds depuis le 1^{er} octobre). En supplément, trois opérations à terme (à 14 jours) ont été menées (la première a été cappée à hauteur de 30 mds USD, les suivantes à 60 mds USD). Les liquidités « prêtées » par la Fed sont facturées au minimum au niveau du taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER, 1,8% depuis le 19 septembre) dans le cas des opérations à 1 jour et du taux IOER augmenté de 5 points de base dans le cas des opérations à terme. Ce dispositif sera maintenu, au moins, jusqu'au 10 octobre¹¹. En cumulant les opérations de prise en pension à 1 jour et à terme, et compte tenu des limites fixées par la Fed, l'encours des liquidités prêtées atteignait 202,5 mds USD le 30 septembre (graphique 6).

Certes, la Fed a réussi à écarter le risque que les besoins spécifiques des participants au moment de la clôture de leurs comptes trimestriels ne lui fassent, à nouveau, perdre le contrôle de taux courts. Le dispositif n'est toutefois envisagé que de manière temporaire ; or, les tensions risquent de réapparaître à bien d'autres occasions. Notamment, le projet du Trésor de reconstituer ses avoirs auprès de la Fed à hauteur de 410 mds USD d'ici la fin de l'année¹² (contre 303 mds le 18 septembre) pourrait entraîner la résurgence de nouvelles tensions. Aussi, pour atténuer durablement ces dernières, la Réserve fédérale doit-elle mettre en place un dispositif pérenne de prises en pension¹³.

Le paradigme dans lequel la politique monétaire s'exerce a changé. Dans le précédent, celui où les réserves en banque centrale étaient abondantes, la Fed devait intervenir pour absorber l'excès de liquidité par le biais d'opérations de mise en pension de titres. Dans le nouveau, caractérisé par une insuffisance de réserves, la Fed doit au contraire réinjecter de la monnaie centrale.

Alors que l'instauration des règles de liquidité visait à rendre le système bancaire moins dépendant de la banque centrale en temps de crise, elle a accru paradoxalement cette dépendance en temps normal. Au-delà du rôle de prêteur en dernier ressort qui lui est assigné, la Fed doit revêtir à présent les habits du pourvoyeur de liquidités en premier ressort (via la conduite régulière d'opérations de prise en pension ou la détention de larges portefeuilles de titres).

rachat à terme. Comptablement, les titres restent inscrits au bilan des contreparties de la Fed. La Fed comptabilise le *repo* à son actif comme une créance sur les *primary dealers* et crédite le compte courant des banques (réserves en banque centrale), lesquelles créditent à leur tour le compte de dépôts de leurs clients. Toutes choses égales par ailleurs, au terme de ces opérations, les réserves en banque centrale des banques sont accrues.

¹¹ <https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market-operations/monetary-policy-implementation/repo-reverse-repo-agreements/repurchase-agreement-operational-details>

¹² En empruntant 381 mds USD supplémentaires sur les marchés au cours du quatrième trimestre

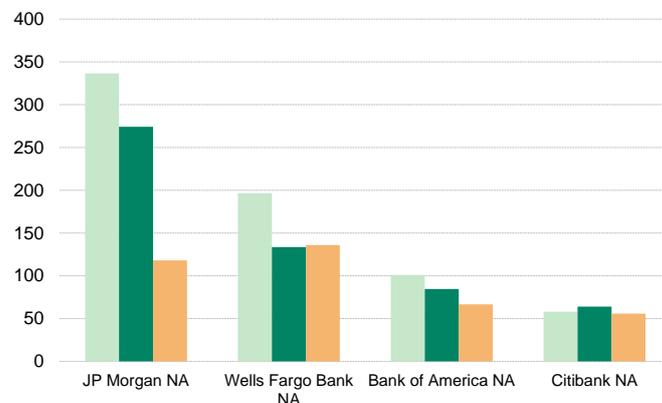
(<https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm743>)

¹³ Z. Pozsar (2019), *Design options for an o/n repo facility*, Global Money Notes #25, Credit Suisse Economics, September 2019, 9.

