

# ECO FLASH

29 avril 2019

## Le soutien d'un IPS constitue-t-il une aide d'Etat ?

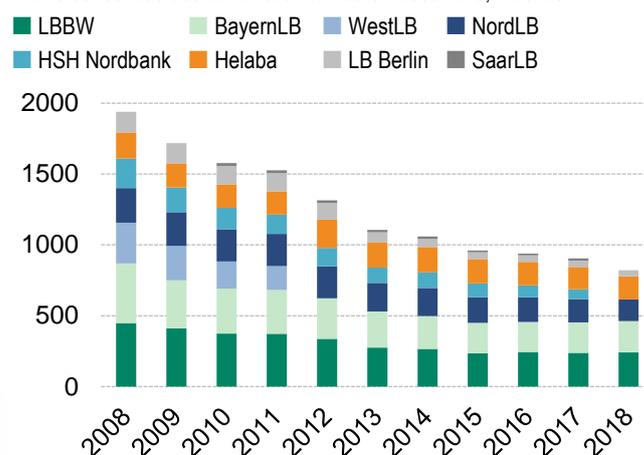
Céline Choulet

- Les actionnaires de la Norddeutsche Landesbank (NordLB) et l'association des caisses d'épargne allemande (DSGV) ont soumis pour accord aux autorités européennes une aide à la restructuration de NordLB de 3,6 milliards d'euros.
- Il est possible que la Commission européenne interprète ce plan comme une aide d'Etat, au motif qu'il ne mobilise que des ressources publiques.
- A défaut d'être compatible avec les règles du marché intérieur, ce plan pourrait être rejeté. Cela ouvrirait la voie soit à la vente de l'établissement (et éventuellement sa privatisation), soit à sa mise en résolution.
- Selon nous, les critères d'interprétation de l'aide apportée à NordLB ne devraient pas se limiter à la seule nature des ressources mobilisées (certes publique) mais également à celle des contributeurs (ses actionnaires et le fonds de protection mutuelle S-Group).
- La législation européenne (CRR, BRRD) considère, en effet, les dispositifs d'entraide prévus par les systèmes de protection institutionnels (IPS) comme des mesures de redressement de nature privée.
- Finalement, le plan d'aide à NordLB offre, pour la première fois, l'occasion de s'interroger sur l'adéquation entre les règles européennes relatives aux aides d'Etat et l'existence d'IPS constitués de membres publics.

La banque publique Norddeutsche Landesbank (NordLB) est la quatrième plus grande banque régionale allemande (graphique). Comme ses consœurs, elle exerce, d'une part, des activités de banque commerciale et de banque

### ■ Divisés par deux, en dix ans

Bilans consolidés des Landesbanken au 31 décembre, mds EUR



Graphique

Sources : SNL, Bankscope

d'investissement et joue, d'autre part, le rôle d'institution centrale auprès des caisses d'épargne opérant dans son périmètre de compétences. En proie à d'importantes difficultés financières (en lien essentiellement avec le financement du secteur maritime), la NordLB a enregistré une perte nette de EUR 2,354 mds en 2018. Son ratio de fonds propres durs pondérés CET1 a chuté à 6,82% fin 2018 (contre 12,4% fin 2017), soit bien en-deçà du minimum requis<sup>1</sup>.

Depuis début 2018 déjà, NordLB étudiait diverses options de renforcement de sa solvabilité, parmi lesquelles l'entrée au capital de fonds de capital-investissement américains ou encore une fusion avec la Landesbank Helaba. Ses

<sup>1</sup> Au 1<sup>er</sup> mars 2019, l'exigence SREP de NordLB s'élevait à 10,57%.

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS



La banque  
d'un monde  
qui change

actionnaires (le Land de Basse-Saxe à 59,13%, le Land de Saxe-Anhalt à 5,57%, les associations de caisses d'épargne de Basse-Saxe à 26,36%, de Saxe-Anhalt à 5,28% et de Mecklembourg-Poméranie-Occidentale à 3,66%) avaient finalement déclaré début février qu'ils privilégieraient une solution commune avec la DSGV, l'association représentant les intérêts du groupe financier des caisses d'épargne allemandes (S-Group<sup>2</sup>). A l'occasion de la publication de ses résultats annuels, le 4 avril dernier, la banque précisait les contours du plan de restructuration soumis aux autorités européennes.

