



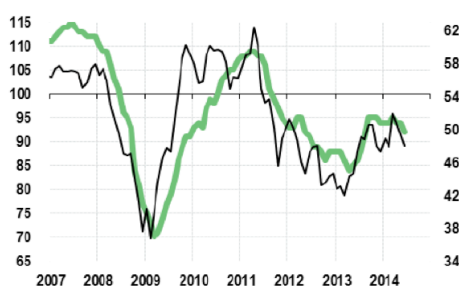
FRANCE

# NETTE DÉTÉRIORATION DU CLIMAT DES AFFAIRES EN JUIN

L'indicateur composite du climat des affaires de l'INSEE a perdu deux points en juin, à 92, un niveau très en-deçà de sa moyenne de long terme de 100. Il rompt, malheureusement par le bas, sa longue période (huit mois) de stagnation, décevant une nouvelle fois les espoirs d'une amélioration. Ce recul n'est pas vraiment une surprise compte tenu des vents contraires dans lesquels la reprise française reste prise. Le nouveau repli de l'indice composite PMI en atteste aussi. Il renvoie même un signal plus négatif encore puisqu'il est redescendu depuis mai en zone de contraction de l'activité.

C'est une mauvaise nouvelle que les détails du chiffre viennent accentuer. En effet, en dehors des services, où le climat des affaires est resté stable (mais à un très bas niveau), il se détériore dans les autres secteurs : -1 point dans l'industrie, -2 points dans le commerce de détail et -4 points dans le bâtiment. Et les détails de l'enquête dans l'industrie ne sont pas encourageants. Certes, le jugement sur les perspectives personnelles de production (solde d'opinion le mieux corrélé avec l'activité manufacturière) est stable sur sa moyenne de long terme. Mais le jugement sur les carnets de commandes (globaux et étrangers) et sur les perspectives générales de production se détériore une nouvelle fois et de manière importante.

## Un climat des affaires mal orienté



■ Indice composite PMI (éch. D)  
■ Indicateur composite INSEE (éch. G)  
Sources : INSEE, Markit

Sur l'ensemble du deuxième trimestre, l'indicateur composite de l'INSEE et le PMI se retrouvent légèrement inférieurs à leur niveau moyen du premier trimestre. C'est difficile à réconcilier avec le rebond de croissance attendu au deuxième trimestre après la stagnation du premier trimestre. Mais ce qui sous-tend un tel rebond, c'est la disparition des facteurs négatifs ponctuels qui ont pesé sur l'activité au premier trimestre. C'est pourquoi l'INSEE prévoit 0,3% t/t de croissance. Cette prévision, qui est aussi la nôtre à ce jour, est toutefois assortie d'un risque baissier important, qui n'est pas de bon augure non plus pour le troisième trimestre et la croissance sur l'ensemble de l'année (que nous prévoyons actuellement à 0,8% et l'INSEE à 0,7%).

Hélène BAUDCHON  
[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

### RETOUR SUR L'AFFAIRE AMÉRICAINE

En page 4, nous revenons sur les raisons du différend avec les autorités américaines, les leçons que nous en avons tirées, le contenu de l'accord, ses conséquences financières et enfin les perspectives d'avenir.

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

au 01.07.2014

### FRANCE

#### ACTIVITÉ

Variations annuelles, %	2013	2014e	2015e
PIB	0,4	0,8	1,4
Consommation privée	0,3	0,1	1,1
Dépenses Publiques	2	1,5	0,6
Investissement (FBCF)	-0,8	-1,1	1,3
Contribution des exportations	0,1	-0,1	0

#### INFLATION ET CHÔMAGE

Variations annuelles, %	2013	2014 e	2015 e
Inflation (IPC)	0,9	0,7	1,2
Taux de chômage, niveau %	10,3	10,4	10,3

#### COMPTES EXTÉRIEURS ET PUBLIC

% PIB	2013	2014 e	2015 e
Balance courante	-1,3	-1,2	-1,3
Déficit public	-4,2	-3,8	-3,4
Dettes publiques % PIB	92	94	95

