

ÉVALUATION

des

RISQUES

du

SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

Décembre 2016

Préface

Ce rapport sur l'évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier français rassemble les analyses des équipes de la Banque de France et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Il est piloté, coordonné par la direction de la Stabilité financière de la Banque de France et publié deux fois par an, en juin et en décembre. Cet exercice est réalisé dans le cadre de la mission de stabilité financière confiée à la Banque de France par la loi n° 2013/672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, en coordination avec le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF).

Ce rapport vise à identifier les risques et vulnérabilités présents dans le système financier français ainsi que ses forces et facteurs de résistance. Cette analyse alimente notamment les réflexions du gouvernement de la Banque de France, du collège de l'ACPR et du HCSF. Elle vise en particulier à étayer les propositions du gouverneur de la Banque de France au HCSF en matière de politique macroprudentielle et, le cas échéant, à évaluer les effets de ces propositions ou mesures prudentielles sur la stabilité financière.

François Villeroy de Galhau
Gouverneur de la Banque de France

1.	SYNTHÈSE : ÉVALUATION DES RISQUES ET DES VULNÉRABILITÉS DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS	04
2.	RISQUES MACROÉCONOMIQUES	09
2.1	Montée de l'incertitude politique	10
a.	Conséquences macroéconomiques de l'élection présidentielle aux États-Unis	10
b.	Risques liés aux conséquences du Brexit	12
c.	Montée du risque politique en Europe	14
2.2	Risques liés à la croissance des économies émergentes	14
a.	Malgré une amélioration de la situation économique, les risques persistent	14
b.	L'impact sur la zone euro et la France devrait être limité	17
2.3	Risques liés au secteur immobilier	17
a.	Immobilier résidentiel	18
b.	Immobilier commercial	19
2.4	Risques liés à la hausse de l'endettement des sociétés non financières (SNF)	20
a.	La dynamique d'endettement des SNF s'inscrit dans l'environnement actuel de taux bas	20
b.	Analyse des liens entre l'augmentation de l'endettement des entreprises et les flux d'investissement	23
c.	La forte augmentation de la trésorerie des SNF traduit des comportements nouveaux	24
3.	RISQUES DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES	26
3.1	Risques des banques	27
a.	Impact de l'environnement de taux d'intérêt bas sur la rentabilité des banques	27
b.	Risques liés à la réglementation	32
c.	Vulnérabilités du secteur bancaire européen	36
d.	Évolution des modèles d'activité	39
3.2	Risques des sociétés d'assurance	41
a.	Comparaison des indicateurs de marché des banques et des sociétés d'assurance	41
b.	Facteurs de fragilité et adaptation des assureurs	42
3.3	Risques liés à la rupture digitale	45
4.	RISQUES DES MARCHÉS FINANCIERS	48
4.1	Risques liés à la valorisation des actifs	48
a.	Corrélation entre les courbes de taux américaine et européenne	48
b.	Impact et efficacité du CSPP	52
c.	Des valorisations élevées	54
4.2	Risques liés à la gestion d'actifs	55
a.	Un secteur en évolution depuis la crise	55
b.	Les principales vulnérabilités portent sur les risques de liquidité et de levier	56
4.3	Risques liés à la réglementation des marchés financiers	60
a.	Impacts des réformes réglementaires sur le système financier	60
b.	Brexit : enjeux des négociations sur l'accès au marché intérieur	62

1 Synthèse : Évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier français

La Banque de France surveille la montée de tensions dans les secteurs financiers européen et français par le biais de plusieurs indicateurs, dont certains mesurent le risque systémique. Ceux-ci indiquent un risque systémique faible et moins volatil en France que dans l'ensemble de la zone euro (Graphique 1).

Encadré 1

L'indicateur composite de tensions systémiques (CISS)

Sur les marchés financiers, le *Composite Indicator of Systemic Stress* ou CISS, synthétise l'information de cinq secteurs: marchés obligataire, monétaire, boursier, des changes et intermédiaires financiers.

Le CISS est un indicateur agrégé de stress financier. Il est normalisé pour afficher une valeur comprise entre 0 et 1 (moyenne mobile 4 semaines). Une valeur élevée s'interprète comme le signe de tensions sur les cinq marchés (piliers) sous-jacents. Cet indicateur prend notamment en compte les phénomènes de contagion entre les différents piliers des risques.

Depuis le début de l'année 2016, l'indicateur composite de tensions systémiques (*Composite Indicator of Systemic Stress* ou CISS, cf. Encadré 1) pour la zone euro est croissant et connaît une volatilité accrue. L'augmentation de cet indicateur et sa récente volatilité reflètent des turbulences observées sur les marchés boursiers de certains pays de la zone euro et plus particulièrement sur les intermédiaires financiers en Italie, mais aussi un niveau croissant d'incertitude politique. Toutefois, les niveaux de stress restent inférieurs à ceux observés au plus fort de la crise de la dette souveraine de 2012 ou au début de la crise grecque en 2009.

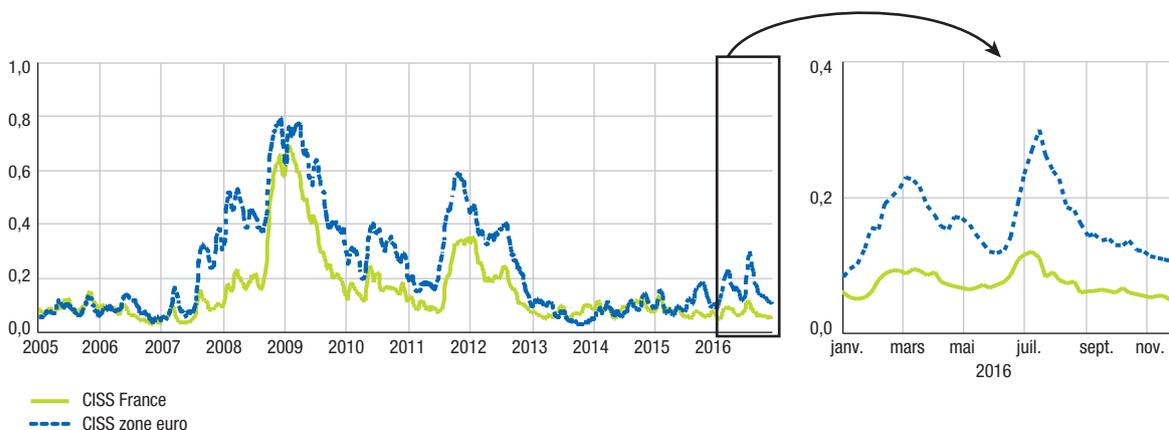
Le CISS France¹, centré sur les risques de marché français, est, de manière générale, assez corrélé avec le CISS zone euro. Le niveau de stress financier mesuré par l'indicateur CISS France est cependant faible et stable par rapport à celui de la zone euro depuis 2013. Cela s'explique par des niveaux de risque plus faibles pour la France qu'en zone euro sur chacun des secteurs considérés², reflétant la relative résilience du système financier français.

Pour autant, le système financier français reste sous pression. Les principaux risques pour la stabilité financière résident dans la faiblesse de la croissance économique dans un contexte marqué par une montée des incertitudes politiques, génératrice de volatilité sur les marchés financiers. L'environnement de taux d'intérêt extrêmement bas pèse

Graphique 1

Indicateur composite de tensions systémiques (CISS)

(moyenne mobile 4 semaines)



Sources : BCE, Bloomberg, Datastream, Banque de France. Calculs Banque de France. Données au 25/11/2016.

¹ Le calcul du CISS France est construit d'après Hollo, Kremer et Lo Duca (2012), « CISS - A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System », document de travail de la BCE.

² Notons que le sous-indice du marché des changes est plus volatil et fluctue autour de celui de la zone euro, contrairement aux autres piliers qui se maintiennent en deçà des sous-indices zone euro.

sur la rentabilité des banques et des sociétés d'assurance et alimente une hausse de l'endettement privé. Il en résulte un risque important de correction des primes de risques sur les marchés obligataires. Dans le secteur immobilier, la surévaluation importante des prix des bureaux se confirme. Enfin, un aléa sur la finalisation de la réforme de Bâle III pèse sur le bilan des banques.

1. Risque macroéconomique : la croissance résiste en France et en zone euro dans un contexte caractérisé par une croissance mondiale déprimée, un risque sur la croissance des économies émergentes (notamment en Chine) et des incertitudes politiques en hausse

Le contexte macroéconomique est marqué par l'atonie de la croissance en zone euro, du fait d'un environnement mondial morose. Selon les projections macroéconomiques de la Banque de France, effectuées dans le cadre de l'Eurosystème, la croissance du PIB français s'établirait à 1,3% en moyenne annuelle en 2016 et en 2017, et augmenterait par la suite très graduellement à 1,4% en 2018, puis à 1,5% en 2019. Les prévisions de croissance pour 2017 sont cependant revues à la baisse à cause d'un arrêt du soutien de la consommation par la baisse des prix du pétrole et de la dynamique économique mondiale faible. La croissance du PIB mondial est attendue par le Fonds monétaire international (FMI) à 3,1% en 2016, à 3,4% en 2017 avant d'accélérer à 3,6% en 2018. Malgré les politiques monétaires accommodantes, la demande intérieure, qu'il s'agisse de la consommation ou de l'investissement, est en berne, notamment dans les pays émergents.

Ce scénario macroéconomique est conditionné à court et moyen terme par l'orientation et la date d'échéance des négociations de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ainsi que par les orientations de politiques économiques de la future administration des États-Unis. Tout d'abord, selon différents modèles intégrant à la fois une baisse des flux commerciaux et un choc financier (baisse des flux de capitaux), la baisse de l'activité à court/moyen terme (2020) serait comprise entre -2,0 et -6,0% pour le Royaume-Uni, mais l'impact serait relativement faible pour la zone euro. Au-delà des canaux de transmission macroéconomiques directs et des éventuels effets de débordement financiers, les coûts politiques d'une remise en cause du processus d'intégration en Europe, ainsi que les éventuels effets domino sur les préférences d'intégration et de gouvernance d'autres États membres ou régions européens, sont difficiles à quantifier. À ces interrogations sur le devenir de la construction européenne s'ajoutent des doutes spécifiques sur la capacité des États à mener des réformes structurelles, dans un contexte de calendrier électoral chargé.

Les pays émergents se caractérisent par une hausse de leur fragilité financière malgré une amélioration de la situation économique (croissance du PIB attendue par le FMI à 4,2% en 2016 et à 4,6% en 2017). Le risque de contagion reste limité pour la France et la zone euro dans la plupart des scénarios, sauf si une crise systémique survenait (par exemple, suite à un choc majeur en Chine). Ainsi, parmi les chocs externes, il convient de surveiller l'impact de la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis sur les conditions financières et la réallocation des flux de capitaux. Parmi les chocs internes, le ralentissement plus marqué en Chine, la dette élevée des entreprises dans les émergents (et plus particulièrement en Chine) ainsi que les risques de pertes de changes sur les dettes libellées en dollars sont également à surveiller.

2. Risques liés à l'environnement de taux bas : pression à la baisse sur la rentabilité des banques et des organismes d'assurance incitant à la prise de risque, hausse de l'endettement du secteur privé

Les institutions financières françaises font preuve de résilience dans un environnement économique et financier dégradé, caractérisé notamment par une faiblesse persistante

des taux d'intérêt. Les banques françaises résistent à cet environnement grâce à leurs caractéristiques structurelles qui ont limité les conséquences négatives des taux bas sur leur rentabilité et à des fondamentaux solides en termes de solvabilité et de liquidité. Cependant, le secteur bancaire français est affecté indirectement par la faiblesse d'autres secteurs bancaires européens auxquels il est exposé, faisant augmenter le coût du capital et baisser les valorisations en bourse, ce qui pourrait être problématique à l'avenir. À moyen terme, la poursuite de la vague de renégociations et rachats de crédits à l'habitat pourrait réduire fortement la rentabilité de l'actif des banques, tandis qu'au passif la rigidité de la rémunération de l'épargne réglementée limite la baisse des coûts de financement.

L'environnement de taux bas pourrait en outre inciter les banques à augmenter leur prise de risque, que ce soit à travers leur portefeuille de titres ou le relâchement de leurs conditions de crédit, bien que ce risque ne se matérialise pas pour l'instant. À l'inverse, une remontée brutale des taux d'intérêt provoquerait un effet de ciseau sur le compte de résultat des banques, car il affecterait le passif plus rapidement que l'actif, en raison d'une moindre sensibilité de celui-ci au taux d'intérêt.

Les banques cherchent à **développer les revenus de commissions, mais ces derniers pourraient être moins dynamiques à l'avenir** car l'environnement de taux bas et la concurrence des Fintechs pourraient limiter leur croissance. Les banques visent aussi à limiter leurs coûts en ajustant la taille de leur réseau, en restructurant certaines activités – notamment la banque de financement et d'investissement – et en investissant dans les Fintechs. Ces ajustements comportent des coûts à court terme et des risques – notamment opérationnels et sociaux – qu'il convient de surveiller.

S'agissant des assureurs, le passage à Solvabilité II représente un jalon majeur dans la réglementation du secteur. Le taux de couverture du capital de solvabilité requis (*Solvency Capital Requirement* ou SCR), affiché au 1^{er} janvier 2016, reste élevé sur l'ensemble du marché. Une analyse de la structure du SCR montre l'importance du module risque de marché (comprenant entre autres les risques taux et actions), qui représente 88% des risques supportés par les organismes vie. Dans la perspective d'un environnement de taux durablement bas, les sociétés d'assurance pourraient revoir leur relation au risque en le transférant aux épargnants à travers la généralisation des contrats d'assurance vie en unités de compte ou, au contraire, en augmentant leur prise de risque pour maintenir leur rentabilité.

La hausse de l'endettement des sociétés non financières (SNF), favorisée par l'environnement de taux bas, continue de faire l'objet d'une attention particulière. Le taux d'endettement brut des SNF, largement porté par les grandes entreprises, poursuit sa progression et s'établit à 88% du PIB selon la méthodologie de la Commission européenne. Cependant cette dynamique n'a ni affecté leur capacité de remboursement, ni dégradé le ratio de levier du fait de la progression concomitante du niveau de capitaux propres des entreprises. Ce constat ne s'applique pas à certaines grandes entreprises qui présentent des fragilités au niveau de leur structure financière. Cette dynamique d'endettement alimente des flux d'investissements corporels et financiers, mais aussi la détention de cash ou d'actifs financiers en hausse depuis 2010.

3. Risque de marché : volatilité des marchés accrue par les incertitudes politiques, accroissement du risque de taux en zone euro au travers de la pentification des courbes de taux et de l'écartement des spreads, générant un risque de correction abrupte des prix des actifs

Les marchés financiers ont connu tout au long de 2016 des épisodes de volatilité accrue, soldés généralement par un retour rapide à l'équilibre. Le résultat du référendum britannique a momentanément déstabilisé les marchés, qui depuis ont retrouvé un calme relatif car il est encore trop tôt pour juger des modalités de sortie du Royaume-Uni

de l'Union européenne. L'élection de D. Trump, le 8 novembre 2016, a également créé la surprise et amplifié les anticipations d'inflation déjà ancrées dans les prix du marché obligataire américain, tandis que la réaction positive des marchés actions a été relativement modérée.

Dans un contexte de faible inflation et de croissance modérée, **la politique monétaire en zone euro a conservé en 2016 une orientation accommodante**, amplifiée au printemps par le lancement du programme d'achats d'obligations d'entreprises et l'accroissement de la cible mensuelle des programmes d'achats de titres à 80 milliards d'euros. Or, après l'épisode de décorrélation des courbes de taux d'intérêt observé à partir de 2014 et accentué par le resserrement monétaire initié par la FED en décembre 2015, on constate que les courbes de taux d'intérêt aux États-Unis et en zone euro, telles qu'anticipées par les marchés, ont connu sur la période récente des évolutions similaires, à savoir une pentification du segment long terme de la courbe, alors même que les fondamentaux économiques et les anticipations d'inflation continuaient de diverger entre ces deux zones. La hausse des rendements des obligations souveraines de la zone euro peut s'expliquer notamment par la hausse des primes de termes, indépendantes des taux courts. Depuis juillet 2016, la lisibilité de ces deux composantes en zone euro – risque de taux et risque de crédit – a été brouillée d'abord par les interrogations sur la durée du programme de *Quantitative easing* (*Expanded Asset Purchase Program* ou EAPP) puis, plus récemment, par la volatilité et le mimétisme qui ont suivi l'effet de surprise créé par l'élection du nouveau président des États-Unis. **Les programmes d'achats mis en œuvre par l'Eurosystème dans le cadre de l'EAPP ont eu pour effet d'écraser les rendements des titres obligataires émis en zone euro, amenant à s'interroger sur l'écart de performance significatif entre les actions et les obligations européennes. Une correction brutale des taux entraînerait un risque de portefeuille**, voire une sortie soudaine des investisseurs pesant sur les segments les moins liquides telles que les obligations d'entreprises.

Le secteur de la gestion d'actifs en France, qui pèse 14% des encours de la zone euro, a vu ses encours progresser de façon vigoureuse depuis 2009, passant de 2 816 milliards à 3 472 milliards d'euros sur la période, cette croissance étant principalement due à des effets de valorisation. Cette croissance est également alimentée par l'essor de la gestion passive, portée par le dynamisme des fonds indiciels cotés ou ETF (*Exchanged Traded Funds*), et par la recherche de rendement dans un contexte de taux bas. Les autorités de régulation internationales ont identifié deux sources de vulnérabilités au sein de ce secteur : le risque de liquidité, lié au décalage de vitesse de liquidation entre l'actif et le passif des fonds ouverts, et le risque de levier, qui permet aux fonds d'investissement d'obtenir un surplus de rendement.

S'agissant des évolutions réglementaires, **les réformes post-crise ont imposé aux intervenants de marché un recours significatif au collatéral liquide et de qualité**, que ce soit pour respecter les ratios prudentiels bâlois ou pour constituer des marges auprès des chambres de compensation, dans le cadre du règlement EMIR (*European market infrastructure regulation*). Cet appétit marqué pour les titres jugés sûrs et liquides a eu pour effet de renchérir le prix du collatéral en zone euro et d'accroître la vélocité des transactions liées aux opérations de prêts et emprunts de titres. Afin de prévenir les risques de raréfaction de l'offre de titres suite aux interventions des banques centrales, l'Eurosystème a mis en place un programme de prêts de titres ayant vocation à faciliter la circulation du collatéral.