### Le plan d'aide

Le plan d'aide s'élève à EUR 3,635 mds. Il consiste en une injection de capitaux de EUR 2,835 mds, ce qui équivaut à un quasi-doublement des fonds propres durs de NordLB<sup>3</sup>. Près de EUR 1,5 md serait apporté par le Land de Basse Saxe, EUR 200 millions par le Land de Saxe-Anhalt et EUR 1,135 md par le S-Group. La banque bénéficierait en outre de garanties du Land de Basse Saxe. Ces dernières permettraient à NordLB de réaliser une économie de fonds propres de l'ordre de EUR 800 millions.

Fort de ce soutien, NordLB entend atteindre un ratio de fonds propres durs de 14% d'ici fin 2019. Le plan prévoit également un recentrage de NordLB sur certaines de ses activités (poursuite des activités de financement des PME et grandes entreprises allemandes, abandon du financement maritime, réduction de la voilure dans le financement aéronautique et la banque de détail) et une réduction de la taille de son bilan (à EUR 95 mds contre 154 mds à fin 2018). La banque estime que les coûts liés à sa restructuration (notamment la cession des portefeuilles de prêts non performants<sup>4</sup>) ne devraient pas lui permettre de renouer avec des bénéfices avant 2020.

A la lumière de l'article 107 du traité européen et des précédentes décisions rendues par la Commission, il est possible que ce soutien soit interprété comme une aide d'Etat.

### Le soutien d'un actionnaire public constitue une aide d'Etat

L'article 107, paragraphe 1 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE)<sup>5</sup> prévoit en effet que « *sauf dérogations prévues par les traités, sont incompatibles avec le marché intérieur, dans la mesure où elles affectent les*

*échanges entre États membres, les aides accordées par les États ou au moyen de ressources d'État sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions* ».

Par le passé, toutes les mesures de recapitalisation déposées par les actionnaires de *Landesbanken* ont été qualifiées d'aides d'Etat, au motif qu'elles mobilisaient des ressources d'Etat. Les banques régionales allemandes sont, de fait, des banques publiques. Elles appartiennent aux régions (Länder) et aux caisses d'épargne (*Sparkassen*), dont les autorités de tutelle (Träger) sont des organismes publics détenus par les municipalités ou les comtés. Soutenir un établissement bancaire au moyen de ressources publiques, même en qualité d'actionnaire, constitue, en principe, une aide d'Etat selon le droit né du TFUE.

Bien que ces aides aient procuré aux *Landesbanken* des capitaux auxquels elles n'auraient pas eu accès sur le marché, la Commission européenne les avait approuvées sur le fondement de l'article 107, paragraphe 3, point b) du TFUE. Celui-ci prévoit que les aides d'Etat destinées « *à remédier à une perturbation grave de l'économie d'un Etat membre* » peuvent être considérées comme compatibles avec le marché intérieur. La Commission considère que les « *tensions persistantes sur les marchés financiers* » et le risque de « *retombées négatives majeures qui pourraient découler de la défaillance d'un établissement de crédit* » justifient la prolongation des conditions d'application des règles relatives aux aides d'Etat dans le contexte de la crise financière (définies initialement en octobre 2008 et actualisées à six reprises depuis<sup>6</sup>). Pour être considérées comme compatibles avec le marché intérieur, ces aides doivent être limitées au minimum nécessaire (au moyen d'un partage des charges notamment) et assorties de garde-fous contre les distorsions indues de concurrence.

A titre d'exemple, la Commission était parvenue en 2012 à la conclusion selon laquelle l'aide à la restructuration d'un montant global de EUR 3,3 mds octroyée à NordLB, bien que constituant une aide d'Etat, était compatible avec les règles européennes<sup>7</sup>. La Commission avait estimé que le plan de restructuration présenté garantissait la viabilité de la banque sur le long terme, une rémunération adéquate des capitaux apportés et un partage des charges satisfaisant (suspension des versements de dividendes et du paiement des coupons hybrides pendant la phase de restructuration). La réduction du bilan de NordLB (restrictions imposées à certaines activités commerciales, cessions de filiales non essentielles) et divers engagements pris par la banque devaient par ailleurs limiter les distorsions de concurrence résultant de l'aide. La Commission avait en outre souligné que la recapitalisation découlait d'exigences de fonds propres de