### ZONE EURO

#### ACTIVITÉ

Variations annuelles, %	2013	2014e	2015e
PIB	-0,4	1,2	1,6

#### INFLATION ET CHÔMAGE

Variations annuelles, %	2013	2014 e	2015 e
Inflation (IPC)	1,4	0,6	1,1
Taux de chômage, niveau %	12	11,7	11,2

#### COMPTES EXTÉRIEURS ET PUBLIC

% PIB	2013	2014 e	2015 e
Balance courante	2,4	2,7	2,8
Déficit public	-3	-2,5	-2
Dettes publiques % PIB	95	97	96

e : estimations et prévisions des Etudes économiques BNP Paribas



## VUE D'ENSEMBLE LA BCE FRAPPE FORT

Le 5 juin 2014, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) dévoilait un véritable arsenal de mesures de soutien à l'économie : baisse du taux de refinancement (refi) à un nouveau plancher historique, taux de dépôt porté en territoire négatif, nouvelles mesures spéciales et ciblées de liquidités, arrêt de la stérilisation du programme SMP (« Securities Market Program », achat d'obligations d'Etat sur le marché secondaire), poursuite des opérations de refinancement à taux fixe intégralement servies (LTRO) jusqu'à la fin de 2016, sans parler d'un programme de rachat de créances titrisées d'entreprises (ABS ou asset-backed security) actuellement à l'étude.

La BCE est très préoccupée par la faiblesse de l'inflation (0,5% en mai, ses prévisions pour 2014 et 2015 ayant été revues en baisse) qui, si elle devait se poursuivre pendant plusieurs mois, pourrait entraîner le risque de basculer en déflation, de sorte que les Etats comme le secteur privé verraient leurs ratios de dette augmenter mécaniquement. Le train de mesures annoncées en juin est destiné à déjouer ces risques, en stimulant la demande et le crédit et, en fin de compte, l'inflation et les anticipations d'inflation.

### Le train de mesures

Cet ensemble de mesures s'articule autour de trois volets : le premier vise à assouplir l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Le taux « refi » a été abaissé de 10 points de base (bp) à 0,15 %, nouveau plancher historique. Comme les taux d'intérêt sont proches de zéro, de nouvelles baisses isolées du taux refi n'auraient eu qu'un impact très marginal sur l'économie, mais sans être nul car de nombreuses banques, principalement dans les pays périphériques, sont toujours

en demande de liquidités BCE. Aussi la Banque centrale européenne a-t-elle décidé de baisser aussi de 10 pb à -0,10 % le taux de rémunération de la facilité de dépôt. En faisant ainsi reculer de facto le niveau plancher de l'Eonia, la BCE entend, par son action, avoir un impact plus large sur les taux du marché. Au cours des deux derniers mois, l'Eonia s'est négocié en moyenne aux environs de 0,25 %, un niveau conforme à la valeur antérieure du taux refi. L'Eonia va probablement baisser, mais il est difficile de dire jusqu'où il peut aller car plusieurs forces s'exercent dans des directions opposées. A noter que l'Eonia peut, en théorie, devenir également négatif.

### « Les banques pourront réduire leurs liquidités auprès de la BCE, en augmentant le montant disponible sur le marché monétaire »

Lorsque les réserves excédentaires des banques commerciales (à savoir la facilité de dépôt plus les excédents de liquidités en sus des réserves obligatoires que les banques détiennent en compte courant auprès de la BCE) étaient supérieures à EUR 200 mds et la facilité de dépôt déjà à 0 % dans l'été 2012, l'Eonia se situait en dessous de 0,1 %. Les réserves excédentaires sont aujourd'hui bien plus faibles aux environs de EUR 120 mds. C'est l'une des raisons pour lesquelles l'Eonia est à présent plus élevé. Comme elles ne seront plus incitées à maintenir leurs liquidités sur la facilité de dépôt ou en compte courant auprès de la BCE (les réserves excédentaires seront-elles aussi soumises à un taux de pénalité de -0,10 %), les banques pourront réduire leurs liquidités auprès de la BCE, en augmentant le montant disponible sur le marché monétaire. Cette mesure, conjuguée avec l'arrêt du programme de

stérilisation (qui permet de réinjecter EUR 150 mds supplémentaires) est de nature à accroître les liquidités sur le marché monétaire et à pousser l'Eonia nettement à la baisse.