4. Risque immobilier : vigilance accrue sur certains segments du marché immobilier commercial, surveillance des critères d'octroi du crédit aux ménages du fait de la croissance de leur endettement

Le diagnostic relatif au secteur immobilier résidentiel demeure inchangé par rapport à celui de juin, tandis que l'évaluation du secteur immobilier commercial montre des

signaux de risque orientés à la hausse. Si les prix du secteur résidentiel se sont stabilisés sur la période récente, les indicateurs d'endettement des ménages se dégradent, sans pour autant témoigner d'une hausse de la sinistralité. La solvabilité des ménages demeure donc un point de vigilance.

Le principal point d'attention porte sur la hausse des prix de l'immobilier commercial, ininterrompue depuis 2009, alors même que les rentabilités locatives décroissent. La réaction de ce secteur face à un choc de taux dépendra de la sensibilité des investisseurs à une compression de la prime de risque, aujourd'hui élevée du fait du niveau de prix élevé : la prime de risque viendrait à se contracter en cas de remontée des taux et pourrait entraîner une désaffection du secteur par les investisseurs et, par là même, amorcer une correction brutale des prix de ces actifs.

Tableau 1	
Synthèse des principaux risques pour le système financier français : niveau et évolution	
Principaux risques pour le système financier français	Niveau et perspective Décembre 2016
<p>1. Risque macroéconomique La croissance résiste en France et en zone euro dans un contexte caractérisé par : une croissance mondiale déprimée, un risque sur la croissance des économies émergentes (notamment en Chine), des incertitudes de politique économique en hausse.</p>	
<p>2. Risque lié à l'environnement de taux d'intérêt bas Pression à la baisse sur la rentabilité des banques et des organismes d'assurance. Hausse de l'endettement des ménages et des entreprises. Accroissement du risque de taux en Europe via la transmission de la hausse des taux américains.</p>	
<p>3. Risque de marché Volatilité des marchés accrue par les incertitudes politiques et accroissement du risque de taux lié à la pentification des courbes de taux et l'écartement des spreads, générant un risque de correction abrupte des prix des actifs obligataires.</p>	
<p>4. Risque immobilier Vigilance accrue sur certains segments du marché immobilier commercial. Surveillance des critères d'octroi du crédit aux ménages du fait de la croissance de leur endettement.</p>	
<p>5. Risque réglementaire pour les banques françaises Pression réglementaire forte pour ajuster les modèles d'activité et les bilans des banques françaises afin de respecter les ratios bâlois et coût d'ajustement supplémentaire pour les banques encore incertain. Aléa pesant sur les négociations finales pour l'achèvement de Bâle III.</p>	
<p> Risque systémique  Risque élevé  Risque modéré</p>	
<p><i>Note : Le niveau actuel (représenté par le code couleur) est un jugement à « dire d'expert » qui reflète la probabilité de matérialisation du risque et son impact systémique potentiel à moyen terme. La perspective (représentée par le sens de la flèche) correspond à l'évolution du risque au cours des six prochains mois.</i></p>	

5. **Risque réglementaire : pression réglementaire forte pour ajuster les modèles d'activité et les bilans des banques françaises afin de respecter les ratios bâlois et coût d'ajustement supplémentaire pour les banques encore incertain. Aléa pesant sur la finalisation de Bâle III**

La réforme de la réglementation prudentielle depuis la crise de 2007 a permis de renforcer la résilience du système bancaire européen. Cependant, une hausse excessive des exigences pourrait peser sur la rentabilité et le modèle d'activité des banques et les inciter à réduire la taille de leurs bilans (*deleveraging*) ou à détenir des actifs plus risqués. C'est pourquoi, dans cette phase de finalisation de la réforme de Bâle III, les autorités monétaires et prudentielles ont rappelé **l'engagement pris par le Comité de Bâle et le G20 en début d'année de finaliser ces standards sans accroissement significatif des exigences en fonds propres pour le secteur bancaire dans son ensemble**. La France est attachée au respect de ce mandat alors que les dernières études d'impact montrent que cet objectif n'est pour l'heure pas respecté et que l'impact risque d'être différencié selon les zones géographiques et coûteux pour les banques européennes et françaises.

2 Risques macroéconomiques

Après trois années de croissance faible et un léger rebond en 2015, la croissance du PIB français devrait atteindre 1,3% en 2016. La consommation des ménages en serait le principal moteur, grâce aux gains de pouvoir d'achat générés par la faiblesse de l'inflation.

Par la suite, la croissance du PIB augmenterait très graduellement : au même rythme en 2017 qu'en 2016 (1,3%), elle s'établirait ensuite à 1,4% en 2018 et à 1,5% en 2019. Cette trajectoire refléterait le ralentissement de la demande intérieure. Les effets positifs de la baisse du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages s'essoufferaient à partir de 2017, en partie en raison d'une hypothèse de légère hausse du prix du pétrole sur l'horizon de la projection. Ils ne seraient que partiellement compensés par la lente reprise des revenus salariaux. Malgré une légère baisse du taux d'épargne, la consommation des ménages ralentirait. L'investissement des entreprises continuerait d'être soutenu par la faiblesse des taux d'intérêt, la progression de l'activité et l'épargne des entreprises. Son rythme de progression serait toutefois moindre qu'en 2016 où l'effet de la mesure de suramortissement a été important. L'investissement des ménages continuerait à bénéficier de facteurs favorables jusqu'en 2017 (prêt à taux zéro, dispositif Pinel, taux bas). Toutefois, cette reprise resterait temporaire, en raison de facteurs structurels qui freinent l'investissement logement à moyen terme (démographie).

La croissance prévue pour 2017-2019 resterait conditionnée par l'accélération de la demande mondiale. En projection, celle-ci serait avant tout portée par la demande venant de la zone euro. Dès lors, la contribution du commerce extérieur à la croissance française, négative en 2016 (-0,6pp), redeviendrait presque neutre de 2017 à 2019.

L'inflation, mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) atteindrait 0,3% en 2016 en moyenne annuelle (m.a.), et se redresserait progressivement à 1,2% en m.a. en 2017, à 1,4% en 2018 et à 1,5% en 2019. La stabilisation des prix des produits pétroliers serait le principal facteur de redressement de l'inflation en 2017. En 2018 et 2019, la remontée de l'inflation traduirait plus nettement celle des composantes hors énergie et hors alimentaire, en raison notamment de l'accélération des salaires nominaux et de la remontée des prix d'importations.

Un certain nombre d'aléas entourent ces projections. Le dynamisme de l'investissement des ménages pourrait se poursuivre avec plus d'ampleur sur les prochains trimestres. Par ailleurs, les mesures prises depuis 2013 pour améliorer la compétitivité des entreprises françaises pourraient progressivement conduire à des gains de parts de marché plus marqués.

Tableau 2

Synthèse des projections macroéconomiques pour la France

	2015	2016*	2017*	2018*	2019*
IPCH	0,1	0,3	1,2	1,4	1,5
IPCH hors énergie et alimentaire	0,6	0,6	0,8	1,1	1,3
Déflateur du PIB	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3
PIB réel	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
Contributions (points de PIB)** :					
Demande intérieure hors stocks	1,4	1,8	1,3	1,5	1,6
Exportations nettes	-0,3	-0,6	0,0	-0,1	-0,1
Variations de stocks	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Consommation des ménages	1,5	1,5	1,2	1,5	1,6
Consommation publique	1,4	1,5	1,1	0,9	1,1
Investissement total	0,9	2,8	1,8	1,9	1,9
Investissement public	-3,9	2,6	1,4	1,9	1,8
Investissement des ménages	-0,8	1,5	1,9	0,5	0,0
Investissements des entreprises (SNF-SF-EI)	2,9	3,3	1,8	2,4	2,7
Exportations	6,0	1,2	4,3	3,8	3,9
Importations	6,4	3,0	4,1	3,9	3,9
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,6	1,8	1,2	1,3	1,5
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,4	10,0	9,9	9,7	9,5

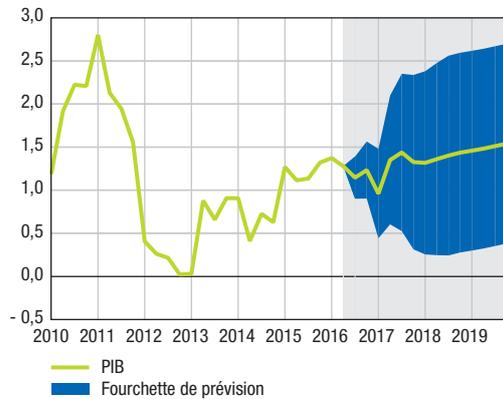
Sources : Insee pour 2015 et les 3 premiers trimestres de 2016, publication du 28/10. Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

* Prévisions Banque de France au 9/12/2016.

** La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

Graphique 2

Fourchette de projections de la croissance du PIB français



Source : Banque de France.

Graphique 3

Fourchette de projections de l'inflation française



Source : Banque de France.

En revanche, le taux d'épargne des ménages, d'ores et déjà relativement bas, pourrait diminuer à un rythme moins soutenu que celui anticipé. Le soutien apporté par l'environnement international constitue, lui aussi, un aléa plutôt négatif sur la croissance. Le Fonds monétaire international (FMI) a de nouveau revu ses prévisions de croissance à la baisse, du fait d'une dégradation des perspectives dans les économies avancées (notamment au Royaume-Uni et aux États-Unis). Bien qu'elles n'aient pas renoué avec leurs rythmes de croissance d'avant-crise, les économies émergentes continuent de tirer la croissance mondiale.

En outre, les modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne pourraient entraîner une période d'incertitude défavorable. Enfin, les résultats et les conséquences de plusieurs scrutins électoraux, à l'étranger (États-Unis, Italie, Allemagne) comme en France, sont susceptibles d'affecter à des degrés divers la projection.

En ce qui concerne l'inflation, malgré la décision prise en septembre par les membres de l'OPEP de réduire leur production, le prix du pétrole reste très volatil. Plus globalement, l'inflation importée pourrait se révéler plus faible qu'anticipée, notamment si la reprise de l'activité mondiale n'est pas aussi soutenue qu'attendu. En revanche, de récentes évolutions de marché sur les taux longs peuvent indiquer des anticipations d'une reprise de l'inflation mondiale plus nette que celle incorporée dans cette projection.

2.1 MONTÉE DE L'INCERTITUDE POLITIQUE

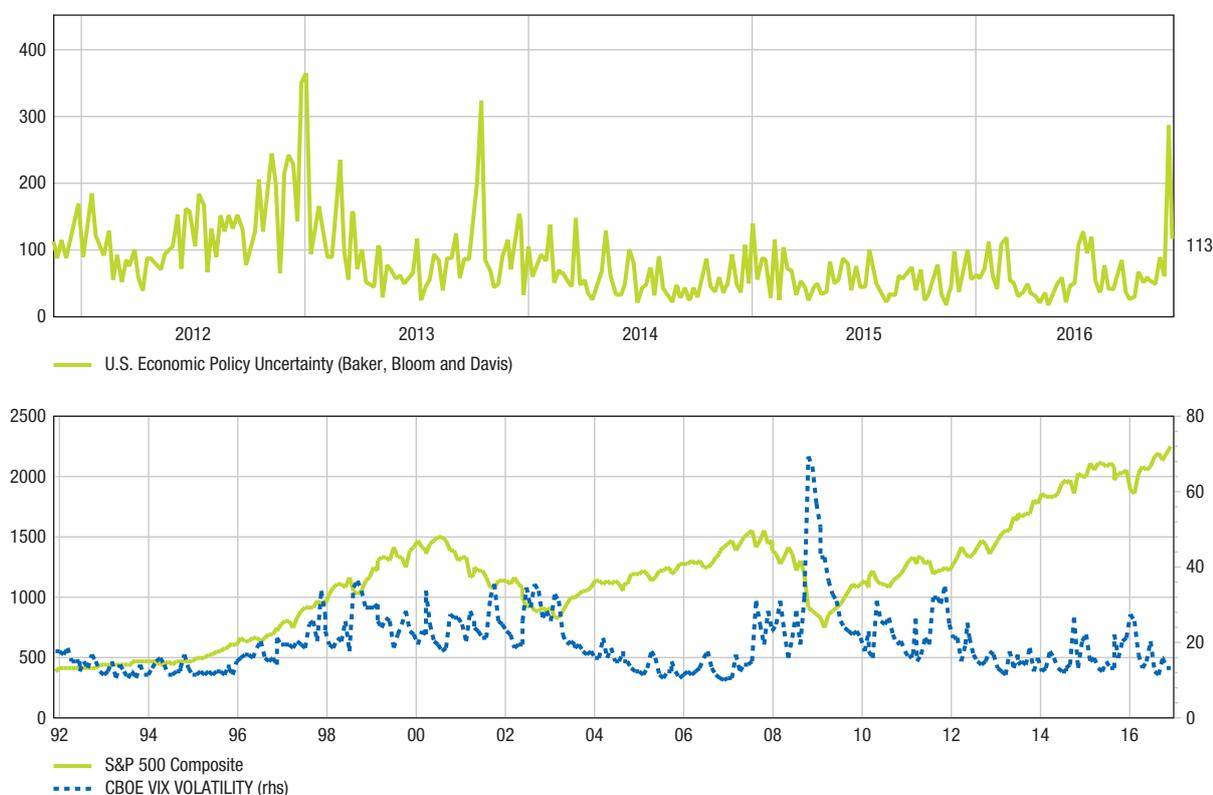
a. Conséquences macroéconomiques de l'élection présidentielle aux États-Unis

• Hausse de la volatilité, mais réaction de marché positive

L'élection de D. Trump à la présidence des États-Unis a occasionné une hausse significative de l'incertitude de politique économique, telle que mesurée par l'indice Baker, Bloom & Davis (Graphique 4). Celui-ci a atteint après l'élection des niveaux proches de ceux connus pendant la crise ou plus récemment à l'occasion de l'atteinte du plafond de dette, mais a nettement baissé depuis. Après **une forte volatilité initiale suivant les élections, les marchés d'actions ont réagi positivement à la victoire de D. Trump**, notamment en ce qui concerne les valeurs bancaires, en lien avec ses interventions sur une remise en cause partielle du Dodd-Frank Act. La perspective d'une

Graphique 4

Incertitude et volatilité financière



Sources : Thomson Reuters Datastream, Banque de France.

politique budgétaire plus expansionniste semble également jouer positivement sur les marchés.

- **Programme économique incertain, mais perçu comme favorable à la croissance**

Même si le programme économique de D. Trump reste à ce stade particulièrement incertain, les éléments présentés lors de la campagne laissent attendre **un plan massif de réductions d'impôts**, ainsi qu'un **soutien aux investissements en infrastructures** (même si, sur ce second point, la répartition du financement entre public et privé ainsi qu'entre État fédéral et États fédérés reste incertaine).

Les baisses d'impôts seraient en partie financées par quelques mesures côté recettes, mais au total le plan coûterait 4 400 milliards USD (24% du PIB 2015) sur 10 ans, ce qui serait compensé par des recettes fiscales liées à une forte accélération de la croissance du PIB. L'ampleur de ces baisses d'impôts pourrait néanmoins être tempérée par une opposition au Congrès d'une partie des républicains, d'autant plus que la question du plafond de la dette devrait se poser de nouveau d'ici la fin 2017.

- **Risques élevés en ce qui concerne la politique commerciale**

En violation des règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et des traités commerciaux, D. Trump a annoncé qu'il augmenterait les tarifs douaniers à 45% sur les produits chinois, à 35% sur les produits mexicains et à 10% pour les autres produits importés. Si D. Trump devait aller au bout de ses déclarations, ces décisions pourraient entraîner les États-Unis à quitter l'OMC et à renégocier le NAFTA (*North American*

Free Trade Agreement) avec le Mexique et le Canada. Les négociations en cours sur le TAFTA (*TransAtlantic Free Trade Agreement*) et le TPP (*Trans-Pacific Partnership Agreement*), devraient en tous cas être totalement interrompues.

Le niveau des frais de douane est aujourd'hui particulièrement faible aux États-Unis : il s'élève à environ 1,5% du total des importations d'après la Banque mondiale. L'impact direct de ces hausses de taxes sur le commerce extérieur pourrait donc être important et faire chuter le commerce extérieur américain¹. La renégociation des traités ouvrirait, par ailleurs, une période d'incertitude qui pourrait avoir d'importantes conséquences sur le change, les réglementations commerciales, etc.

• Conséquences pour la politique monétaire, les taux et le change

La perspective d'une politique budgétaire plus accommodante pourrait conduire à un resserrement plus rapide de la politique monétaire, ce que certains membres du FOMC (*Federal Open Market Committee*) ont indiqué dans leurs discours récents. À court terme, la probabilité d'une hausse des taux en décembre a en tous cas fortement augmenté (probabilité issue des marchés supérieure à 80%) suivant l'élection de D. Trump et le discours de J. Yellen devant le Congrès le 17 novembre. Ces évolutions ont conduit à des mouvements marqués sur le change, le marché obligataire et les anticipations d'inflation. Les taux américains ont fortement augmenté (taux souverain à 10 ans à 2,28% le 17 novembre), semblant emmener dans leur sillage les taux européens (Graphique 5). Les anticipations d'inflation ont également nettement rebondi (Graphique 6), sans doute en lien avec la perspective d'une politique budgétaire plus accommodante, ainsi peut-être que celle d'une hausse des barrières tarifaires renchérissant le prix des biens importés.