■ Une division par deux du stock de réserves

Réserves des 4 plus grandes banques commerciales américaines auprès de la Fed, Mds USD

■ au 30 septembre 2017
■ au 30 septembre 2018
■ au 30 juin 2019



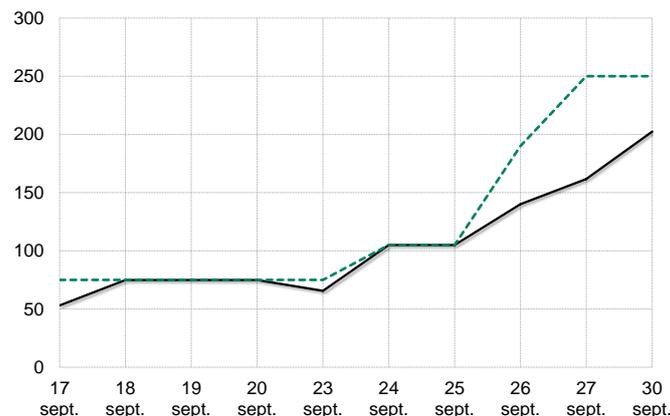
Graphique 5

Source : FDIC Call Reports

■ Le 30 sept., la Fed prêtait 200 mds USD de liquidités ...

Encours des opérations de prise en pension de la Fed, Mds USD

— Montant de *cash* alloué (opérations à 1 jour et à terme)
- - - Plafond des opérations



Graphique 6

Source : FRBNY, BNP Paribas

Un outil de gonflement des réserves à portée de main

La Fed pourrait, comme nous l'écrivions en avril dernier, actionner un autre levier. Il s'agirait de plafonner le volume des opérations de *reverse repo* qu'elle noue chaque jour avec les banques centrales étrangères (FRRP) et/ou leur rémunération.

Ces opérations participent, en effet, de manière non négligeable, au drainage des réserves depuis plusieurs années¹⁴. Leur encours avait atteint un point haut historique

¹⁴ Puisque les banques centrales étrangères n'ont pas de comptes auprès de la Fed, ces opérations sont réalisées par le biais des bilans bancaires. En contrepartie de la mise en pension de titres auprès d'une banque centrale étrangère, la Fed réduit le stock de réserves de la banque commerciale qui joue le rôle d'intermédiaire, laquelle

de 306 mds USD le 18 septembre dernier (graphique 7). Et pour cause, ces opérations offrent une rémunération très attractive. Au deuxième trimestre, la Fed les rémunérait à hauteur de 2,42%, soit au même niveau que le taux EFFR moyen et légèrement au-dessus du taux de rendement des titres à 1 mois. La Fed ne communique pas de manière régulière sur le taux pratiqué¹⁵ mais, au vu de leur récente progression, gageons que leur rendement est demeuré très avantageux au cours du troisième trimestre.

Or, le maintien de ce rendement attractif nous paraît injustifié à trois égards. D'abord, il introduit, depuis le début de l'année 2019, une distorsion dans la gamme des taux qui rémunèrent le *cash* déposé auprès de la Fed. Les comptes courants du Trésor et des GSE ne sont pas rémunérés ; le *cash* prêté par les fonds monétaires à la Fed (dans le cadre des *reverse repo* RRP) est rémunéré à hauteur de 1,7% (2% avant la dernière baisse de taux annoncée le 18 septembre) ; les dépôts des banques (réserves) le sont à hauteur de 1,8% (2,1% jusqu'au 18 septembre) (graphique 8).

Ensuite, ces opérations nous semblent inappropriées dans un contexte d'excès de collatéral¹⁶. Abaisser leur rémunération (ou introduire un plafond) permettrait de réorienter les liquidités des banques centrales étrangères vers les titres du Trésor.

Surtout, dans un contexte où la monnaie centrale en circulation est rare, cette facilité est contre-productive. Les dispositifs de la Fed conduisent, en effet, à injecter chaque jour, au mieux, entre 200 et 250 mds USD¹⁷ de monnaie centrale sur les comptes courants des banques, par le biais des opérations *repo*, tout en détruisant chaque jour près de 300 mds USD de réserves, par le biais des opérations *reverse repo* avec les banques centrales étrangères.

Restreindre l'ampleur de ces opérations permettrait à la Fed de libérer de l'espace en faveur des réserves des banques dans son bilan (sans l'élargir de nouveau), le temps d'évaluer plus précisément ses besoins de « croissance organique », selon la terminologie consacrée de la Fed.