<sup>2</sup> Le S-Group fonctionne selon le principe de subsidiarité : les caisses d'épargne locales exercent les principales fonctions d'agence bancaire tandis que les *Landesbanken* effectuent les tâches que les caisses locales ne peuvent elles-mêmes assurer (opérations sur titres, financement et accompagnement à l'international des clients exportateurs, accès aux produits de couverture, gestion de la trésorerie et des moyens de paiements, etc.). Le réseau se caractérise également par une gestion centralisée de la liquidité : les *Sparkassen* placent leurs excédents de ressources auprès des *Landesbanken*, qui jouent le rôle de banques centrales et de chambres de compensation pour l'ensemble du réseau. Les caisses locales sont par ailleurs traditionnellement actionnaires et créancières nettes des *Landesbanken*. Enfin, l'une des spécificités du S-Group, en sa qualité d'IPS, et sur lequel nous nous attardons ici, concerne les engagements de solidarité qui lient ses membres.

<sup>3</sup> Les fonds propres CET1 (*common equity tier 1*) de NordLB s'élevaient à EUR 3,1 mds fin 2018.

<sup>4</sup> NordLB a annoncé avoir cédé le 9 avril EUR 2,6 mds de prêts non performants (sur un total de 7,5 mds à fin 2018) au fonds Cerberus.

<sup>5</sup> [https://eur-lex.europa.eu/legal-](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A12008E107)

[content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A12008E107](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A12008E107)

<sup>6</sup> Les communications de la Commission concernant l'application des règles en matière d'aides d'Etat dans le contexte de la crise financière exposent les conditions pour l'octroi d'aides en faveur des banques sous forme de garanties de financement, de recapitalisations ou de sauvetage d'actifs et les exigences concernant l'établissement d'un plan de restructuration. Les aides doivent satisfaire à ces exigences pour être jugées compatibles avec le marché intérieur. La dernière actualisation de la communication de la Commission s'applique depuis le 1<sup>er</sup> août 2013 :

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2013.216.01.0001.01.ENG&toc=OJ:C:2013:216:TOC](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2013.216.01.0001.01.ENG&toc=OJ:C:2013:216:TOC)

<sup>7</sup> [http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case\\_details.cfm?proc\\_code=3\\_SA\\_34381](http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=3_SA_34381)



l'Autorité bancaire européenne (EBA) à l'issue d'un test de résistance conduit en 2011 et du *Capital exercise* de 2012, et non d'un problème intrinsèque. Enfin, la Commission avait estimé que la défaillance d'une banque telle que NordLB, considérée d'importance systémique à l'échelle nationale, aurait eu des effets dommageables sur les marchés financiers et l'économie allemande.

### Le caractère inédit de ce plan

Les autorités régionales ont indiqué qu'elles s'étaient efforcées, à nouveau, à présenter un plan qui ne contrevienne pas aux règles européennes relatives aux aides d'Etat. L'ambition des Länder comme de la DSGV est d'éviter la privatisation de NordLB<sup>8</sup> ou le déclenchement d'une procédure de résolution, laquelle imposerait un renflouement interne à hauteur d'au moins 8% des passifs. Dans la mesure où la banque ne respecte plus les exigences réglementaires minimales en matière de fonds propres, le plan de restructuration de la banque doit néanmoins prévoir, pour être jugé compatible avec le marché intérieur<sup>9</sup>, un renflouement partiel<sup>10</sup> en imposant une conversion en fonds propres ou une réduction de valeur des titres de créance subordonnés<sup>11</sup>. Fin 2018, les fonds propres additionnels Tier 1 et Tier 2 de NordLB s'élevaient à EUR 2,7 mds.

Les conditions du sauvetage de NordLB revêtent toutefois un caractère inédit.