Graphique 5

Taux souverains à 10 ans

(en %)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Graphique 6

Anticipations d'inflation américaine (5 ans dans 5 ans)

(en %)



Source : Thomson Reuters Datastream.

b. Risques liés aux conséquences du Brexit

Lors d'un référendum tenu le 23 juin 2016, le Royaume-Uni a choisi (à 51,9% des voix) de sortir de l'Union européenne (Brexit). Même si les effets du Brexit sur

¹ D'après les élasticités du modèle FRB/US, une hausse de 10pp des tarifs douaniers fait chuter les importations de 5% (de manière symétrique, en considérant que les pays partenaires répercutent la même hausse, les exportations chuteraient de 5% également). Les hausses de 45% sur les produits chinois, à 35% sur les produits mexicains et à 10% pour les autres produits importés entraîneraient une augmentation globale de 17% des tarifs douaniers, soit une baisse estimée de 8% des importations (et exportations), d'après les élasticités du modèle FRB/US.

l'économie britannique semblent pour le moment limités, les plus grands défis restent encore probablement à affronter. En effet, la sortie du Royaume-Uni de l'UE n'a pas de précédent. **Le calendrier, le point d'arrivée de la négociation sont très incertains², ce qui ajoute à l'incertitude de ses effets. La littérature sur l'incertitude tend à indiquer que celle-ci affecte souvent l'économie avec retard et, en fonction de la nature du choc, peut avoir des effets persistants.** À moyen terme, le Brexit pourrait se traduire par une hausse de l'incertitude impactant la confiance des agents, une dépréciation persistante de la livre et une hausse des coûts de financement (via les primes de risque), avant même que les effets matériels (hausse des tarifs) ne se manifestent sur les flux commerciaux et de capitaux. Les différentes estimations disponibles de l'impact du Brexit varient selon les instituts, mais restent néanmoins relativement importantes (Tableau 3).

Tableau 3

Brexit - Impact estimé sur l'économie britannique à court-moyen terme							
Court/moyen terme	OECD+		NIESR		HM Treasury		
2020	OMC / ZLE		EEE	ZLE	OMC	ZLE	OMC
PIB	-3,3%		-1,9%	-2,1%	-2,9%	-3,6%	-6,0%
Commerce	-8,1%	-6,4%	-15,0%	-17,0%	-26,5%		
Hypothèses							
Choc financier	*	*	*	*	*	*	*
Baisse du commerce	*	*	*	*	*	*	*
Productivité	*	*				*	*
Immigration	*	*					

Sources : OCDE, NIESR, HM Treasury.

La croissance à long terme pourrait être entravée par la baisse des flux de capitaux (notamment par la baisse des investissements directs à l'étranger ou IDE, des flux commerciaux et de personnes entre le Royaume-Uni et l'UE, voire avec le reste du monde). Il faut rappeler que les investissements directs à l'étranger (IDE), la croissance du commerce et l'immigration ont joué un rôle important dans la croissance économique du Royaume-Uni au cours des dix dernières années. À long terme, la productivité du travail pourrait être freinée par une réduction de la main-d'œuvre qualifiée, ce qui aurait un impact négatif non négligeable sur la croissance potentielle.

En ce qui concerne la zone euro, l'impact du Brexit devrait être modérément négatif sur la croissance à l'horizon 2018. Cet impact passerait principalement par : (i) le canal du commerce (qui peut être relativement important) et (ii) le canal de l'incertitude (qui peut affecter l'investissement et la consommation également en zone euro). Par ailleurs, le Brexit pourrait affecter de manière différenciée les principales économies de la zone euro, leur exposition directe au Royaume-Uni variant considérablement selon les pays.

En résumé, l'ampleur de l'impact du Brexit reste à ce jour largement inconnue, en l'absence d'informations précises sur les modalités de négociations entre l'UE et le RU, qui pourraient être plus « difficiles » que prévu (« *hard Brexit* ») et aussi sur l'avenir des relations (notamment commerciales ou migratoires) entre ces deux zones.

² La décision de la Haute Cour de Londres rendue le 3 novembre et selon laquelle le Parlement devra se prononcer sur la sortie de l'UE complique encore la situation (la Haute Cour a par ailleurs autorisé le gouvernement à faire appel de sa décision devant la Cour suprême, plus haute juridiction de Grande-Bretagne ; le recours devrait intervenir entre le 5 et le 8 décembre).

• Quelles relations commerciales entre la France et le Royaume-Uni après le Brexit ?

Le RU est le 2^e partenaire commercial de la France et représente 8,5% de ses exportations de biens et services (la part du RU dans les exportations de biens français est de 7%, ce qui en fait le 5^e partenaire de la France pour les biens). L'importance des services dans le commerce entre la France et le Royaume-Uni relativement aux autres pays européens implique qu'une hausse des barrières aux échanges dans ce secteur serait particulièrement défavorable.

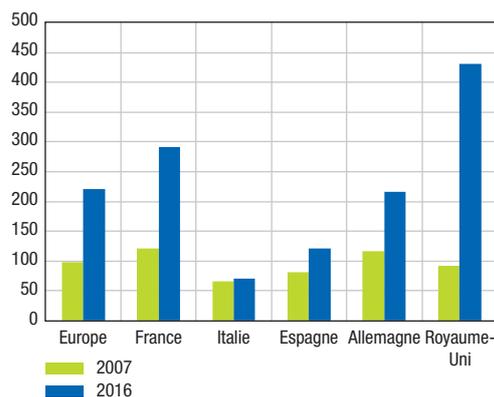
Quatre scénarios de sortie peuvent être envisagés : (1) une entrée dans l'Espace économique européen ; (2) un accord sur le modèle de la Suisse ; (3) un accord de partenariat « à la carte » pouvant couvrir différentes dimensions des relations économiques avec l'UE ; (4) un retour à des relations économiques encadrées par les règles de l'OMC.

Le scénario (3) est aujourd'hui le plus probable compte tenu des réticences britanniques sur la libre mobilité des personnes et de l'importance du Royaume-Uni dans les relations économiques des pays de l'UE. Les banques britanniques pourraient néanmoins perdre leur « passeport européen ».

La France, quant à elle, bénéficierait d'un accord favorisant les échanges de services, compte tenu de sa relative spécialisation dans ce secteur en comparaison d'autres pays européens proches (Allemagne, Espagne, Italie). En effet, le poids des exportations de services dans les exportations totales atteint près de 28% en France en 2015, contre environ 17% en Allemagne et 18% en Italie. Seule l'Espagne exhibe un poids légèrement supérieur (environ 30%)³.

Graphique 7

Incertitude de politique économique



Sources : Baker, Bloom and Davis (www.policyuncertainty.com)

Note : Cet indicateur calcule l'incertitude de politique économique sous forme d'indice grâce à trois éléments : i) l'occurrence du nombre de certains articles parus dans la presse (News Index), ii) de dispositions fiscales et iii) d'écarts de prévisions. Il est néanmoins sujet à controverse : pour certains pays, seul le News Index est pris en compte ; par ailleurs, le choix des journaux sélectionnés est souvent critiqué (nombre insuffisant, trop généralistes, etc.).

c. Montée du risque politique en Europe

De manière plus générale, l'incertitude politique a augmenté en Europe au cours des 10 dernières années (Graphique 7), et pourrait contribuer à accroître les inquiétudes relatives aux modalités de l'intégration européenne. Cela pourrait se traduire par l'arrivée au pouvoir de partis moins favorables à la libre circulation des biens et des personnes, menaçant à terme la construction européenne.

2.2 RISQUES LIÉS À LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

a. Malgré une amélioration de la situation économique, les risques persistent

La situation économique s'est stabilisée au cours des derniers mois dans l'ensemble des pays émergents. L'activité demeure vigoureuse en Chine, reflétant largement les mesures de stimulus mises en place par les autorités qui devraient se maintenir au moins jusqu'au IX^e plénum. Toutefois, les risques financiers s'intensifient, sous l'effet notamment de la forte hausse de l'endettement du secteur privé. L'activité en Russie et au Brésil semble également se normaliser, après avoir atteint un point bas au premier semestre 2016. L'Inde demeure l'une des économies les plus vigoureuses ; la croissance reste également soutenue dans les pays importateurs de matières premières peu liés

³ Source Eurostat, comptabilités nationales.

commerciallement à la Chine (Europe émergente hors Russie). Les économies d'Afrique sub-saharienne pâtissent en revanche de la faiblesse des prix des matières premières ainsi que de difficultés internes, tant politiques qu'économiques.

Après les turbulences financières survenues en 2015, la situation financière de nombreux pays émergents s'est stabilisée au cours des derniers mois, en lien notamment avec le report de la hausse des taux de la Réserve fédérale. Les conditions financières de nombreux pays se sont améliorées, avec une contraction des spreads de crédit et une reprise des entrées de capitaux. En parallèle, le Brexit a eu, jusqu'à présent, un impact limité sur la plupart des pays émergents. L'amélioration de la situation financière de nombreux pays émergents a ainsi donné lieu à un regain d'intérêt des investisseurs au cours des derniers mois.

En dépit de ces signaux de reprise, les risques pesant sur de nombreux pays émergents demeurent élevés. La remontée des taux d'intérêt américains pourrait conduire à un nouveau durcissement des conditions financières. Des risques additionnels ont émergé avec l'élection de D. Trump, dont le programme en matière de politique commerciale pourrait impacter négativement les économies les plus dépendantes de l'économie américaine, notamment le Mexique, mais également la Chine. Cet effet est difficile à quantifier, en raison de l'incertitude sur le niveau de protectionnisme que la nouvelle administration américaine pourrait mettre en œuvre. Dans le cas de la Chine, la possibilité de mesures de rétorsion n'est pas à exclure, ce qui aura pour effet de renforcer la position de la Chine en Asie. Le Mexique reste particulièrement exposé aux futures mesures de politique économique américaine. L'économie mexicaine est très dépendante des échanges commerciaux avec les États-Unis. S'agissant d'un resserrement des conditions de financement sur les marchés internationaux, les risques sur l'endettement souverain semblent limités à ce stade. Concernant l'endettement des entreprises, les risques semblent également maîtrisés.

D'autres facteurs externes pourraient peser sur les flux de capitaux et la stabilité financière, notamment un ralentissement plus marqué que prévu en Chine et dans d'autres pays émergents, l'atonie du commerce mondial, le maintien de prix bas des matières premières pesant sur les économies exportatrices, ainsi que des risques de nature politique (incertitudes géopolitiques, risques de conflits, crise des migrants, remontée du protectionnisme, etc.). Les flux nets de capitaux vers les pays émergents ont fortement chuté de fin 2013 à fin 2015 : de 200 milliards USD à -156 milliards USD et de 80 milliards USD à 3 milliards USD en excluant la Chine et la Russie. Le rebond amorcé fin 2015 s'est confirmé au cours du deuxième trimestre 2016 (31 milliards USD). La pérennité de cette tendance dépendra de l'ampleur de la remontée des taux d'intérêt américains, de son caractère soudain ou bien anticipé, ainsi que de la solidité des grandes économies émergentes comme la Chine ou le Brésil.

Par ailleurs, une source de préoccupation majeure concerne l'augmentation de la dette des entreprises non financières des grandes économies émergentes, qui est passée, en moyenne, de 55% du PIB en 2006 à 110% du PIB à la fin 2015, dépassant ainsi le ratio correspondant pour les économies avancées. La Chine, la Corée et le Brésil sont particulièrement vulnérables à cet égard (Encadré 2). En outre, conséquence des politiques monétaires accommodantes qui ont fourni une liquidité très abondante sur les marchés, les *currency mismatches* (asymétrie de positions en devises) ont sensiblement augmenté depuis 2010 dans les pays émergents et constituent un risque croissant pour leur secteur financier. En cas de nouvel épisode de dépréciation des devises, les bilans des entreprises des pays émergents risquent de se trouver fortement exposés au risque de change. Au total, une telle hausse de l'endettement des entreprises non financières, combinée au déclin de leur rentabilité et à la faiblesse de leurs bilans, pourrait conduire à des épisodes de revirements de confiance de la part des investisseurs.

En parallèle, de nombreux pays émergents sont confrontés à une baisse de leur croissance potentielle ainsi qu'à la nécessité de mettre en place des réformes structurelles en matière d'investissement, d'éducation, de systèmes de santé, afin d'améliorer la productivité et la croissance économique.

Tableau 4

Principaux pays émergents : croissance du PIB (%)				
	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Pays émergents et en développement	4,6	4,0	4,2	4,6
Argentine	-2,5	2,5	-1,8	2,7
Brésil	0,1	-3,8	-3,3	0,5
Chine	7,3	6,9	6,6	6,2
Inde	7,2	7,6	7,6	7,6
Indonésie	5,0	4,8	4,9	5,3
Mexique	2,2	2,5	2,1	2,3
Russie	0,7	-3,7	-0,8	1,1
Arabie saoudite	3,6	3,5	1,2	2,0
Afrique du Sud	1,6	1,3	0,1	0,8
Turquie	3,0	4,0	3,3	3,0

Sources : FMI, Perspectives de l'Économie mondiale, octobre 2016.

Encadré 2

Risques soulevés par l'endettement croissant des entreprises en Chine

Le contexte économique en Chine, marqué simultanément par une forte croissance des impayés et une faible rentabilité du secteur industriel, lourdement endetté, conduit à s'interroger sur la détérioration des actifs bancaires et les risques encourus pour la stabilité financière. En effet, l'endettement des entreprises a fortement progressé depuis 2010 pour atteindre 160% du PIB en 2015, malgré les difficultés croissantes du secteur industriel, confronté à des surcapacités de production et à une baisse des profits. Par conséquent, la valeur des crédits non performants (NPL) a progressé de 51% en 2015 par rapport à 2014, pour atteindre 1 270 milliards CNY (195 milliards USD). Du fait de la forte progression des crédits, le ratio officiel de créances douteuses ne s'élevait qu'à 1,75% au premier trimestre 2016, niveau largement sous-évalué. En effet, ce ratio, d'apparence faible en comparaison internationale, serait bien supérieur – entre 3 et 5% – si les banques chinoises comptabilisaient les NPL selon les définitions des référentiels internationaux. Cet écart s'explique notamment par la garantie implicite de l'État dont jouissent les entreprises publiques. Si l'on y ajoute les emprunts des entreprises en difficulté, ce ne sont pas moins de 15,5% des prêts *corporate* qui pourraient être à risque, soit 1 300 milliards CNY, selon le FMI. Les secteurs où la dette à risque est la plus importante sont l'immobilier, l'industrie manufacturière, le commerce, l'industrie minière et la sidérurgie.

Par ailleurs, les banques chinoises apparaissent exposées au *shadow banking*, à la fois à leur passif, par des levées de fonds via des *wealth management products* qu'elles distribuent auprès de leurs clients, ainsi qu'à leur actif, par l'octroi de prêts sans qu'ils ne soient comptabilisés comme tels. Cette imbrication du système bancaire officiel avec le *shadow banking* (à travers des *trusts*, *brokers*, filiales de fonds de gestion) rend une évaluation précise des NPL très problématique.

Cela étant, le système bancaire chinois – très profitable et largement capitalisé – semble suffisamment robuste pour absorber les pertes éventuelles dans un scénario de stress. Selon le FMI, si 60% des crédits à risque venaient à faire défaut, les pertes induites se chiffreraient à environ 7% du PIB, que le système bancaire chinois pourrait absorber sans risque pour la stabilité financière. Néanmoins, la capacité d'absorption des pertes reste sujette à caution si l'on intègre les expositions des banques au *shadow banking*. Enfin, si le manque de transparence sur l'exposition réelle des banques pourrait être à même d'entamer la confiance des investisseurs, cela ne devrait pas conduire à une crise de liquidité et une dégradation de la solvabilité des banques, comme on a pu l'observer aux États-Unis et en Europe lors de la crise de 2008.

b. L'impact sur la zone euro et la France devrait être limité

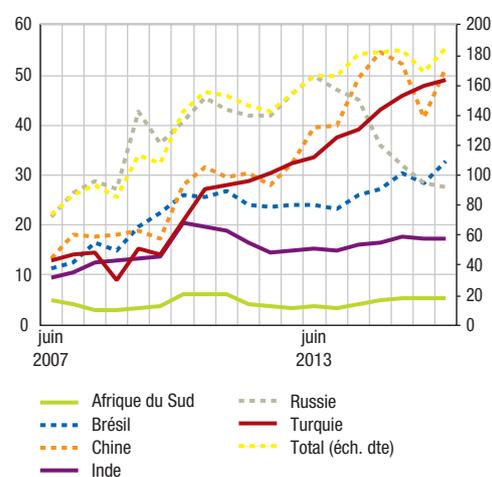
L'impact macroéconomique d'un éventuel ralentissement des pays émergents sur l'activité de la zone euro et de la France devrait être limité. Selon les évaluations de la Banque de France, un ralentissement concomitant des grands pays émergents se matérialisant par une baisse de leur demande intérieure de 2 points de pourcentage (pp) et une dépréciation de leur devise entraînerait une baisse de la croissance du PIB de la zone euro de l'ordre de 0,2 à 0,3 pp. L'impact sur l'activité en France serait relativement limité, d'environ 0,1 pp. Quant au risque de contagion financière vers la France, il demeure également réduit dans la plupart des scénarios, les expositions financières directes des institutions s'avérant relativement faibles. En revanche, en cas de crise systémique initiée par un choc financier en Chine, l'impact sur les marchés financiers pourrait être majeur, avec pour conséquence un fort effet négatif sur l'économie réelle mondiale et donc sur la France⁴.

Il faut cependant noter qu'après un semestre de baisse, l'exposition des cinq grands groupes bancaires français aux BRICS⁵ et à la Turquie a rebondi de 15 milliards EUR entre décembre 2015 et juin 2016, dépassant son pic de juin 2015 (Graphique 8). Cette hausse, qui est la plus importante depuis le premier semestre 2007, est notamment expliquée par une augmentation sans précédent de l'exposition à la Chine (+10,1 milliards EUR) et au Brésil (+4,3 milliards EUR) sur le 1^{er} semestre 2016, tandis que les expositions à la Turquie continuent de progresser, bien que plus modérément (+1,4 milliard EUR). L'exposition du système financier français à la Chine pourrait être porteuse de risques en cas de dégradation additionnelle de la situation économique et financière chinoise.

Graphique 8

Exposition des 5 grands groupes bancaires français aux émergents au 30/06/2016

(en milliards EUR)



Source : ACPR.