Cependant, rien ne garantit un transfert à 100% des liquidités de la facilité de dépôt ou des comptes courants au profit du marché monétaire. Certaines institutions de crédit peuvent décider, après une analyse coûts-bénéfices, de conserver des liquidités à la BCE pour se conformer à leurs nouvelles obligations réglementaires dans le cadre de Bâle III (ratios de liquidité), tandis que d'autres préféreront utiliser autrement les liquidités conservées auprès de l'Institut de Francfort, en achetant par exemple des obligations d'Etat pour satisfaire aux exigences de Bâle III. En résumé, l'Eonia va probablement se détendre en s'approchant de zéro, mais il restera en territoire positif. Cela pourrait contribuer à faire baisser sensiblement le taux de change. Si sur les échéances à moyen terme, les taux du marché monétaire de la zone euro sont conformes à leurs équivalents aux Etats-Unis, ce n'est pas le cas sur le très court terme. Au cours des deux derniers mois, la moyenne de l'Eonia s'est établie à 0,24 %, contre 0,09 % pour celle du taux effectif des Fed funds. A échéance d'une semaine, l'écart est même légèrement plus élevé. Ces évolutions ne sont manifestement pas étrangères au raffermissement de l'euro.

La baisse du taux de prêt marginal de 35 pb à 0,4 % est aussi extrêmement importante. Comme il s'agit là d'un plafond de facto pour l'Eonia, ce geste pourrait en limiter la volatilité et entraîner ainsi un resserrement des conditions monétaires. A noter, comme l'a souligné le Président Draghi, qu'après le mouvement du mois de juin, les taux directeurs auront probablement atteint leur limite inférieure.



## « Assurer la transmission à l'économie de cette politique monétaire assouplie »

Le deuxième volet de ce paquet vise à assurer la transmission à l'économie de cette politique monétaire assouplie. C'est la raison pour laquelle la BCE a décidé de mener une série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (Targeted Longer Term Refinancing Operations ou T-LTRO) en vue d'encourager le crédit aux ménages et aux sociétés non financières. Ces T-LTRO ont été conçues pour faire en sorte que les liquidités soient utilisées en vue de financer le secteur privé et non, comme ce fut le cas pour les LTRO spéciales à 3 ans, pour acheter des titres souverains. Grâce à leur coût très faible (taux d'intérêt égal au refi plus un spread de 10 pb fixé à l'avance), à leur durée (jusqu'à 4 ans) et à leur ciblage (voir encadré), ces mesures pourraient être extrêmement utiles pour améliorer le crédit. La possibilité offerte aux banques de participer aux T-LTRO sur la durée de ces opérations pourrait permettre de renforcer la « forward guidance ». Les conditions d'arbitrage entraîneront un repli des taux du marché sur les échéances moyennes car ils devront s'aligner sur le taux d'intérêt fixé dans le cadre de la LTRO.

Ainsi qu'il ressort du dernier volet du « package », la BCE est prête à aller plus loin encore. La Banque centrale européenne pourrait ainsi annoncer prochainement un programme d'achat ferme de titres ABS. Ce programme aurait pour effet de réduire la fragmentation des marchés financiers, les pays périphériques étant ceux qui utilisent le plus les ABS. Enfin, la BCE a affirmé qu'elle pourrait faire plus si nécessaire. Mais pour le moment, elle va probablement commencer par évaluer l'impact de cet ensemble de mesures sur l'économie.