Céline Choulet

celine.choulet@bnpparibas.com

débite à son tour le compte courant en dollars de sa cliente (la banque centrale étrangère). La Fed inscrit une dette à son bilan à l'égard de la banque centrale étrangère (*reverse repo*) mais réduit d'autant sa dette vis-à-vis du système bancaire (réserves) de sorte que l'opération n'a aucune incidence sur la taille de son bilan.

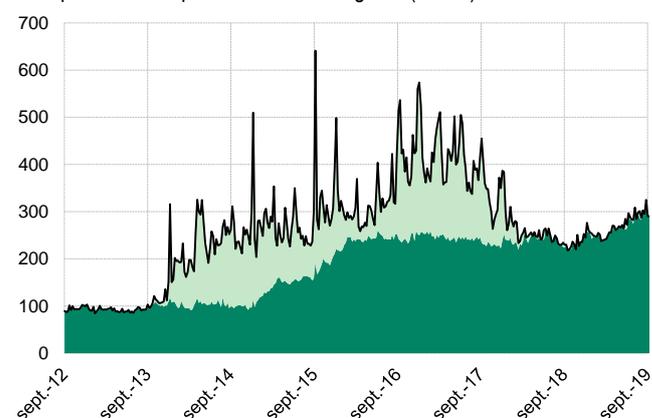
¹⁵ Si la Fed communique de manière détaillée sur les opérations *repo* et *reverse repo* menées avec des contreparties privées (volumes demandés, fourchette des taux offerts), elle est beaucoup moins disert sur les opérations de *reverse repo* nouées avec les banques centrales étrangères. Elle ne publie pas le taux de rémunération de ces opérations de manière continue. Elle ne fournit que les taux moyens pour les trois premiers mois, les six premiers mois et les neuf premiers mois de chaque année à l'occasion de la publication de ses états financiers trimestriels (non audités). Nous en avons extrapolé des hypothèses sur les taux de rémunération trimestriels.

¹⁶ Si, entre 2015 et 2016, ces opérations ont contribué à calmer les tensions sur les rendements des *Treasuries* (en détournant les banques centrales étrangères du marché des titres du Trésor au moment où les fonds monétaires étaient contraints d'accroître leur exposition à la dette publique), elles paraissent, dans le contexte actuel (fortes émissions nettes de titres courts), injustifiées.

¹⁷ Maximum offert dans le cadre d'une opération à 1 jour (100 mds USD) et des trois opérations à terme en cours (150 mds USD).

■ ... et en détruisait près de 300 mds

— Encours des opérations de mise en pension de la Fed, Mds USD
 ■ auprès des fonds monétaires (RRP)
 ■ auprès des banques centrales étrangères (FRRP)



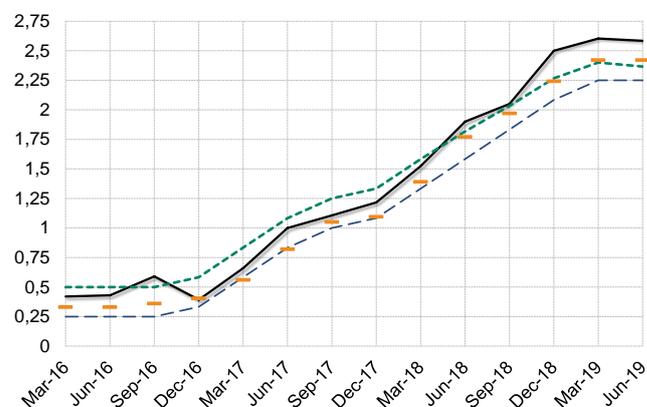
Graphique 7

Source : Réserve fédérale

■ La rémunération attractive des FRRP

Taux en %, moyenne trimestrielle

— Taux d'emprunt moyen sur les marchés *repo* (SOFR)
 - - - Taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER)
 - - - Taux des *reverse repo* de la Fed avec les fonds monétaires (RRP)
 — Taux des *reverse repo* de la Fed avec les banques centrales étrangères (FRRP)



Graphique 8

Sources : Macrobond, Réserve fédérale, BNP Paribas



RECHERCHE ECONOMIQUE 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

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

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

+33 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

+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

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@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

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes 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 engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

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

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

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

Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change