2.3 RISQUES LIÉS AU SECTEUR IMMOBILIER

Le diagnostic formulé lors de l'évaluation des risques du système financier français réalisée en juin 2016 est largement maintenu. Le secteur immobilier résidentiel n'apparaît pas survalorisé en général, au contraire. Mais certaines zones (Paris par exemple) appellent une certaine vigilance, **car la demande de la part des ménages se renforce, entraînant une hausse des prix depuis la mi-2015. Ceci doit attirer l'attention sur la solvabilité des ménages** et les risques de voir apparaître des créances de mauvaise qualité dans les bilans des prêteurs si les conditions d'octroi des crédits étaient relâchées. Toutefois, l'augmentation de la prise de risque de la part des ménages, sur le marché immobilier résidentiel, demeure contenue. Sur le marché immobilier commercial, la demande en actifs immobiliers commerciaux (*Commercial real estate* ou CRE), en augmentation constante depuis 2009 et en partie soutenue par le contexte financier de taux bas, a alimenté une forte augmentation des prix. Un choc sur l'environnement économique ou financier serait de nature à provoquer un retournement de la demande en actifs immobiliers CRE français. Sur le marché commercial, si un suivi attentif demeure indispensable, les déséquilibres apparents ne semblent toutefois pas faire peser sur le système financier un risque d'ampleur systémique.

⁴ En particulier, l'existence d'un stock important de titres publics détenus au titre des réserves pourrait, s'il était vendu, déclencher des effets de contagion importants.

⁵ BRICS : Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud.

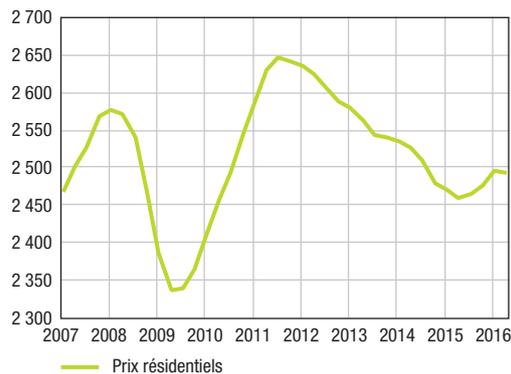
a. Immobilier résidentiel

Au deuxième trimestre 2016, les prix immobiliers résidentiels (France métropolitaine, neuf et ancien) sont restés stables (-0,1% en variation trimestrielle), après trois trimestres de reprise (+1,5% entre le T3 2015 et le T1 2016 ; Graphique 9). La hausse enclenchée fin 2015 fait suite à une période de baisse continue de plus de trois ans (-6,9% entre T3 2011 et T2 2015). Le rebond des prix depuis fin 2015 paraît ainsi conforme à leur évolution passée et à l'environnement de taux bas.

Graphique 9

Prix immobiliers résidentiels (neuf et ancien), France métropolitaine

(en euro/m²)



Sources : OCDE, INSEE, calculs Banque de France.

Si l'évolution récente des prix ne semble pas, en soi, susceptible de générer des risques pour la stabilité financière, il faut s'assurer que les ménages, souhaitant profiter d'un niveau de prix largement abaissé depuis le pic de 2011 et d'un contexte de taux bas, ne s'engagent dans des opérations d'acquisitions risquées, de nature à provoquer des défauts sur des crédits immobiliers et des pertes pour le système bancaire.

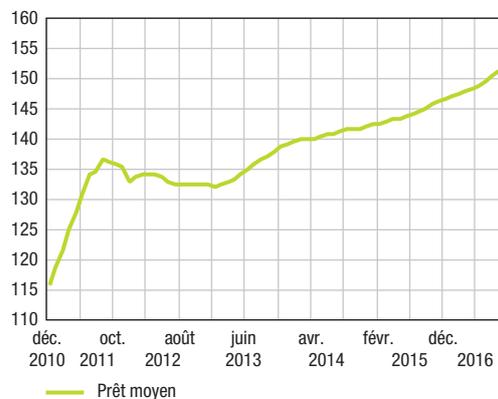
Les dernières données issues du suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat⁶ font, à cet égard, état d'une détérioration de l'ensemble des indicateurs de risque, ce qui est nouveau pour certains d'entre eux (durée initiale, taux d'effort). Il convient de noter la poursuite de la hausse du montant moyen

du prêt (151 200 EUR en moyenne sur les 12 derniers mois à fin août 2016, contre 146 600 EUR à fin 2015 – Graphique 10), la remontée de la durée moyenne à l'octroi (18,5 ans en moyenne sur 12 mois contre 18 ans fin 2015), la remontée du taux d'effort (qui, en moyenne sur 12 mois, est passé de 29,37% fin 2015 à 29,59% fin août 2016) et la baisse du revenu annuel moyen des emprunteurs à l'octroi (de 33 807 EUR fin 2015 à 33 417 EUR fin août 2016). Ces évolutions se traduisent au final par une hausse

Graphique 10

Montant des prêts immobiliers aux ménages

(en milliers d'euros)

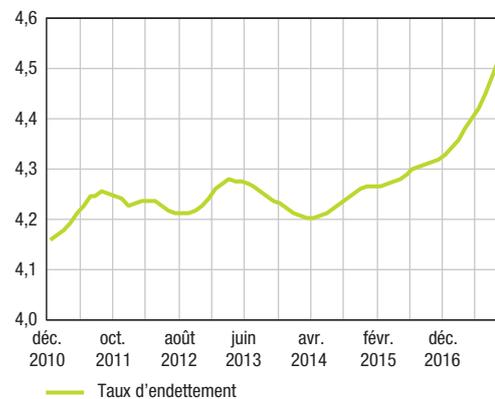


Source : ACPR.

Graphique 11

Taux d'endettement

(en années)



Source : ACPR.

Note : Rapport du montant du crédit immobilier avec le revenu du ménage contractant le crédit, en nombre d'années de revenu (loan-to-income ratio).

⁶ Source : ACPR.

relativement soutenue du taux d'endettement (*loan-to-income*⁷), passé de 4,34 ans en moyenne annuelle fin 2015 à 4,52 ans en août 2016 (Graphique 11). Dans ce contexte, seule la *loan-to-value*⁸ (LTV) marque une évolution légèrement favorable, se repliant de 85,7% en moyenne annuelle fin 2015 à 85,5% en août 2016.

Les données structurelles collectées dans le cadre de l'enquête européenne sur le patrimoine des ménages (*Household Finance and Consumption Survey - HFCS*) permettent de préciser les éléments de distribution et de vulnérabilité. À ce titre, la dette immobilière des ménages augmente continuellement en fonction du patrimoine, sauf pour les patrimoines les plus élevés. Pour les plus hauts patrimoines, les crédits immobiliers sont moins affectés à la détention de la résidence principale qu'à l'achat d'autres propriétés, qui peuvent correspondre soit à des résidences secondaires occupées par le ménage, soit à des investissements locatifs.

Le montant médian de la dette immobilière augmente sensiblement entre 2010 et 2015, de 56 000 EUR à 87 000 EUR. Cette hausse est essentiellement portée par les ménages les plus aisés (la dette moyenne des plus hauts patrimoines est plus de 80 fois supérieure à celle du quartile de ménages les moins riches).

b. Immobilier commercial

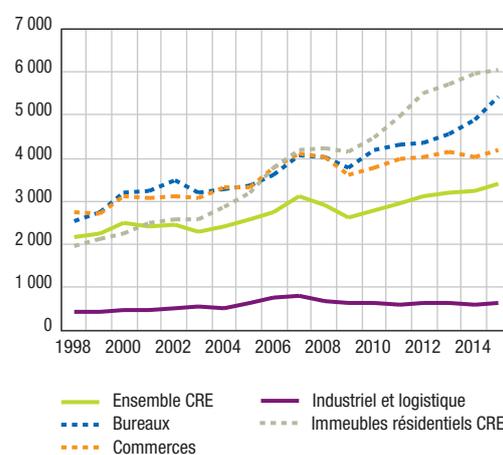
D'une façon générale, le marché de l'immobilier commercial français demeure très actif. Les prix immobiliers commerciaux ont connu une forte hausse de 2009 à 2015 (Graphique 12), qui est susceptible de se poursuivre en 2016, ainsi que l'indiquent les données trimestrielles diffusées par la BCE⁹. Cette tendance s'accompagne d'une reprise de la demande placée (c'est-à-dire de locaux pris à bail par les utilisateurs finaux), ce qui se traduit notamment par une baisse du taux de vacance des bureaux à Paris et dans sa proche banlieue. Par ailleurs, la hausse des loyers se poursuit, même si les mesures d'accompagnement¹⁰ restent encore importantes. Enfin, les montants d'investissement réalisés sur les trois premiers trimestres de 2016 apparaissent encore en légère augmentation par rapport à la même période en 2015.

Le dynamisme du marché français de l'investissement en immobilier commercial se reflète dans les chiffres de l'enquête de l'ACPR sur le financement des professionnels de l'immobilier : au premier semestre 2016, la production de nouveaux concours dans l'Hexagone a atteint 19,2 milliards EUR, soit +21,4% de plus par rapport au premier semestre 2015, mais 6% de moins par rapport au second semestre 2015. La production continue de bénéficier principalement aux promoteurs (50,2%), mais leur poids continue de décliner en faveur des investisseurs, qui font désormais presque jeu égal (48,5%). En termes d'actifs financés, si l'immobilier résidentiel reste majoritaire (42,5%), l'immobilier de bureau enregistre une nette progression au premier semestre 2016 (+4,9 pp par rapport au semestre précédent, à 26,5%) sous l'effet notamment de la forte hausse observée en Île-de-France (+8,2 pp à 24,1%). Fait nouveau par rapport aux

Graphique 12

Prix de l'immobilier commercial en France, par catégorie

(EUR par m²)



Source : MSCI.

⁷ Loan-to-income : ratio mesurant le rapport entre le montant du prêt et le revenu disponible.

⁸ Loan-to-value : ratio mesurant le rapport entre le montant du prêt et la valeur du bien financé au moment de l'octroi du prêt.

⁹ Données mixtes : évaluations comptables et prix de transaction. Les prix immobiliers sur la base d'évaluations comptables, utilisées lors du précédent ERS et pour le rapport du HCSF, ne sont disponibles qu'en fréquence annuelle ; le point de 2016 ne sera disponible qu'au T1 2017.

¹⁰ Franchises de loyers, financements de travaux pour les locataires...

semestres précédents, la part des opérations financées « en blanc » est passée de 0,5% au second semestre 2015 à 21% au premier semestre 2016. Pour l'heure, la qualité des expositions reste néanmoins satisfaisante : en particulier, le ratio *loan-to-value* en cours de vie (LTV courant) demeure modéré, inférieur à 60% dans 76,2% des cas. Par ailleurs, le taux d'encours douteux demeure faible (3,38% au 30 juin 2016) et même en réduction (3,53% au 31 décembre 2015).

Dans l'ensemble, et tenant notamment compte du dynamisme de la demande économique (baisse du taux de vacance des bureaux), le risque de contrepartie associé à l'immobilier commercial paraît aujourd'hui faible et n'est pas de nature à engendrer des pertes significatives pour le système financier à court terme.

Cependant, le principal point d'attention porte sur la poursuite de la hausse des prix depuis 2009 alors même que les rentabilités locatives décroissent significativement depuis cette époque (Graphique 13). Cette hausse, d'apparence paradoxale, provient du niveau historiquement élevé des « primes de risque », c'est-à-dire de l'écart entre le taux de rentabilité locative et un taux de référence (taux souverain à 10 ans). Du fait de la baisse de ce dernier, plus rapide que celle des rentabilités locatives, il ressort une apparente « sur-rentabilité » de l'immobilier commercial français, qui nourrit un volume d'investissement en croissance continue depuis 2009. Il y a lieu de s'interroger sur le caractère soutenable de cette situation sur le

long terme. Des facteurs économiques (apparition d'une offre excessive de CRE) ou financiers (remontée des taux souverains réduisant « les primes de risque ») peuvent être de nature à provoquer un retournement de la demande et des prix des actifs immobiliers commerciaux français.

2.4 RISQUES LIÉS À LA HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES (SNF)

a. La dynamique d'endettement des SNF s'inscrit dans l'environnement actuel de taux bas

Selon la définition de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'endettement financier des SNF est composé de trois principaux éléments : (i) **les titres de créance**, dont la croissance très dynamique après la crise a ralenti mi-2015 avant de se redresser récemment ; (ii) **les crédits auprès des institutions financières**, en augmentation depuis 2014 ; et (iii) **les autres crédits, principalement les crédits intragroupes**. En tenant compte de ces trois composantes, **le taux d'endettement brut des SNF françaises s'établit à 128% du PIB au deuxième trimestre 2016, légèrement au-dessus du taux moyen de la zone euro**. Si on retient la méthodologie MIP *Scoreboard* (*Macroeconomic Imbalance Procedure*) qui exclut les prêts des SNF à d'autres SNF résidentes ainsi que les titres de dette émis par des SNF et détenus par des SNF résidentes (consolidation sectorielle), **l'endettement financier brut des SNF ressort à 88% du PIB¹¹**.

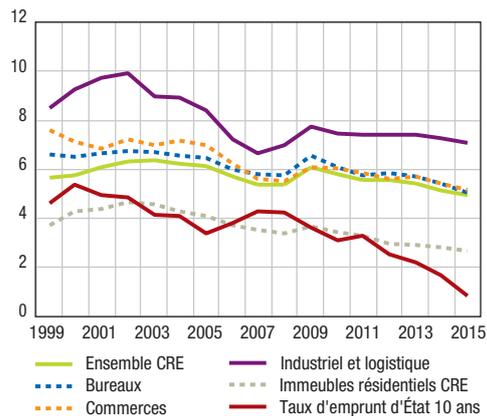
Le volume des crédits non bancaires, en particulier des crédits intragroupes dans l'endettement des SNF françaises, tient à la structure spécifique du tissu industriel français, qui se caractérise notamment par le nombre et l'importance des groupes

¹¹ La BRI comme la Commission européenne (MIP Scoreboard) évaluent l'encours de titres de créance en valeur de marché.

Graphique 13

Rentabilité locative nette de charges et taux de l'emprunt d'État français

(en %)



Sources : MSCI, Eurostat.

internationaux. Cependant, si les crédits intragroupes expliquent une grande partie de l'écart du niveau d'endettement des SNF françaises avec la moyenne de la zone euro, ceux-ci ne suffisent pas à rendre compte de la dynamique globale de l'endettement des SNF françaises. En particulier, le financement de filiales, participations ou partenaires étrangers correspond à 10 milliards EUR par an, au cours des trois dernières années, ce qui représente une part de 15% environ de l'accroissement de l'endettement global des SNF (63 milliards EUR au cours des 12 derniers mois, à fin août 2016).

Encadré 3

Endettement des SNF, pluralité des mesures

La BRI s'appuie sur un indicateur d'endettement des SNF constitué du total des titres de dette en valeur de marché et de l'ensemble des crédits au passif des SNF sans aucune consolidation. Ce calcul intègre ainsi tous les crédits octroyés quels que soient les créanciers et inclut toutes les opérations intragroupes, y compris transfrontières. C'est donc une dette brute non consolidée.

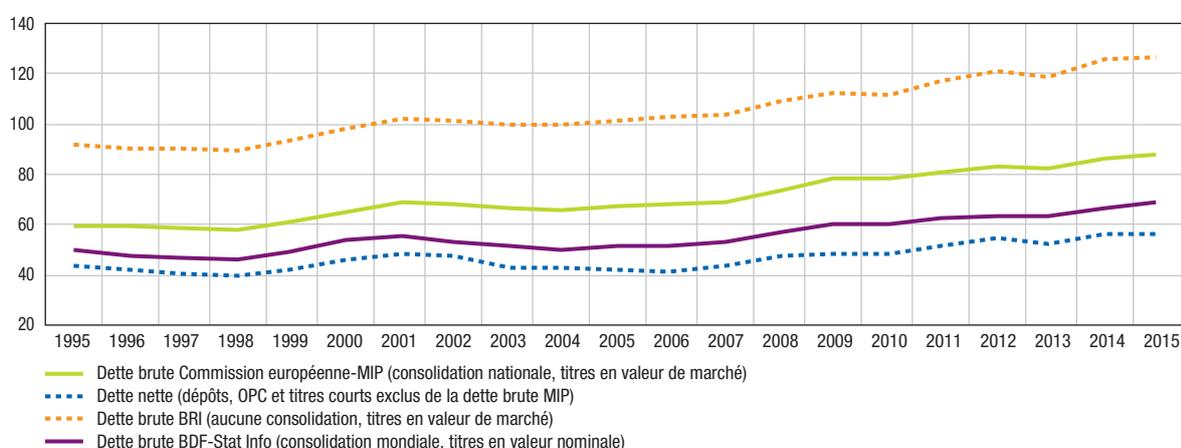
Pour la Commission européenne (*Macroeconomic Imbalance Procedure* ou *MIP Scoreboard*), les titres de créances sont considérés en valeur de marché et le total des crédits au passif des SNF est retenu à l'exclusion des prêts des sociétés non financières à d'autres sociétés non financières (consolidation sectorielle ou consolidation nationale au sens où des prêts entre deux SNF affiliées à un même groupe, mais implantées dans deux pays ne sont pas consolidés) : selon cette méthode, la hausse de l'endettement des SNF en France est moins marquée (+14 pp entre 2008 et 2015) comparée à une dette non consolidée telle que publiée par la BRI (+18 pp).

La Banque de France évalue l'encours des titres de dette en valeur nominale et opère une consolidation mondiale. Celle-ci consiste à retirer, en plus des opérations intrasectorielles, les opérations effectuées avec des contreparties non résidentes appartenant au même groupe¹. La progression de l'endettement des SNF en France apparaît alors moins dynamique (+12 pp entre 2008 et 2015).

Enfin, on peut soustraire de la dette brute certains actifs financiers détenus par les SNF comme les dépôts, les titres de créance à court terme et les titres d'organismes de placement collectifs. Là encore, les niveaux et les évolutions de cet indicateur sont notoirement différents des indicateurs publiés par la BRI ou la Commission européenne (Graphique 1).

Graphique 1

Dettes brute et dette nette des SNF (en % du PIB)



Source : Banque de France.