En effet, contrairement aux plans de soutien mis en place précédemment en faveur des *Landesbanken*, l'aide apportée n'émane pas uniquement des actionnaires de NordLB mais également du réseau de coopération et de soutien mutuel dont elle est membre, le S-Group. Les contributions individuelles des membres du S-Group n'ont pas été intégralement communiquées. Les trois plus grandes *Landesbanken* (LBBW, BayernLB et Helaba) devraient contribuer à la recapitalisation de NordLB à hauteur de EUR 260 millions au total. L'association des caisses d'épargne du Land de Basse Saxe, à la fois actionnaire de NordLB et membre du S-Group, injecterait EUR 320 millions aux côtés des caisses d'épargne de Bavière (68 millions) ou de Hesse et Thuringe (37,7 millions).

### Le dispositif d'entraide, pierre angulaire des IPS

La législation européenne reconnaît le S-Group, auquel appartiennent l'ensemble des *Landesbanken* et *Sparkassen* allemandes, comme un système de protection institutionnel (IPS pour *Institutional Protection Scheme*, l'acronyme anglais

étant le plus usité)<sup>12</sup>. Le règlement européen de juin 2013<sup>13</sup> définit un IPS comme « *un arrangement de responsabilité contractuel ou prévu par la loi qui protège les établissements qui le composent et, en particulier, garantit leur liquidité et leur solvabilité pour éviter la faillite, le cas échéant* » (article 113 paragraphe 7 CRR). D'après le guide de la BCE concernant l'approche retenue pour la reconnaissance des IPS à des fins prudentielles de juillet 2016<sup>14</sup>, dès lors qu'il existe un risque de défaillance d'un membre de l'IPS et que les mesures préventives s'avèrent insuffisantes, « *l'IPS doit prendre une décision relative à un soutien matériel ou financier* ».

L'IPS doit disposer d'un large éventail de modalités d'intervention, « *allant de mesures peu intrusives, comme le suivi plus étroit des établissements membres à partir d'indicateurs pertinents et des exigences de déclaration supplémentaires, à des mesures plus importantes, proportionnées au niveau de risque de l'établissement bénéficiaire membre de l'IPS et à la sévérité de ses contraintes financières, notamment la mise à disposition de fonds propres et de liquidités* ». Des mesures d'assainissement du bilan, de restructuration ou de révision du *business model* peuvent être imposées à l'établissement en difficulté. Afin de minimiser *ex ante* les risques d'aléa moral et *ex post* ceux de contagion, les IPS établissent les contributions de leurs membres en fonction de leurs profils de risques et n'envisagent généralement pas une aide inconditionnelle et illimitée à leurs membres. Ainsi, s'il doit exister « *un engagement clair de la part de l'IPS d'apporter un soutien quand – malgré le suivi préalable des risques et des mesures d'intervention précoces – un membre de l'IPS est insolvable ou à court de liquidités* », celui-ci reste conditionnel : un IPS est un système d'engagements et d'obligations mutuels. L'opportunité d'aider financièrement l'un des membres doit être évaluée à l'aune de sa situation financière et de sa prise de risque passée, des fonds disponibles et de la capacité des autres membres à renflouer le fonds *ex post*. Les conditions d'utilisation des fonds sont encore plus strictement encadrées lorsque l'IPS a la double fonction de système de protection mutuelle et de système de garantie des dépôts (ce qui est le cas du S-Group). La nécessaire approbation préalable des membres du comité de décision (majorité qualifiée de 75%), avant toute activation du dispositif d'entraide, illustre cette conditionnalité. D'ailleurs, à notre connaissance, ce dispositif n'a jamais été mobilisé en faveur d'une *Landesbank* depuis la crise financière de 2008.

### L'arrêt rendu dans le cas de Banca Tercas n'est pas extrapolable

Pourtant, la communication de la Commission relative aux aides d'Etat ne prévoit pas de régime particulier en cas d'intervention d'un IPS. Elle établit en revanche que « *les interventions de fonds de garantie des dépôts visant à dédommager les déposants conformément aux obligations imposées aux Etats membres par la directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts ne constituent pas des aides d'Etat. Toutefois, l'utilisation de ces fonds ou de fonds similaires pour soutenir la restructuration d'établissements de crédit peut constituer une aide d'Etat. Les fonds en question peuvent certes provenir du secteur privé,*

<sup>8</sup> HSH Nordbank est la seule *Landesbank* à avoir été privatisée. En mai 2016, la Commission avait donné son approbation définitive au relèvement de EUR 7 à 10 mds de la garantie d'actifs apportée par les Länder de Hambourg et de Schleswig-Holstein à HSH. Cette décision se fondait sur les nouveaux engagements des autorités allemandes, qui visaient à scinder HSH en deux entités et à vendre l'activité opérationnelle sans aide d'Etat supplémentaire. En novembre 2018, la Commission avait approuvé la vente d'HSH à un consortium de fonds de capital-investissement dirigé par J.C. Flowers et Cerberus. Un accord avait été trouvé pour maintenir sa participation au S-Group pendant trois ans.