Clemente DE LUCIA  
[clemente.delucia@bnpparibas.com](mailto:clemente.delucia@bnpparibas.com)

Jean-Luc PROUTAT  
[jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

## Un nouveau plan TLTRO : 400 milliards d'euros, voire plus si affinités...

De toutes les mesures annoncées le 5 juin 2014, la reprise des opérations de financement à long terme (*Long Term Refinancing Operations*, LTRO) était sans doute l'une des plus attendues. Concrètement, elle indique que la BCE, qui, à l'inverse des autres grandes banques centrales, avait laissé se réduire la taille de son bilan, va à nouveau accroître son concours à l'économie. Elle le fera classiquement via des prêts aux banques, mais selon des conditions assez différentes de celles qui prévalaient lors des précédentes opérations de décembre 2011 et janvier 2012.

Le dispositif va d'abord être ciblé, afin d'éviter qu'il puisse servir à financer prioritairement les Etats. L'acronyme s'enrichit donc d'un « T » (pour Targeted) et devient TLTRO. Il vise spécifiquement le crédit au secteur privé, dont l'encours, ainsi que la dynamique, détermineront les montants alloués. Huit opérations sont prévues qui arriveront toutes à échéance en septembre 2018, ce qui indique des durées de prêts comprises entre deux et quatre ans. Les deux premières opérations, programmées pour septembre et décembre 2014, sont calibrées sur des stocks. Elles représenteront 7% des encours de prêts au secteur privé non financier (SPNF, ménages et entreprises) à l'exclusion de ceux au logement, soit environ 400 milliards d'euros. Interviendront ensuite chaque trimestre et à partir de mars 2015 six autres opérations, assises sur des flux (nouveaux prêts - remboursements). Les banques auront ainsi la possibilité d'obtenir auprès de la BCE des concours supplémentaires représentant jusqu'à trois fois l'accroissement de leurs prêts nets aux SPNF (toujours hors logement), la période de référence étant celle des douze mois s'achevant au 30 avril 2014.

Le coût de chaque opération sera par ailleurs connu dès le départ, alors qu'il résultait précédemment de la moyenne des taux des principales opérations de refinancement (refi). Les taux d'intérêt des TLTRO seront ainsi fixés à refi +10 points de base, soit probablement 0,25% pour la première opération de prêt à quatre ans débutant en septembre 2014. L'incitation à y recourir est donc très forte.

Comme précédemment, les banques auront la possibilité de rembourser tout ou partie des TLTRO par anticipation, passée une période de deux ans. La nouveauté vient du fait qu'elles seront contraintes de le faire dans le cas où le montant de leurs prêts nets aux SPNF (hors logement) baissait en regard de la période de référence. Dès lors, l'échéance du remboursement serait ramenée à septembre 2016, soit deux ans avant le terme normal.

En résumé, le dispositif est rendu beaucoup plus incitatif (taux fixes connus à l'avance, durée de prêt pouvant aller jusqu'à quatre ans...) mais engage aussi davantage les contreparties. Il s'adresse essentiellement aux banques du sud de l'UEM (Italie, Espagne, Portugal, Grèce), qui continuent pour beaucoup de dépendre des financements de la BCE et dont les prêts nets au secteur privé ont toujours tendance à se contracter.

(1) Eonia : taux de référence quotidien des dépôts interbancaires non gagés par des titres.

(2) « Forward guidance » : outil de communication des banques centrales consistant à guider les anticipations des investisseurs sur les possibles évolutions futures de la politique monétaire. Une politique de « forward guidance » sert à améliorer la transparence de la politique monétaire afin d'encourager l'investissement et la consommation.



# RETOUR SUR L'AFFAIRE AMÉRICAINE

Les autorités américaines ont conduit une enquête sur les opérations de banque commerciale en dollars effectuées par BNP Paribas avec certains pays sous embargo américain.

BNP Paribas a reconnu sa responsabilité et a travaillé avec les autorités des Etats-Unis pour aboutir à un accord qui a été rendu public le 30 juin.

## Les raisons du différend

La jurisprudence en matière d'embargo est à la fois complexe et évolutive. Ainsi, **les opérations en cause, conduites par les banques internationales, alors même qu'elles étaient licites au vu des réglementations française et européenne, ont été faites en dollars et ont été à ce titre jugées illicites par les autorités des Etats-Unis.**

Dans ce contexte, des dysfonctionnements et des pratiques contraires à l'éthique de la banque ont été constatés au sein de l'activité spécifique de financement du négoce international de pétrole et de gaz. Pour mémoire, cette activité représente moins de 1% de l'activité totale de la banque.