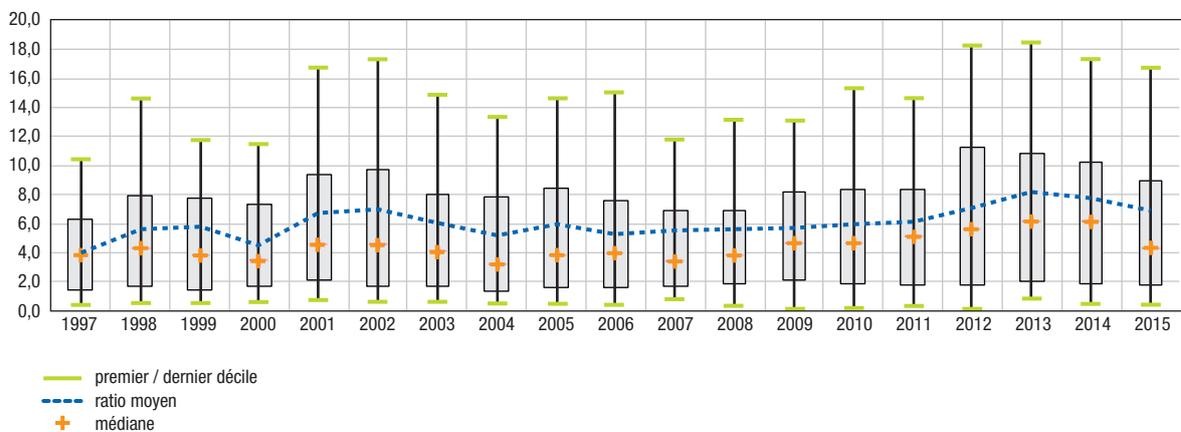
¹ Cf. Stat Info « Le financement des sociétés non financières France ».

Pour autant, la capacité de remboursement et le ratio de dette sur fonds propres montrent que les SNF françaises maîtrisent globalement leur endettement. Ainsi, la capacité de remboursement des grandes entreprises s'améliore en moyenne depuis 2014 (Graphique 14). Celle-ci est mesurée par le ratio dette financière sur capacité d'autofinancement¹² (CAF). Toutefois, si la capacité de remboursement médiane a quasiment retrouvé son niveau d'avant la crise, l'écart entre la capacité de remboursement moyenne et la capacité de remboursement médiane atteint un plus haut depuis 1997, témoignant de la forte dispersion actuelle de la situation financière des grandes entreprises.

Graphique 14

Capacité de remboursement des SNF françaises

(en nombre d'années)



Source : Banque de France.

Par ailleurs, l'augmentation du niveau de dette des groupes français depuis 2009 ne s'est pas accompagnée d'une dérive du ratio dettes financières/capitaux propres du fait de la progression de ceux-ci en parallèle (+80% sur la période 2009-2015). La prise en compte des écarts d'acquisitions ne modifie pas ce diagnostic. Cependant, si l'on étudie l'évolution du ratio de levier des têtes de groupes françaises à partir de leurs comptes consolidés, afin de mettre en évidence l'endettement externe de ces groupes, on observe que le ratio de levier des têtes de groupes¹³ publiant leurs comptes en IFRS (les plus grands groupes) continue de croître légèrement en 2015 (+0,7%), alors que les têtes de groupes de taille inférieure présentent un ratio de levier en décroissance depuis 2013. Toutefois, la dynamique d'endettement des têtes de groupes IFRS étudiées est à mettre en regard de leur forte dynamique d'investissement (+10,0% en points de VA entre 2014 et 2015).

Cependant, l'amélioration de la capacité de remboursement des grandes entreprises, ainsi que la maîtrise de leur ratio de levier s'observent dans un environnement caractérisé par la baisse des taux. Ainsi, le coût de l'endettement à 5 ans des SNF sur le marché a régulièrement diminué depuis 2008, passant de près de 5% début 2008 à environ 0,6% en août 2016. Si cet environnement de taux bas a pu soutenir la croissance de l'endettement brut des SNF françaises, sans entraîner globalement une dégradation de leur situation financière, les risques associés à une remontée potentielle des taux constituent un point de vigilance.

¹² Ce ratio donne la durée théorique de remboursement qui serait atteinte si l'équivalent du montant de la CAF de l'année courante était intégralement versée chaque année pour le remboursement de la dette courante.

¹³ Les têtes de groupes de cet échantillon représentent 41,4% de l'ensemble des groupes français publiant leurs comptes en IFRS.

b. Analyse des liens entre l'augmentation de l'endettement des entreprises et les flux d'investissement

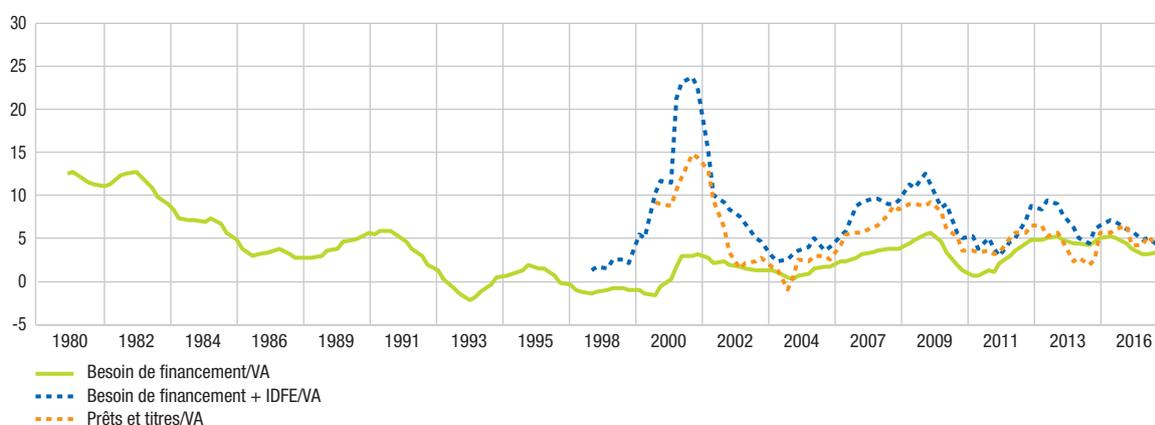
La dynamique d'endettement des SNF françaises s'explique par un besoin de financement, leur épargne brute¹⁴ ne suffisant plus à couvrir le coût de leurs investissements corporels et incorporels et de leurs variations de stocks. En effet, le taux d'autofinancement¹⁵ a décliné depuis les années 2000 où il avait atteint un pic à 100%. Il s'établit actuellement environ à 80%, malgré un léger rebond sur la période récente en raison du redressement des marges. Pour autant, si le besoin de financement des SNF rapporté à la VA est moins dégradé depuis 2010, d'après les données de comptabilité nationale, ce ratio reste à un niveau bas, actuellement proche de 4%.

Dans ce contexte, les émissions de titres des SNF et leurs crédits nouveaux apparaissent en ligne, de 2010 à 2015, avec l'évolution du besoin de financement des SNF. Il est à noter cependant que l'endettement de marché a crû plus rapidement que le crédit bancaire entre 2008 et 2016, sa part passant de 26% de l'endettement total des SNF au 3^e trimestre 2008 à 39% au 3^e trimestre 2016¹⁶. Toutefois, au début des années 2000, puis à nouveau entre 2007 et 2008, les émissions de titres et celles de crédits ont largement excédé le besoin de financement des SNF, cet écart s'expliquant par le financement de flux d'investissements directs massifs, moins importants et moins concentrés en 2007-2008 (Graphique 15).

Graphique 15

Évolution du besoin de financement des SNF rapporté à la valeur ajoutée et flux d'émissions de titres et de crédits des SNF

(Somme sur 12 mois, en points de valeur ajoutée des SNF)



Source : Banque de France.

Par ailleurs, les flux d'émissions nettes de titres de dette de long terme ainsi que les flux nets de crédit aux SNF de maturité supérieure à cinq ans sont plus dynamiques en France qu'en Allemagne, en Espagne ou en Italie. Cependant, la comparaison internationale est quelque peu fragile, les SNF allemandes réalisant une partie de leurs émissions de titres via leurs filiales à l'étranger (Pays-Bas, Luxembourg).

Si l'on considère désormais, non seulement les investissements corporels et incorporels, mais également les investissements financiers, solde des acquisitions et des cessions de participations et d'autres immobilisations financières (titres non consolidés), il apparaît **que le crédit bancaire est surtout utilisé chez les PME pour des investissements**

¹⁴ Pour les sociétés non financières, l'épargne brute est égale au revenu disponible brut, puisque les sociétés non financières n'effectuent pas de dépenses de consommation.

¹⁵ En comptabilité nationale, rapport entre l'épargne brute des entreprises et la formation brute de capital fixe (FBCF).

¹⁶ Source : Banque de France.

corporels, alors que les grandes entreprises destinent celui-ci de manière prépondérante à des investissements financiers. Selon une étude effectuée sur des têtes des grands groupes français¹⁷, les investissements financiers apportent actuellement la plus forte contribution au taux de croissance de l'investissement global de ces groupes : entre 2014 et 2015, les investissements corporels et incorporels contribuent ainsi pour 8,4% au taux de croissance des investissements totaux de ces groupes, contre 11,0% pour les investissements financiers induisant des variations de périmètre et 11,4% pour les autres investissements financiers.

Pour autant, de manière générale, entre 2008 et mi-2016, les SNF françaises vendent davantage de titres qu'elles n'en acquièrent (flux net de détention de -24 milliards EUR). En particulier, elles cèdent 186 milliards EUR de parts d'organismes de placement collectifs (OPC), notamment en 2011, avec un flux net annuel de détention de 113 milliards EUR. À l'inverse, elles achètent 71 milliards EUR d'actions cotées (hors participations individuelles supérieures à 10% dans une société non résidente), dont 51 milliards EUR au cours de l'année 2011. Sur la première moitié de l'année 2016, elles acquièrent 18 milliards EUR de titres de dette de long terme et 16 milliards EUR d'actions cotées.

c. La forte augmentation de la trésorerie des SNF traduit des comportements nouveaux

La forte augmentation de la trésorerie des SNF permet de relativiser, dans une certaine mesure, la dynamique d'endettement des SNF françaises. En effet, le rythme d'augmentation des dépôts bancaires des SNF françaises est tendanciellement plus élevé sur la période 2008-2016 que sur la période 1999-2008. Rapportés au PIB, les dépôts bancaires passent de 14% fin 2008 à près de 25% fin 2015.

Ainsi, la dette nette globale des SNF – après déduction des dépôts bancaires et des autres placements de court terme – progresse sensiblement plus lentement que la dette brute consolidée (+1,9%, contre +4,3 points de PIB, entre fin 2012 et fin 2015). Sur la seule année 2015, la dette brute augmente ainsi de 1,3 point de PIB, quand la dette nette rapportée au PIB est stable. Par ailleurs, on observe que la dette nette reste inférieure à 60% du PIB, s'établissant à 56,1% du PIB au 31/12/2015. Toutefois, le degré de pertinence économique de ce *netting* dépend du secteur d'activité.

L'augmentation globale de la trésorerie des SNF peut s'expliquer par plusieurs facteurs : certaines SNF, notamment des PME et des TPE, dégagent des marges leur permettant non seulement de couvrir leur besoin de financement sans recourir à l'emprunt, mais également de placer des disponibilités ; dans les autres cas, les placements peuvent servir d'encaisses de « précaution », à coût faible en période de taux bas. À cet égard, on peut souligner le changement de paradigme relatif à l'accumulation de trésorerie par les SNF. Il est enfin vraisemblable que, dans un contexte d'incertitude économique, la croissance de la trésorerie fournit aux groupes la flexibilité suffisante pour répondre rapidement aux opportunités d'investissement.

Une dernière hypothèse peut être émise : le traitement préférentiel associé aux dépôts des PME dans le calcul du *Net Stable Funding Ratio* (NFSR), par rapport aux autres éléments du passif, conduit les banques à maintenir une rémunération attractive, du moins positive, des dépôts à terme. Dans un contexte où les grandes entreprises peuvent emprunter à court terme à des taux négatifs, la concomitance de ces conditions d'emprunt et de la rémunération des dépôts à terme *corporate* crée un environnement dans lequel des grandes entreprises pourraient être incitées à emprunter pour placer le produit de ces émissions dans des dépôts à terme. Cependant, on observe une légère

¹⁷ En raison de la granularité des données requises, l'échantillon étudié ici est plus restreint que l'échantillon de l'étude mentionnée dans la partie 1.4.1. Les têtes de groupe de ce second échantillon représentent 27,5% de l'ensemble des groupes français publiant leurs comptes en IFRS.

décroissance sur un an des émissions des entreprises les mieux notées¹⁸ depuis mai 2016, et une forte décroissance sur un an des émissions des entreprises bien notées¹⁹. Ces deux populations d'entreprise bénéficient des écarts de rendement les plus favorables avec les dépôts à terme ou les valeurs mobilières de placement. Ces éléments semblent montrer que les SNF françaises ne développent pas à ce stade de stratégie opportuniste d'endettement à court terme.

¹⁸ Notation de court terme A-1+ P-1 F1+.

¹⁹ Notation de court terme A-1 F1.

3 Risques des institutions financières

Les institutions financières françaises font preuve de résilience dans un environnement économique et financier dégradé, notamment caractérisé par une faiblesse persistante des taux d'intérêt.

Les banques françaises démontrent leur résilience à cet environnement grâce à des caractéristiques structurelles qui ont limité les conséquences négatives des taux bas sur leur rentabilité. Sur le premier semestre 2016, le résultat net part du groupe (RPNG) des six principaux groupes bancaires français¹ a atteint 13,4 milliards EUR, contre 12,4 milliards EUR au premier semestre 2015, mais retraité d'un événement exceptionnel (cession de la participation dans Visa Europe), il affiche un repli de 14,1%. La baisse du coût du risque (-18,9% sur la période) a permis de limiter les conséquences de la baisse des revenus, affectant principalement la banque de détail. Bien que le secteur bancaire français ait des fondamentaux solides, notamment en termes de solvabilité et de liquidité, il est affecté indirectement par la faiblesse d'autres secteurs bancaires européens auxquels il est exposé, faisant augmenter le coût du capital et baisser les valorisations en bourse, ce qui pourrait être problématique à l'avenir. À moyen terme, la poursuite – voire l'amplification – de la vague de renégociations et rachats de crédits à l'habitat pourrait réduire fortement la rentabilité de l'actif des banques, tandis qu'au passif la rigidité de l'épargne réglementée limite la baisse des coûts de financement. L'environnement de taux bas pourrait par ailleurs inciter les banques à augmenter leur prise de risque, que ce soit à travers leur portefeuille de titres ou le relâchement de leurs conditions de crédit, bien que ce risque ne se matérialise pas pour l'instant. À l'inverse, une remontée brutale des taux d'intérêt provoquerait un effet de ciseau, car il affecterait le passif plus rapidement que l'actif.

Le résultat net agrégé de l'ensemble des organismes d'assurance s'est élevé en 2015 à +12,7 milliards EUR en 2015 (+10,6 milliards EUR en 2014). Les fonds propres des organismes d'assurance ont crû de leur côté de près de 10% en 2015, améliorant encore davantage les ratios de couverture de la marge minimale de solvabilité (exigence prudentielle dans le référentiel « Solvabilité 1 »). L'assurance vie a connu en 2015 une collecte nette positive de 21,8 milliards EUR (+12% par rapport à 2014), amenant le stock de provisions techniques correspondant à 1 684 milliards EUR. Pour les assureurs, le passage à Solvabilité II a constitué un jalon majeur dans la réglementation du secteur. Le taux de couverture du capital de solvabilité requis (SCR en anglais), affiché au 1^{er} janvier 2016, reste élevé sur l'ensemble du marché (taux moyen à 222% pour les organismes individuels, 225% si l'on restreint le périmètre aux seuls assureurs-vie). Une analyse de la structure du SCR montre l'importance du module risque de marché (comprenant entre autres les risques taux et action), qui représente 88% des risques supportés par les organismes vie (80% sur l'ensemble des organismes individuels).

Plus généralement, plusieurs évolutions structurelles viennent s'ajouter à l'environnement de taux bas et poussent les banques et assureurs français à adapter leur modèles d'affaire. Ainsi, **l'avènement de la rupture digitale exacerbe la concurrence, tandis que l'alourdissement des exigences réglementaires pèse sur les bilans. Une remise en question des *business models* est nécessaire pour faire face à ces challenges.** Elle est porteuse d'opportunités comme de risques pour le système financier français.

Les banques tentent de développer les revenus de commissions, mais ces derniers pourraient être moins dynamiques à l'avenir car l'environnement de taux bas et la concurrence des Fintechs pourraient limiter leur croissance. Les banques essaient aussi de limiter leurs coûts en ajustant la taille de leur réseau, en restructurant certaines activités – notamment la BFI – et en investissant dans les Fintechs. Ces ajustements comportent des coûts à court terme et des risques – notamment opérationnels et sociaux – qu'il convient de surveiller.

¹ BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale, BPCE, Crédit Mutuel et La Banque Postale.

Les sociétés d'assurance pourraient, quant à elles, revoir leur relation au risque en le transférant aux épargnants à travers la généralisation des contrats d'assurance vie en unités de compte ou, au contraire, en augmentant leur prise de risque pour maintenir leur rentabilité dans un environnement de taux bas.

3.1 RISQUES DES BANQUES

a. Impact de l'environnement de taux d'intérêt bas sur la rentabilité des banques

La persistance d'un environnement de taux d'intérêt bas est généralement accusée d'avoir une incidence négative sur la rentabilité des banques, notamment en comprimant leur marge nette d'intérêt. **Les banques françaises ont été moins touchées que la moyenne des banques européennes en raison d'une moindre sensibilité de leur actif au taux d'intérêt et de la part de financement de marché élevée au passif.** Jusqu'à présent, les banques françaises avaient compensé la faiblesse de leur marge nette d'intérêt par une croissance des commissions et des revenus dynamiques d'autres activités. Les résultats les plus récents montrent que ces revenus compensent désormais moins que par le passé la faiblesse de la marge d'intérêt. D'un point de vue prospectif, alors que les banques anticipent un redressement de leur rentabilité après 2016, les analystes de marché restent plus pessimistes que les banques françaises et ont intégré ces anticipations dans les prix d'actifs.