<sup>9</sup> Le plan sera en effet apprécié au regard de la communication de 2013 de la Commission (qui renforce les exigences en matière de répartition des charges), une première pour un plan déposé par une *Landesbank*.

<sup>10</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-09-441\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-09-441_en.htm)

<sup>11</sup> Dans la mesure où cela est juridiquement possible et à condition de respecter le principe selon lequel aucun créancier ne peut être plus désavantagé que dans le cas d'une liquidation sans aide d'Etat

<sup>12</sup> C. Choulet (2017), *Les systèmes de protection institutionnels sont-ils des groupes ?*, BNP Paribas, Conjoncture, Janvier 2017

<sup>13</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02013R0575-20180101>

<sup>14</sup> [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/institutional\\_protection\\_guide.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/institutional_protection_guide.en.pdf)



*mais ils peuvent constituer des aides d'Etat dans la mesure où ils passent sous le contrôle de l'Etat et que la décision relative à l'utilisation des fonds est imputable à ce dernier* ». Le 19 mars dernier, le Tribunal de l'Union Européenne a annulé une décision de la Commission Européenne de 2015 qualifiant d'aide d'Etat les mesures de soutien en faveur de la banque mutualiste italienne, Banca Tercas, prises par le Fonds italien de garantie des dépôts (FITD). Le tribunal a estimé que la Commission n'était pas parvenue à démontrer que l'aide était imputable à l'Etat et financée au moyen de ressources d'Etat. La Commission n'avait pas donné de preuves suffisantes que les autorités publiques italiennes avaient exercé une influence substantielle sur la décision d'adopter ces mesures de soutien. En outre, les fonds utilisés étaient issus de contributions volontaires (les statuts du fonds prévoient la possibilité d'une intervention préventive en faveur de ses membres) et non de contributions obligatoires au fonds de garantie des dépôts<sup>15</sup>.

Selon nous, l'arrêt rendu dans le cas de Banca Tercas n'est toutefois pas extrapolable à NordLB. Certes, le S-Group endosse également la fonction de système de garantie des dépôts. Il pourrait en outre faire valoir que la décision d'intervenir en faveur de NordLB n'est pas imputable à l'Etat (mesures préventives de l'IPS, vote interne) et que les fonds utilisés correspondent à un volant de contributions volontaires (au-delà du minimum requis au titre de la garantie des dépôts). Il n'en demeure pas moins que les ressources mobilisées en faveur de NordLB sont, contrairement à celles allouées à Banca Tercas, des ressources d'Etat au sens de l'article 107(1) du TFUE.

### Enfin, un soutien de nature privée ?

La législation européenne manifeste davantage de bienveillance à l'égard des IPS dans les textes qui définissent le cadre prudentiel (CRR, BRRD). Ainsi, la directive européenne BRRD<sup>16</sup> assimile les dispositifs de soutien prévus par les IPS à des mesures de redressement de nature privée, susceptibles d'écarter le risque de mise en résolution des établissements aidés. A ce titre, l'IPS peut satisfaire aux exigences de la BRRD relatives aux plans de redressement, et ses membres en être dispensés<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> T. Humblot (2019), *L'intervention du FITD en faveur de Banca Tercas n'était pas une aide d'Etat*, BNP Paribas, EcoFlash à paraître