Des défaillances individuelles ont été mises en évidence dans cette activité. Elles concernent une quarantaine de cadres. Il y a eu des comportements managériaux inappropriés ; des négligences et erreurs en matière de conformité. Il y a eu enfin des fautes caractérisées commises par certains collaborateurs, qui ont contourné délibérément les règles américaines et n'ont pas respecté les décisions de la Direction Générale qui interdisait, dès 2007, la poursuite de ces activités dans les pays concernés.

Enfin, au-delà des défaillances individuelles, il y a eu également certains défauts de vigilance et de réactivité dans l'appréhension de l'évolution du cadre réglementaire et dans le contrôle de cette activité.

## Le contenu de l'accord avec les autorités américaines

**BNP Paribas s'acquittera d'une pénalité très élevée de 8,97 milliards de dollars (6,6 milliards d'euros).**

L'accord préserve la capacité du Groupe à compenser des opérations en dollars, **à l'exception d'une restriction concernant l'année 2015 et portant pour l'essentiel sur des centres opérationnels de l'activité de financement du négoce international de matières premières, pour la partie pétrole et gaz.** Durant cette période, afin d'assurer une continuité de services aux clients concernés, ces activités devront avoir recours aux services de compensation d'une banque américaine au lieu de passer par BNP Paribas New York.

**BNP Paribas conservera ses licences :** La Banque de France, les superviseurs des Etats-Unis ainsi que les principaux superviseurs des pays dans lesquels BNP Paribas est implantée, ont confirmé le maintien de l'intégralité des licences bancaires. Les autres superviseurs devraient le faire dans les prochains jours.

## Les conséquences

**Aucun contribuable français ne sera mis à contribution.**

**Cette sanction financière n'aura pas non plus d'impact sur les clients : la sécurité financière est une évidence et les tarifs demeurent inchangés.**

**Elle n'aura enfin aucune conséquence sur l'emploi.**

Le paiement de la pénalité donnera lieu à la comptabilisation d'une charge exceptionnelle de 5,8 milliards d'euros dans les comptes du 2ème trimestre 2014, compte tenu des sommes déjà provisionnées.

**Cette pénalité aura comme conséquence une réduction du ratio de solvabilité « Common Equity Tier 1 », qui va baisser pour s'établir à environ 10% au 30 juin,** alors qu'il atteignait 10,6% fin mars. En dépit de ce repli, ce niveau demeure

très élevé par rapport aux exigences réglementaires.

La solidité de la banque n'est donc pas entamée comme l'a relevé l'ACPR, le régulateur bancaire français.

## Les leçons

Les enseignements de ces dysfonctionnements et erreurs humaines, totalement contraires à nos valeurs et notre politique de banque responsable, ont été tirés.

**Après examen attentif des responsabilités, les mesures spécifiques - sanctions et licenciements - qui s'imposaient ont été prises.**

Un ensemble de nouvelles procédures en matière de conformité et de contrôle ont été élaborées et, pour la plupart, mises en œuvre.

A été en particulier mis en place un plan d'envergure concernant la conformité aux règles des Etats-Unis ainsi que, sur le plan mondial, le traitement des opérations en dollars.

Ces premières décisions permettent de renforcer les contrôles et doivent garantir la conformité de l'ensemble des opérations avec les lois et réglementations américaines.

## L'avenir

**Le modèle de banque universelle fondé sur la diversification des métiers et géographies demeure inchangé. Le plan stratégique de croissance est maintenu.**

Dans un environnement à tous points de vue complexe et instable, et souvent défavorable, BNP Paribas demeure un leader français de l'industrie bancaire mondiale.

**BNP Paribas, banque de l'économie réelle, a plus que jamais l'ambition de contribuer à la reprise économique et d'accompagner les projets des entrepreneurs, et en particulier des PME et des ETI, en France comme en Europe.**