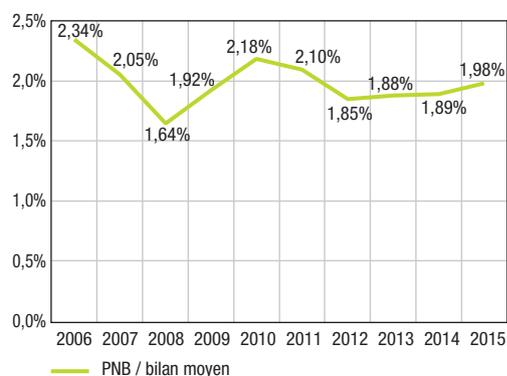
- **Jusqu'en 2015, une incidence limitée de l'environnement de taux bas en raison des caractéristiques structurelles des banques françaises**

Bien qu'il ait subi une légère compression de 2012 à 2013, **le produit net bancaire des principales banques françaises se maintient dans l'environnement de taux bas** et se situait en termes relatifs (en % de l'actif total) fin 2015 à son niveau moyen sur la période 2006-2015 (Graphique 16). En valeur, les revenus d'intérêts ont été relativement résilients sur les deux dernières années, alors que les commissions et les autres revenus ont été plus dynamiques (Graphique 17).

Graphique 16

PNB des banques françaises

(en % du total actif)

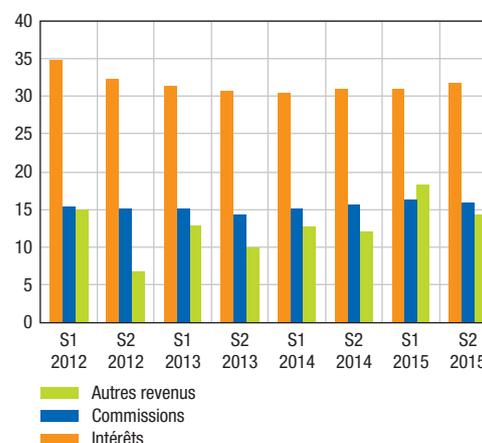


Source : communication financière – calculs ACPR.
Périmètre : BNPP, SG, GCA, BPCE.

Graphique 17

Sources de revenus des banques françaises

(en milliards EUR)



Source : communication financière – calculs ACPR.
Périmètre : BNPP, SG, GCA, BPCE.
Note : le 1^{er} semestre 2016 a été annualisé.

Cette résilience relative à l'environnement de taux bas par rapport à leurs pairs européens s'explique par les caractéristiques structurelles des banques françaises :

- **À l'actif, la grande majorité des prêts sont à taux fixe**, ce qui immunise davantage les banques françaises aux baisses des taux d'intérêt par rapport à leurs consœurs européennes. La baisse des taux se transmet néanmoins par l'octroi de nouveaux prêts et surtout les renégociations des crédits anciens octroyés à des taux élevés ;
- **Au passif, une partie substantielle des financements provient du marché**, ce qui a permis aux banques de bénéficier très rapidement des baisses de taux qui se répercutent rapidement sur le coût du financement de marché. À l'inverse, les taux des dépôts de la clientèle sont plus rigides à la baisse, en particulier ceux liés aux dépôts réglementés (Livret A, PEL...) ;
- **La structure des revenus est moins dépendante de la marge nette d'intérêt**, car les commissions représentent une part relativement plus élevée de leurs revenus par rapport à la moyenne européenne.

Toutes choses égales par ailleurs, les banques françaises ont donc des revenus moins sensibles que leurs concurrentes aux évolutions de taux d'intérêt.

- **Plus récemment un impact plus marqué de l'environnement de taux bas, mais les banques françaises maintiennent malgré tout leur rentabilité grâce à un modèle d'activité diversifié**

Les résultats des grandes banques françaises sur les neuf premiers mois de 2016 mettent en évidence des effets opposés des taux bas sur les résultats :

- **Des effets négatifs, avec une diminution du PNB sur l'activité de banque de détail en France** : cette diminution touche à la fois la marge nette d'intérêt et les commissions. Le ralentissement des commissions est notable dans la mesure où son dynamisme avait eu un effet compensateur sur les trimestres précédents en 2015 ; ce ralentissement est dû à une baisse des commissions financières affectées par un contexte de marché défavorable alors que les commissions de service (sur les activités de banque de détail) restent stables ;
- **Des effets positifs, avec une diminution du coût du risque qui se poursuit**, portée par des reprises de provisions sur la banque de détail en France et en Italie et ceci malgré une croissance économique modeste dans les principales zones d'implantations des banques françaises.

Dans ce contexte de taux bas persistant, les grands groupes bancaires français réalisent malgré tout une bonne performance en termes de rentabilité grâce à la force de leur modèle diversifié. En effet, la résilience à l'environnement de taux bas de leurs autres activités (financements spécialisés, gestion d'actifs et assurance) atténue en partie l'érosion observée dans la banque de détail. Par ailleurs, plusieurs opérations exceptionnelles (cessions d'actifs non stratégiques) ont eu une incidence positive sur les résultats de ces neuf premiers mois.

La faiblesse de la banque de détail en France devrait perdurer dans les trimestres à venir en raison de l'incidence des vagues précédentes de renégociations/rachats externes sur la marge nette d'intérêt. En revanche, la baisse du coût du risque, qui a permis de compenser jusqu'à présent la baisse de la marge nette d'intérêt, pourrait ne plus jouer ce rôle compensateur, étant donné qu'il atteint des niveaux faibles, proches de ceux d'avant-crise.

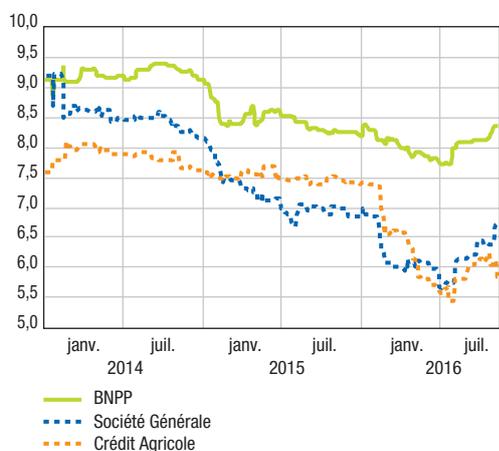
• Anticipations de rentabilité des banques et des analystes de marché

Depuis février 2016, les prévisions des analystes de marché de rendement du capital (*Return on Equity* ou RoE) des banques françaises ont été revues fortement à la baisse (Graphique 18 et Graphique 19). Pour 2016, elles ont certes chuté d'environ 100 à 200 pb (points de base) selon les cas entre février et juillet 2016, mais ont remonté lors de la publication des résultats du 1^{er} semestre qui mettaient en évidence une résilience des banques françaises plus forte que le marché ne l'avait anticipé. Néanmoins, pour 2017, le consensus de marché sur le RoE est toujours en forte baisse depuis février et n'a pas été révisé à la hausse par les analystes, ce qui met en évidence une dégradation anticipée par le marché pour 2017.

Graphique 18

Prévisions de RoE des banques françaises pour 2016

(en %)

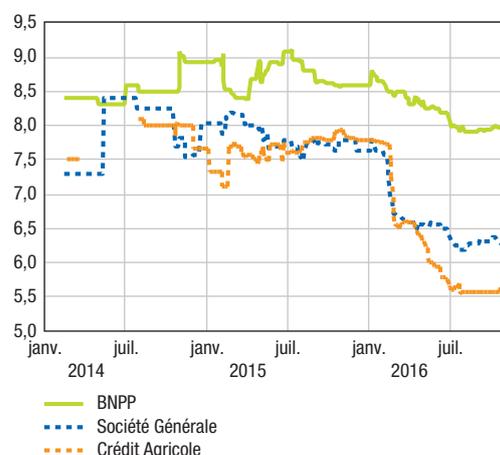


Source : Bloomberg.

Graphique 19

Prévisions de RoE des banques françaises pour 2017

(en %)



Source : Bloomberg.

En termes de risques :

- les différentes vagues de renégociations/rachats externes de crédits à l'habitat pourraient augmenter la sensibilité de l'actif aux baisses de taux et accélérer la baisse des revenus nets d'intérêt ;
- en cas de remontée des taux, la faible sensibilité de l'actif et la forte sensibilité du passif (pour la partie financement de marché) aux taux de marché pourraient faire baisser les revenus nets d'intérêt plus que la moyenne européenne ;
- le comportement des banques, que ce soit sur les conditions d'octroi de crédit ou l'achat de titres plus risqués, n'indique pas pour l'instant de prise de risque excessive qui pourrait constituer des vulnérabilités en cas de scénario adverse.

Risques pesant sur la rentabilité des banques françaises dans un environnement de taux bas :

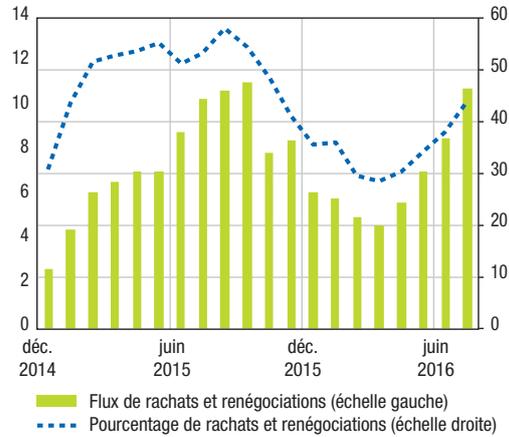
- **Risque 1 : baisse rapide du rendement de l'actif liée à des vagues de renégociations ou rachats externes de crédits à l'habitat**

Du côté de l'actif, les banques françaises ont été plus résilientes à la baisse des taux de marché en raison d'encours de crédits à l'habitat majoritairement à taux fixes. Cependant, les phénomènes de renégociations et rachats externes peuvent augmenter

Graphique 20

Renégociations et rachats de crédit externes

(en milliards EUR et en % de la production mensuelle)



Source : Banque de France.

la sensibilité du rendement de l'actif des banques aux taux de marché.

Les banques françaises ont connu un volume record de renégociations (RE) et de rachats (RA) de crédits habitat en 2015 : plus de 80 milliards EUR ont fait l'objet de rachats ou de renégociations sur l'année (Graphique 20). Une nouvelle vague de RA/RE a commencé au printemps 2016 et la plupart des établissements anticipent sa poursuite car le stock de prêts rachetables ou renégociables, compte tenu de leur taux à l'octroi, reste encore élevé. Les banques ont eu tendance à accepter les renégociations afin de garder leurs clients tout en cherchant à minimiser l'impact en PNB (moindre concession de taux, frais de renégociation et demande de contreparties). Pour l'instant, les efforts des banques en termes de renégociations et de rachats externes se concentrent sur la clientèle haut de gamme ou patrimoniale compte tenu des autres revenus qu'elle génère.

Les banques constatent dans l'ensemble une baisse de leurs marges à la production, qui restent cependant positives. En effet, bien que les renégociations donnent lieu à des revenus additionnels au moment de l'émission des nouvelles offres (pénalités de remboursement anticipé, frais de dossier ou de renégociation), elles provoquent une baisse durable de la marge nette d'intérêt sur le stock.

Une poursuite de la vague de RE/RA augmenterait la sensibilité de l'actif au faible niveau des taux d'intérêt de marché, pesant sur la rentabilité des banques françaises en cas de prolongation de l'environnement de taux bas.

• **Risque 2 : effet de ciseau sur le bilan lié à une remontée rapide des taux d'intérêt**

Un rebond rapide des taux d'intérêt pourrait affaiblir la rentabilité des banques françaises si le rendement de l'actif s'ajustait moins vite au taux d'intérêt (en raison d'un encours important de crédits habitat octroyé à des niveaux faibles pendant la période de taux bas) que le coût du passif potentiellement moins rigide (en raison de la forte sensibilité hors couverture du financement de marché et des dépôts réglementés aux hausses de taux, mais aussi d'une sensibilité à ceux-ci plus importante qu'observée historiquement).

• **Risque 3 : une trop grande rigidité du passif alourdit les coûts de financement**

Du côté du passif, les dépôts et l'épargne à taux garanti servent un taux de rémunération qui est assorti d'un plancher (réglementaire) limitant leur évolution à la baisse. Les encours de dépôts détenus par les ménages et les sociétés non financières auprès d'établissements de crédit établis en France s'élèvent à 1 700 milliards EUR à fin septembre 2016. À cette date, le taux moyen sur les dépôts de ménages et sociétés non financières est de 0,8%, se traduisant par une charge d'intérêt cumulée sur les 12 derniers mois de près de 14 milliards EUR. Si les dépôts à vue constituent 44% des dépôts auprès des établissements de crédit, leur taux moyen de rémunération est de 0,08%. Les taux réglementés ont quant à eux connu des baisses consécutives au cours des dernières années, pour les aligner aux taux d'intérêt de marché. Le taux de rémunération du Livret A est de 0,75% depuis août 2015 et le taux des nouveaux PEL est de 1% depuis août 2016. Si le taux du Livret A est appliqué à l'ensemble des contrats (existants et nouveaux), ce n'est pas le cas pour les contrats PEL, qui conservent le taux d'intérêt offert au moment de leur ouverture. Avec un taux moyen de 2,74%, ce sont les

dépôts les plus coûteux pour les établissements de crédit et leur rémunération représente 47% de la charge d'intérêt sur les 12 derniers mois à fin septembre 2016.

Afin de remédier en partie à la rigidité du bilan des banques à la baisse, une nouvelle formule du Livret A a été annoncée le 9 novembre, dont l'application assurera une cohérence entre les taux de marché et la rémunération de l'épargne des Français, afin d'assurer la pérennité du modèle de financement du logement social et des PME, tout en maintenant la rentabilité des banques françaises (Encadré 4).

Encadré 4

Révision de la formule du Livret A

Depuis 2008, la formule de fixation du taux du Livret A était fixée de la manière suivante, après arrondi au quart de point le plus proche ou à défaut au quart de point supérieur :

$$\text{Maximum} \quad \begin{cases} \frac{\text{Euribor 3 mois} + \text{Eonia}}{2} + \frac{\text{Inflation}}{2} \\ \text{Inflation} + 0,25\% \end{cases}$$

L'Euribor 3 mois et l'Eonia sont considérés en moyenne mensuelle calendaire et l'inflation est la variation sur les douze derniers mois connus de l'indice INSEE des prix à la consommation de l'ensemble des ménages.

L'arrêté du 10 novembre 2016 révisé cette formule en introduisant plusieurs modifications :

- Lissage sur 6 mois des taux d'inflation et Eonia ;
- Suppression de la référence Euribor 3 mois ;
- Suspension du surplus de 0,25% ajouté à l'inflation lorsque l'écart entre le taux monétaire et l'inflation est supérieur à 25 points de base.

Ainsi, la nouvelle formule du Livret A prévoit que le taux du livret A soit égal, après arrondi au quart de point le plus proche ou à défaut au quart de point supérieur, au :

$$\text{Maximum} \quad \begin{cases} \frac{\text{Eonia} + \text{Inflation}}{2} \\ \text{Inflation} + 0,25\%, \text{ sauf si } (\text{Inflation} - \text{Eonia}) > 0,25\%, \text{ alors } \text{Inflation} + 0,00\% \end{cases}$$

La nouvelle formule doit permettre de maintenir une rémunération du Livret A plus étroitement liée à l'inflation sans que celle-ci ne puisse diverger excessivement des taux de marché. Par ailleurs, le lissage sur 6 mois permet de prévenir toute variation brutale des taux, assurant ainsi aux acteurs plus de visibilité. En outre, la disposition permettant une dérogation à l'application du taux issu de la formule en cas de circonstances exceptionnelles perdure.

Le gouvernement a annoncé que le taux du Livret A serait maintenu à 0,75% en février 2017.

Risques pesant sur la qualité du bilan des banques françaises dans un environnement de taux bas

• Risque 1 : recherche de rendement dans le portefeuille des banques françaises

Les données de portefeuille des banques françaises ne montrent, pour le moment, pas de tendance à une prise de risque accrue issue de l'environnement de taux bas. Il convient toutefois de surveiller leur évolution. En effet, une augmentation de l'exposition à des titres plus risqués (comme les actifs émergents ou les obligations d'entreprise) au détriment des titres souverains pourrait exposer les bilans des banques à un risque de crédit accru et les rendre plus vulnérables aux mouvements de valorisation de marché dans un contexte de corrélation accrue entre les classes d'actifs.

- **Risque 2 : relâchement excessif des conditions d'octroi de crédit**

Selon l'enquête mensuelle du crédit de la Banque de France, les conditions d'octroi de crédits à l'habitat évoluent très peu depuis début 2015, de même que pour les crédits à la consommation. Les banques confirment que le fléchissement des marges sur les crédits pour risque moyen s'est accentué en 2016 pour l'habitat et s'est prolongé pour la consommation. Les marges sur crédits aux ménages de risque élevé se maintiennent sur la durée. En 2016, le coût des ressources, puis la pression concurrentielle ont eu une incidence constante dans le sens d'un assouplissement sur les conditions d'octroi et les marges de risque moyen, tant pour l'habitat que pour la consommation.

Concernant les crédits aux entreprises, en 2016, les banques ont signalé un assouplissement croissant de leurs conditions d'octroi de crédit. Le cycle baissier des marges de risque moyen, initié début 2013, s'est amplifié à compter du 4^e trimestre 2015, alors que les marges pour risque élevé n'évoluent plus quant à elles que marginalement. Le coût des ressources est cité comme facteur d'assouplissement pour la première fois depuis début 2015, mais c'est surtout l'accroissement continu de la pression concurrentielle tout au long de l'année 2016 qui importe.