<sup>16</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0059>

<sup>17</sup> Au titre de l'article 4 paragraphe 8 b) de la BRRD, les établissements de crédit membres d'un IPS (en dehors des établissements placés sous la supervision directe de la BCE, tels que les *Landesbanken*) peuvent être dispensés de l'élaboration d'un plan de redressement. Lorsqu'une telle exemption est accordée, l'IPS doit élaborer un plan en coopération avec chacun de ses membres exemptés et veiller à ce que ses membres respectent les exigences réglementaires en matière de fonds propres et de liquidités sur base individuelle. D'après une enquête réalisée par l'EBA en 2017, 89% des établissements de crédit allemands (soit EUR 1 793 mds d'actifs bancaires, ce qui correspond *grosso modo* aux bilans agrégés des caisses d'épargne et coopératives de crédit allemandes), y étaient éligibles, en raison de leur appartenance à un IPS, mais aucune dispense n'avait été, à l'époque de l'enquête (avril 2017), formellement demandée. 9% des établissements remplissaient les conditions nécessaires pour bénéficier d'obligations simplifiées (non formellement accordées). S'agissant des plans de résolution, 98% des établissements de crédit allemands bénéficiaient d'obligations simplifiées (soit EUR 2 320 mds d'actifs bancaires). Aucune banque ne pouvait en revanche être dispensée de l'élaboration d'un plan de résolution (cette dispense est réservée aux établissements affiliés à un organe central, article 4.8.a). Lien vers l'étude :

La BRRD prévoit qu'une banque ne peut être mise en résolution qu'à trois conditions : 1. « *la défaillance de l'établissement est avérée ou prévisible* », 2. « *il n'existe aucune perspective raisonnable qu'une autre mesure de nature privée, y compris les mesures prévues par un système de protection institutionnel, ou prudentielle, y compris les mesures d'intervention précoce ou la dépréciation ou la conversion d'instruments de fonds propres [...], empêche la défaillance de l'établissement dans un délai raisonnable* » et 3. « *une mesure de résolution est nécessaire dans l'intérêt du public* » (article 32 paragraphe 1). Le dispositif d'entraide d'un IPS s'apparente, en quelque sorte, à un mode de *bail-out* privé : le sauvetage d'une *Landesbank* peut être assumé par des contreparties extérieures au groupe en difficulté mais membres du même IPS (*Landesbanken*, voire *Sparkassen* d'autres régions allemandes et *Landesbausparkassen*), ce qui offre une protection aux créanciers du groupe extérieurs au réseau (déposants et autres créanciers non membres de l'IPS).

Les conditions du sauvetage de NordLB confirment, selon nous, *a minima*, l'existence d'un « réel » mécanisme d'entraide au sein du S-Group. A défaut d'une intervention de la DSGV, la crédibilité des engagements de solidarité qui lient les membres du S-Group aurait en effet pu être mise en doute<sup>18</sup>.

Finalement, le plan de restructuration de NordLB mériterait sans doute d'être apprécié à travers le prisme du régime des aides d'Etat pour la seule partie des ressources publiques mobilisées par les deux Länder. Interpréter l'aide apportée par le S-Group à la lumière de la communication de 2013 (sans apprécier le caractère spécifique de ce soutien) reviendrait en effet à nier la possibilité d'IPS constitués de membres publics. En d'autres termes, cela reviendrait à considérer toute intervention du S-Group comme incompatible avec le régime des aides d'Etat.

### Céline Choulet

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

<https://eba.europa.eu/documents/10180/1720738/EBA+Report+on+the+Application+of+Simplified+Obligations+and+Waivers+in+Recovery+and+Resolution+Planning.pdf>

<sup>18</sup> Le statut d'IPS donne droit à des exemptions et/ou dérogations prudentielles. En outre, les agences de notation tiennent compte de ces liens dans leur appréciation du risque de crédit posé par les *Landesbanken*.

# RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

**William De Vijlder**  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto: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](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)

**Hélène Baudchon**

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

**Louis Boisset**

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

**Tarik Rharrab**

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)

## ECONOMIE BANCAIRE

**Laurent Quignon**

Responsable

+33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)

**Laure Baquero**

+ 33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet**

+33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot**

+ 33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

**François Faure**

Responsable

+33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)

**Christine Peltier**

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

**Stéphane Alby**

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)

**Sylvain Bellefontaine**

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)

**Sara Confalonieri**

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)

**Pascal Devaux**

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

**Hélène Drouot**

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)

**Salim Hammad**

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

**Johanna Melka**

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini**

+33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto: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'événement 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 engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

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

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

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

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

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

Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.  
Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

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



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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