Un assouplissement excessif des conditions d'octroi pourrait conduire les banques à accorder des crédits à des ménages ou des entreprises dont la qualité de crédit pourrait se détériorer rapidement dans un scénario adverse. La hausse de l'endettement des ménages (cf. 2.3 Risques liés au secteur immobilier) et des entreprises (cf. 2.4 Risques liés à la hausse de l'endettement des sociétés non financières (SNF)) est à mettre en regard de potentielles incitations au relâchement des conditions de crédit et incite à la vigilance.

b. Risques liés à la réglementation

La réforme de la réglementation prudentielle depuis la crise de 2008 a permis de renforcer la résilience du système bancaire européen. Les banques françaises progressent de façon satisfaisante dans la mise en œuvre de ces nouveaux standards, présentant des niveaux parfois largement supérieurs aux exigences prudentielles. Les banques françaises présentent des ratios de solvabilité et de liquidité en net progrès. Cependant, une hausse excessive des exigences pourrait peser sur la rentabilité et le modèle d'activité des banques. Elle pourrait entraver leur capacité à financer l'économie en créant une incitation à réduire la taille de leurs bilans (*deleveraging*) ou à détenir des actifs plus rémunérateurs, mais plus risqués. Ces incitations sont renforcées par l'introduction prochaine du ratio de levier, notamment si son calibrage final remet en question son rôle de filet de sécurité.

- **Achèvement de Bâle III**

Le Comité de Bâle (BCBS) devrait achever sa revue du dénominateur du ratio de solvabilité (risque de crédit et risque opérationnel) fin 2016. L'engagement pris par le BCBS et le G20 en début d'année 2016 était de finaliser ces standards sans accroissement significatif des exigences en fonds propres pour le secteur bancaire dans son ensemble. Cependant, les dernières études d'impact montrent que cet objectif pourrait ne pas être respecté. La France est attachée au respect du mandat donné par le GHOS² et repris par le G20, à savoir l'absence de hausse significative des exigences.

L'impact des réformes sur les différentes zones géographiques doit être examiné avec attention. En effet, ces propositions n'assurent pas un *level playing field*, dans la mesure où l'impact est bien plus important pour certaines juridictions, comme l'Europe et le Japon. La place centrale des banques dans le financement de l'économie en Europe

² GHOS : Group of Governors and Heads of Supervisors. Le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire est l'organe de surveillance du Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire, lequel lui rend compte et soumet à son approbation ses décisions les plus importantes.

pourrait conduire à un impact plus mordant des réformes par rapport à leurs concurrentes d'autres juridictions.

Concernant les risques de marché, le Comité de Bâle a publié son Standard début 2016, lequel prévoit une forte refonte des modèles de calcul des risques pondérés et plus généralement des incitations à la modélisation. Son impact à court terme est important, mais devrait s'atténuer à mesure que les modèles seront mis en œuvre.

Concernant le risque de crédit, l'approche en modèle interne (IRB) connaîtrait une réduction très importante des possibilités de modélisation. Cette réforme impacterait particulièrement les banques françaises, du fait d'un recours important à la modélisation, mais aussi d'une moindre reconnaissance du modèle de financement de l'économie via le secteur bancaire, qui a pourtant fait ses preuves. La réforme de l'approche standard, dont l'objectif initial était de limiter la dépendance aux notations d'agence, n'a quant à elle pas pu aboutir et reste comparable à l'approche actuelle, avec un calibrage toutefois légèrement plus conservateur.

Concernant le risque opérationnel, l'abandon de l'approche modélisée (*Advanced Measurement Approaches*, AMA) et l'introduction de la nouvelle approche standard (*Standardized Measurement Approach*, SMA) provoqueraient une hausse des exigences en contradiction avec l'objectif initial de réduction de la variabilité et de hausse non significative des exigences de fonds propres.

- **IFRS 9**

En juillet 2014, l'*International Accounting Standards Board* (IASB) a finalisé la norme IFRS 9, établie pour répondre aux lacunes en matière de comptabilité des instruments financiers relevées pendant la crise. Le Parlement européen ayant voté l'adoption de la norme IFRS 9, celle-ci entrera en vigueur au 1^{er} janvier 2018.

L'EBA a lancé, en janvier 2016, une étude d'impact du passage à IFRS 9 sur les données à fin 2015 auprès d'un échantillon d'une soixantaine d'établissements européens comprenant les cinq grands groupes bancaires français. Ces résultats apportent un éclairage sur l'état de préparation des établissements à la nouvelle norme, sur l'évolution attendue du niveau de provisionnement et sur les impacts potentiels sur le ratio CET1. L'EBA prévoit de lancer un second exercice dès la fin de l'année 2016 afin d'affiner les résultats de la première étude d'impact. Sur la base de cette étude, les impacts sur les fonds propres du passage à IFRS 9, bien qu'encore très préliminaires, car réalisés à un moment où les banques n'étaient pas encore nécessairement à un stade très avancé de la mise en œuvre de la nouvelle norme, apparaissent relativement modérés. Par ailleurs, IFRS 9 laissant une part significative au jugement, la norme pourrait être appliquée de manière hétérogène par les banques européennes.

Un point qui suscite une attention particulière du point de vue de la stabilité financière est l'impact de l'utilisation de données *point-in-time* (non lissées du cycle économique) pour le calcul des pertes attendues dans IFRS 9 et du provisionnement du risque de crédit. Cette méthodologie s'oppose à la logique du *through-the-cycle* sur la base de laquelle sont estimées les pertes attendues dans les modèles prudentiels. Elle pourrait engendrer une procyclicité dans le niveau des anticipations de pertes que les banques prendront pour référence afin de provisionner leurs risques de crédit.

À noter qu'à la demande du Parlement européen, le Conseil européen du risque systémique (ESRB) s'est engagé à remettre un rapport sur les conséquences sur la stabilité financière de la norme IFRS 9 en 2017.

- **Effets de la réforme des fonds monétaires américains sur le financement de court terme en dollars des banques non résidentes**

La réforme des *Money Market Funds* (MMF) aux États-Unis, entrée en application le 14 octobre 2016, a eu des répercussions sur le financement en dollars des banques françaises implantées aux États-Unis (cf. Encadré 5 : Financement en USD des banques françaises auprès des *Money Market Funds* US). Le profil de financement des banques françaises ne suscite pas d'inquiétude étant donné la structure de leur passif qui demeure stable avec un financement en dollars contenu. Cela étant, les financements assurés par les fonds monétaires américains représentent un montant d'environ 100 milliards USD (toutefois très inférieur au montant de plus de 250 milliards USD mi-2011). La réforme n'a pas conduit au tarissement de cette source de financement pour les banques françaises, contrairement aux banques japonaises régulièrement confrontées à des tensions sur leur financement en dollars, du fait de l'ampleur de leurs positions en devises. En effet, les principaux groupes français bénéficient d'une position de liquidité favorable et avaient diversifié, par anticipation, leurs sources de financement de court terme. Contrairement à la situation qui avait prévalu en 2011, ces ressources de marché ne financent pas les activités en dollars (que les banques françaises avaient dû réduire de manière drastique au moment de la crise de l'été 2011), mais alimentent leurs actifs liquides au travers des placements à la FED. En outre, les banques françaises sont devenues, face aux fonds monétaires américains, des contreparties de repo très actives en vertu d'une opportunité technique liée aux modalités de calcul du ratio de levier au détriment des banques américaines.

Ainsi, si les phénomènes récents observés sur le marché US ne sont pas d'ordre systémique, la position de liquidité en devises demeure un sujet d'attention pour les autorités prudentielles, qui incitent les banques à mesurer de façon appropriée le risque de change et la notion de « convertibilité » des financements dans leur ratios de liquidité, en fonction de la part de leur financement en devises dans leur structure de passif et de leur modèle d'affaire. Les banques centrales observent également avec attention les développements du marché du repo, qui se situe au confluent des mécanismes de transmission de la politique monétaire et des mécanismes d'intermédiation dans un contexte de réduction des coûts de portage et de financement.

Encadré 5

Financement en USD des banques françaises auprès des *Money Market Funds* US

La réforme des fonds monétaires US, introduite en juillet 2014, fait une distinction entre les fonds qui peuvent détenir de la dette obligataire d'entreprise (y compris dette bancaire) dits « *US prime MMF* » et ceux qui sont investis exclusivement dans des titres souverains ou assimilés dits « *US government MMF* ».

En juin 2016, les fonds dits « *US MMF prime* » avaient investi plus de 15% de leur actif sur des supports de dette émis à court terme par les banques françaises. À titre de comparaison, cette part était descendue à 2,6% en décembre 2011 après l'épisode de défiance des MMF consécutive à la crise de la dette souveraine en zone euro, qui avait eu pour conséquence un retrait massif de 240 milliards USD en quelques mois.

La réforme implique notamment :

- l'abandon, par les *US prime MMF* du mécanisme de valorisation au coût historique (*Constant Net Asset Value*) au bénéfice d'une valorisation des parts en valeur de marché (*Variable Net Asset Value*) ;
- le recours, en cas de crise, à des pénalités de sortie (*liquidity fees*) ainsi qu'à des suspensions temporaires du droit de rachat de parts (*redemption gates*).

- en revanche, les *US government MMF*, jugés plus stables par le régulateur américain, conservent la même méthode de valorisation en intérêts courus, mais peuvent désormais également recourir aux pénalités et imposer des suspensions de rachats.

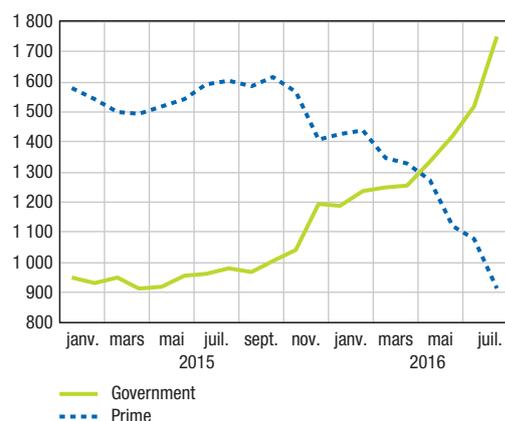
La réforme s'est traduite, entre janvier 2015 et août 2016, par une décollecte massive des *US prime funds* (-750 milliards USD) au profit des *government funds* (dont l'encours a augmenté de 824 milliards USD¹ pendant la même période). Malgré ce phénomène de report des investisseurs, l'encours de dette émise par les banques françaises et détenu par les US MMF s'est maintenu, en raison d'un couple rendement/risque jugé attractif par les investisseurs du marché US du fait de la bonne perception de la qualité de signature des banques françaises. À l'approche de l'échéance de la réforme (en pleine application depuis le 14 octobre 2016), on a pu observer toutefois un raccourcissement des maturités de la dette placée auprès des *prime MMF* avec une préférence nette pour des financements inférieurs à un mois.

Face à ces mouvements, largement anticipés, les banques françaises ont diversifié leurs sources de financement en faisant appel à d'autres contreparties (*asset managers, security lenders*) ou encore à la collecte de dépôts pour celles bénéficiant d'une activité de détail aux États-Unis.

Graphique 1

Report vers les *US government MMF*

(Milliards de \$)

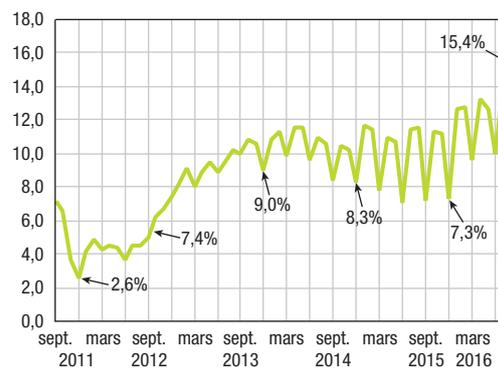


Source : Office of Financial Research.

Graphique 2

Part de l'actif des *US prime MMF* allouée à la dette émise par les banques

En % de l'actif total des fonds



Source : Crane.

Par ailleurs, les banques françaises ont comblé le désengagement des banques US sur le marché du repo, à la faveur d'un avantage compétitif dont elles bénéficient temporairement :

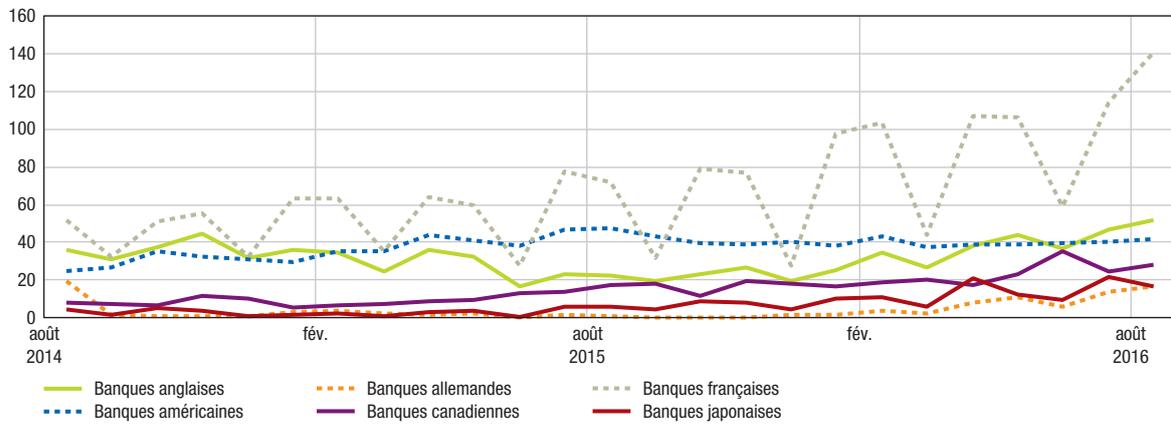
- alors que les banques US ont réduit la part de leur bilan dédiée à cette activité du fait de son coût réglementaire, les banques françaises ont conservé une capacité à être actives sur le marché du repo US ;
- elles tirent profit de la différence de périodicité du calcul du ratio de levier, les banques US devant le calculer en moyenne quotidienne alors que les banques européennes reportent les valeurs constatées en fin de trimestre. Ainsi, on observe à chaque fin de trimestre une nette contraction de leur activité de repo et à une hausse concomitante du recours des MMF à la facilité de reverse repo de la Fed, qui sert de *backstop facility* aux US MMF excédentaires en liquidités.

¹ L'augmentation des encours collectés par les Government MMF est allée de pair avec une présence accrue des MMF sur le marché du repo des contre US Treasuries.

Graphique 3

Repo Treasuries des fonds monétaires US avec les principales contreparties bancaires (hors Fed)

(en milliards USD)



Source : Office of Financial Research.

Cette **activité opportuniste est cependant temporaire** : d'ici fin 2018 les banques non résidentes dont le bilan est supérieur à 50 milliards USD seront soumises aux mêmes règles de calcul que les banques US.

c. Vulnérabilités du secteur bancaire européen

Depuis la crise de 2008, le secteur bancaire s'est révélé être la source de vulnérabilités conjoncturelles et structurelles qui mettent en péril la stabilité financière et la reprise économique étant donné leur rôle central dans le financement de l'économie réelle. Les marchés d'actions traduisent ce décrochage des valeurs financières par rapport aux autres secteurs, celles-ci évoluant à environ 20% de leur valeur de début 2008, tandis que l'indice Eurostoxx 50 a progressé à son plus bas depuis 2008, à environ 70% de son niveau d'avant-crise (Graphique 22).

La proportion importante de prêts non performants (*Non Performing Loans* ou NPL) au bilan de certaines banques pose la question de leur solidité et de la santé de l'économie réelle dans les économies concernées, comme l'Italie et le Portugal. Par ailleurs, les difficultés persistantes de Deutsche Bank font peser un risque pour l'ensemble du système financier européen, de par son importance systémique en tant que première banque d'investissement d'Europe. Enfin, la présence d'une surcapacité dans le secteur bancaire européen est régulièrement mise en avant³ et expliquerait notamment une plus faible rentabilité comparativement aux autres économies avancées.

Particulièrement volatil en 2016, l'indice de stabilité bancaire (cf. Encadré 6⁴) a connu une baisse continue suite à la publication des résultats des stress tests publiés le 29 juillet 2016 par l'Autorité bancaire européenne (EBA) malgré un point d'inflexion depuis octobre 2016 (Graphique 21). La perception des risques de contagion interbancaire signalée par cet indicateur reste plutôt élevée : le défaut d'une de ces 15 banques entraînerait, en moyenne, 4 autres banques par effet domino. Ce niveau est cependant inférieur à celui observé lors de la crise des dettes souveraines entre 2011 et 2012.

3 Source : ESRB (2014) "Is Europe overbanked?" https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_4_1406.pdf

4 Méthodologie fondée sur Segoviano et Goodhart (2009), « Banking Stability Measures », document de travail du FMI. Panel : UBS, Deutsche Bank, Commerzbank, Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Société Générale, BNP Paribas, Crédit Agricole SA, Intesa Sanpaolo, Unicredit, ING Groep, Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland Group, Standard Chartered.

Encadré 6

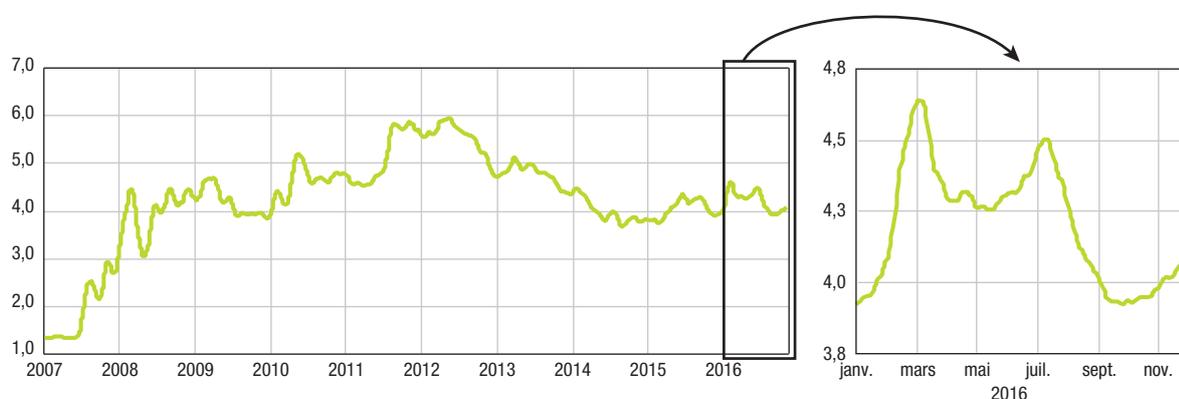
L'indice de stabilité bancaire (BSI)

L'indice de stabilité bancaire (*Banking Stability Index* ou BSI) donne une mesure des tensions systémiques au sein d'un panel de 15 grandes banques de l'Union européenne (plus la Suisse).

Cet indicateur signale le nombre moyen de banques qui se trouveraient en difficulté conditionnellement au défaut de l'une des 15 principales banques européennes. Il est calculé à partir des prix des actions et des probabilités de défaut de chaque banque extraites des spreads de CDS sur leur dette bancaire senior.

Graphique 21

Indice de stabilité bancaire



Source : Bloomberg, Calculs Banque de France. Données au 29/11/2016.

- **Les banques françaises sont en meilleure santé que la moyenne européenne**

La France n'est pas directement concernée par les problématiques conjoncturelles touchant certaines banques européennes. Ainsi, le taux de NPL en France ressort à 4% des encours de prêt à fin mars 2016, contre 5,7% en moyenne pour l'Union européenne et 19% et 17% respectivement pour le Portugal et l'Italie.

De plus, les résultats des stress tests menés par l'Autorité bancaire européenne (EBA) et publiés le 29 juillet 2016 confirment la capacité des groupes français⁵ à faire face à un scénario de stress majeur, avec des hypothèses particulièrement sévères d'évolutions des conditions économiques et de marché. Dans le scénario le plus défavorable, leur niveau de solvabilité se réduit de 286 pb, contre une baisse de 380 pb pour l'ensemble des 51 groupes bancaires européens de l'échantillon.

Plusieurs facteurs expliquent ces résultats relativement meilleurs par rapport à la moyenne européenne :

- les banques françaises ont développé des activités diversifiées autour de la banque de détail ;
- le coût du risque des banques françaises reste contenu grâce à un portefeuille de crédits de meilleure qualité que la moyenne de leur concurrentes européennes.

⁵ 6 groupes bancaires français étaient concernés par les stress tests 2016 (BNPP, BPCE, GCA, GCM, LBP, SG), représentant plus de 90% des actifs du système bancaire français.

• **Risque 1 : exposition aux banques européennes en difficulté**

Les vulnérabilités des banques européennes pourraient se transmettre au système bancaire français à travers les expositions aux banques et juridictions en difficulté. **Étant donné leur dimension internationale, les grandes banques françaises** ont des expositions non négligeables aux économies européennes dont le secteur bancaire est affaibli. Les risques de contagion peuvent passer par :

- Des expositions directes aux économies italiennes et portugaises à travers les filiales implantées localement accordant des prêts au secteur privé ;
- Des expositions directes aux banques comme la détention de titres de dette ou de dérivés dont la contrepartie est une banque en difficulté ;
- Des expositions indirectes par la détention de titres de dette souveraine dont la valeur serait affectée par les difficultés du secteur bancaire (lien souverain-banques).

Au 30 juin 2016, l'Italie était le deuxième pays parmi les expositions internationales des cinq grandes banques françaises avec un encours de 292 milliards EUR (soit 10% du montant total des expositions), derrière les États-Unis (686 milliards EUR) et juste devant le Royaume-Uni (231 milliards EUR). Ce montant est en légère progression sur un an (+7%) et se compose principalement de prêts accordés au secteur privé italien (210 milliards EUR), exposant directement les banques françaises au risque de non remboursement au même titre que les banques italiennes (27 milliards EUR de défauts déjà constatés à la fin 2015). L'Allemagne est positionnée au 6^e rang des expositions internationales des cinq grands groupes bancaires français, avec un encours de 191,2 milliards EUR (soit 6,4% de l'ensemble de leurs expositions mondiales). Enfin, les engagements des cinq grands groupes bancaires français sur le Portugal s'établissent à 13,6 milliards EUR au premier semestre 2016, plaçant ce pays au 30^e rang des expositions internationales.

• **Risque 2 : impact sur les valorisations en bourse et la capacité à lever du capital**

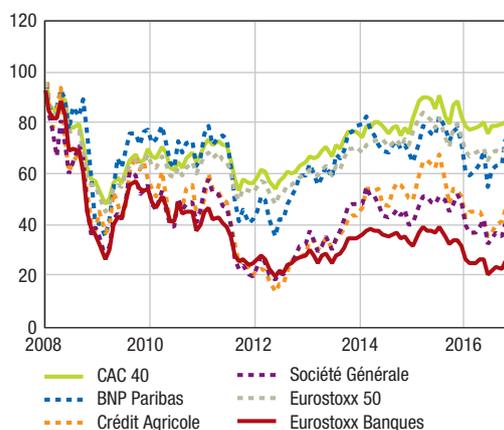
Les difficultés du secteur bancaire européen affectent les banques françaises, par un manque de discrimination des investisseurs, plutôt qu'en raison de faiblesses internes, et principalement à travers les marchés d'actions. Si le CAC 40 a connu une progression légèrement supérieure à celle de l'Eurostoxx 50 depuis 2008, les valeurs bancaires des trois grandes banques françaises évoluent à des niveaux plus faibles, bien que meilleures que la moyenne de l'Eurostoxx Banques. Depuis le début de l'année 2016, les valorisations de marché du secteur bancaire français ont subi des corrections reflétant à la fois les inquiétudes des investisseurs sur la rentabilité du secteur bancaire et les conséquences du vote britannique sur le Brexit. Toutefois, depuis fin juillet 2016, les cours des banques françaises se sont redressés.

L'écart entre le coût du capital et le rendement comptable du capital permet de comparer la rentabilité exigée des actionnaires avec la rentabilité actuelle des banques. Si une banque a un rendement du capital (RoE) faible par rapport à la rentabilité souhaitée des actionnaires, cela traduit sa difficulté à se financer en actions à faible coût sur les marchés financiers.

Graphique 22

Cours boursiers des banques françaises et indices boursiers

(base 100 au 31/12/2007)



Source : Bloomberg.

En effet, lorsque la rentabilité d'une banque n'est pas suffisante par rapport au risque d'investissement, le prix de son titre baisse du fait des ventes d'actions jusqu'à atteindre la rentabilité exigée par les actionnaires. Cette situation rend difficile la levée de capital pour les banques ayant une faible rentabilité.

Le coût du capital (*Cost of Equity* ou CoE) des banques françaises varie très fortement sur la période 2006-2015. Il est minimal en juin 2006 avant la crise puis atteint son maximum en 2008 après la faillite de Lehman et en 2012 lors de la crise des dettes souveraines de la zone euro. Fin 2015, le CoE des banques de la zone euro s'est à nouveau normalisé en comparaison de la période pré-crise entre 8,5% et 10% selon les banques. Plus récemment, sur le premier semestre 2016, le CoE des banques françaises a eu tendance à augmenter à nouveau. Une part non négligeable de cette hausse s'explique par le résultat du référendum britannique qui a perturbé les cours boursiers des banques européennes et donc françaises. Cet écart élevé rend plus difficile les émissions de capital pour les banques. Pour l'instant, les banques françaises continuent de renforcer leur solvabilité par la mise en réserve des résultats.

d. Évolution des modèles d'activité

Face aux contraintes importantes qui pèsent actuellement sur les banques françaises, une adaptation de leurs modèles d'activité a déjà commencé et plusieurs stratégies d'adaptation sont mises en œuvre.

- **Réduire les coûts**

Les banques françaises se sont déjà engagées dans des plans de réductions de coûts qui prennent la forme de réduction de personnel et de réduction du nombre des agences : après une baisse de 0,9% en 2014, les effectifs des banques françaises ont reculé de 0,6% en 2015⁶ pour atteindre 371 600 emplois. Ces réductions de coûts s'inscrivent dans le mouvement global d'évolution des modèles d'activité des banques françaises qui mettent l'accent sur le développement d'une offre multi-canal, combinant une présence physique traditionnelle (agences) avec des relations à distance (Internet, mobile). Cet ajustement est rendu nécessaire par une baisse de fréquentation des agences constatée par certains réseaux.

Bénéfique à long terme, ce processus prend du temps et est coûteux à court terme : les réductions de coûts des plans d'économie avaient jusqu'à présent été masquées par les dépenses liées à ces plans. Ce processus de réduction des coûts peut amener les banques à développer l'outsourcing ou à délocaliser des activités, notamment sur les activités informatiques. Cette pratique ne doit pas réduire la capacité des banques à surveiller et gérer leurs risques liés notamment à la cybersécurité.

- **Augmenter leurs revenus**

Dans le contexte d'environnement de taux bas et de faible croissance, la marge nette d'intérêt de la banque de détail, source traditionnelle de revenus des banques françaises, est sous pression. Les banques cherchent en conséquence à augmenter leurs revenus via les commissions et à les diversifier vers d'autres activités que la banque de détail.

Concernant les commissions, se pose la question de la résilience et du potentiel de croissance de cette source de revenus dans l'environnement actuel : d'une part, la capacité à générer des commissions dépend en partie de la dynamique de la marge nette d'intérêt et, d'autre part, les banques subissent la concurrence des Fintechs sur un nombre croissant d'opérations, ce qui limite le potentiel de hausse de cette source de

⁶ Source Fédération bancaire française (FBF), périmètre incluant les banques de l'AFB et les mutualistes.

revenu. Enfin, certaines commissions sont soit réglementées/plafonnées, soit imposées par la pression concurrentielle, ce qui limite leur potentiel de hausse.

Les banques cherchent aussi à se diversifier vers d'autres activités que la banque de détail, en particulier vers les services financiers spécialisés tels que le leasing automobile ou l'assurance. Ces activités sont plus rentables que l'activité de banque de détail. Toutefois, bien que plus rentables, leur potentiel de croissance n'est pas suffisant pour contrer une faiblesse potentiellement durable de l'activité de banque de détail.

- **Augmenter leur taille**

Les banques européennes peuvent augmenter leur taille, par le biais de fusions-acquisitions notamment, pour accroître leurs revenus et réduire leurs coûts en bénéficiant d'économies d'échelle. Cette concentration apporterait une réponse à la surcapacité du système bancaire européen et serait notamment bénéfique pour les pays dans lesquels le secteur bancaire est fragmenté. En effet, dans le prolongement du mouvement de concentration du secteur bancaire européen observé sur les dix dernières années, il resterait encore des marges de manœuvre dans certains pays. À fin 2015, la concentration du marché mesurée par la part de marché des cinq plus grandes banques montre que les systèmes bancaires des plus grands pays comme l'Allemagne, l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne, sont plus fragmentés et caractérisés par l'importance des secteurs des caisses d'Épargne et des banques coopératives.

Concernant la France, le secteur bancaire est déjà très concentré : en raisonnant sur base consolidée, le secteur bancaire français est concentré autour de six grands groupes qui représentent 83% du total des actifs du secteur. D'autre part, les exigences réglementaires pesant sur les établissements d'importance systémique n'incitent pas à l'apparition et au développement d'acteurs « *too big to fail* ». Enfin, le sentiment actuel de marché n'est pas favorable aux opérations de fusions-acquisitions.

À l'inverse, les banques françaises continuent de se délester d'activités non stratégiques qui leur permettent à court terme d'améliorer leur rentabilité et leur solvabilité. Elles se recentrent sur leurs activités principales afin de rationaliser les coûts mais aussi leurs exigences réglementaires. Par ailleurs, la situation préoccupante liée à certains risques sectoriels (pétrole et gaz par exemple) les incite à réduire leurs expositions sensibles à ces risques au profit d'autres expositions (expositions sur les PME ou expositions sur l'immobilier résidentiel) qu'elles jugent moins risquées.

- **Investir dans le digital**

Les plans stratégiques des banques françaises ont identifié le digital comme axe central de leur développement (cf. Partie 3.3). Cette priorité stratégique est motivée par la nécessaire adaptation à la concurrence d'acteurs proposant des services financiers numériques (Fintechs), ainsi que par la recherche d'une meilleure efficacité et une meilleure adaptation aux besoins des clients. Les banques utilisent trois méthodes pour investir dans ces nouvelles technologies : (i) la création de laboratoires en interne visant à développer leur propre technologie, (ii) le rachat de Fintechs et (iii) la création de partenariats avec ces Fintechs.

Toutefois, le développement de nouvelles technologies, telles que la *blockchain*⁷, peut générer de nouveaux risques, notamment opérationnels. En effet, le développement de ces technologies est récent et leur fiabilité face aux attaques cyber reste encore à démontrer.

⁷ La blockchain est une technologie de stockage et de transmission d'informations fonctionnant sans organe central de contrôle.

Les résultats de ces adaptations des modèles d'activité des banques ne sont pas encore perceptibles à court terme, notamment sur les ratios de coûts sur revenus (*Cost-to-Income*) dans la mesure où ces revenus restent limités par les conditions de marché défavorables. Cependant, ces adaptations sont indispensables pour assurer la viabilité à long terme des institutions bancaires en réponse aux challenges auxquels elles sont confrontées.

3.2 RISQUES DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE

a. Comparaison des indicateurs de marché des banques et des sociétés d'assurance

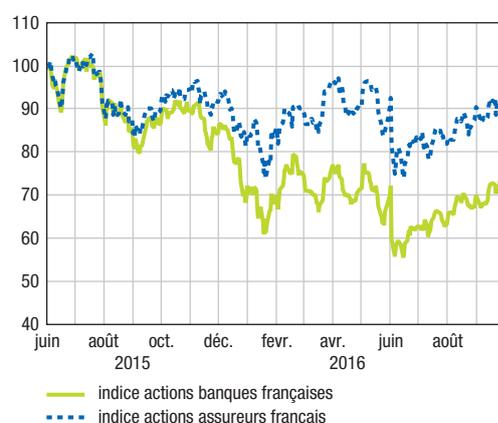
Les institutions financières françaises, qu'elles soient bancaires ou assurantielles, sont confrontées aux mêmes problématiques structurelles de taux d'intérêt bas, de concurrence accrue des Fintechs et d'accroissement des contraintes réglementaires. Cependant, la lecture comparée des indices actions des banques et des assureurs tendrait à montrer que les inquiétudes des investisseurs sont plus élevées pour le secteur bancaire que pour le secteur de l'assurance. Par ailleurs, l'analyse des RoE semble montrer une plus grande résilience en termes de rentabilité des assureurs vie à l'environnement actuel que le secteur bancaire. Les comparaisons doivent être cependant considérées avec prudence : les indices boursiers sectoriels ignorent les liens capitalistiques entre les deux secteurs. En outre, une lecture des valorisations boursières et des RoE des organismes d'assurance consisterait à conclure que les nouvelles contraintes réglementaires, aux yeux des analystes de marché, ne pèseraient pas autant sur les bilans des assureurs que ce qui a pu être observé dans le secteur bancaire. En soi, le confortement des fonds propres des banques, significatif depuis 2008, est pourtant le gage d'une meilleure résilience des établissements.

Si les sociétés d'assurance vie se montrent pour l'instant résilientes dans cet environnement, elles sont confrontées à un défi de moyen terme qui est celui de l'équilibre actif/passif très sensible au niveau et à la pente des taux d'intérêt.

Graphique 23

Comparaison des indices action banques françaises vs assureurs français

(Base 100 au 23/06/2015)



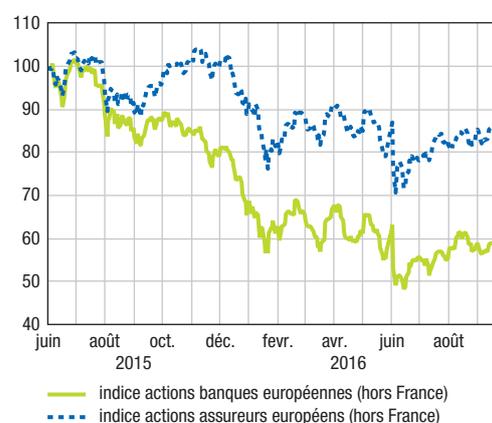
Source : Bloomberg.

Banques françaises : indice équilibré des banques : Natixis, Crédit Agricole, BNPP, Société Générale (KN FP Equity, aca fp equity, bnp fp equity, gle fp equity); Assureurs français : indice équilibré des assureurs : AXA et CNP (Cs FP Equity, CNP fp equity).

Graphique 24

Comparaison des indices action banques européennes vs assureurs européens

(Base 100 au 23/06/2015)



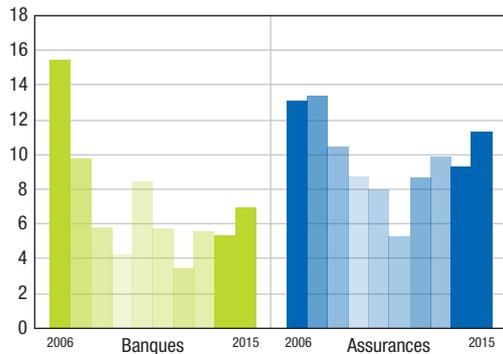
Source : Bloomberg.

Assureurs européens hors France : indice équilibré des assureurs : Generali, Aviva, Allianz, AIG, Prudential (G Im Equity, AV/ LN Equity, ALV GR EQUITY, aig us equity, PRU LN EQUITY).

Graphique 25

Rentabilité des capitaux propres (RoE) des banques françaises et des assureurs français

(en milliards EUR et en % de la production mensuelle)



Source : SNL, ACPFR

Note : le RoE des banques mesure la capacité d'une entreprise à générer les profits à partir de ses seuls capitaux propres. Il correspond au rapport entre le résultat net et les capitaux propres. Le RoE des assureurs est calculé en divisant le résultat de l'exercice par les capitaux propres. L'échantillon est composé des 12 principaux assureurs-vie (Allianz Vie, Assurance du Crédit Mutuel Vie SA, Aviva Vie, AXA France Vie, Cardif Assurance Vie, CNP Assurances, Generali Vie, Groupama Gan Vie, La Mondiale, Natixis Assurances, Prédica, Sogecap)

Afin de mieux armer le régulateur contre les risques systémiques des sociétés d'assurance, le Parlement français a adopté le projet de loi Sapin II sur la transparence, la lutte contre la corruption et la modernisation de la vie économique le 8 novembre 2016. Parmi les principales dispositions du texte figure la possibilité, pour le Haut Comité de stabilité financière, sur proposition du Gouverneur de la Banque de France, de limiter ou bloquer temporairement les rachats sur les contrats d'assurance vie. Il pourra également encadrer les rendements des fonds en euros servis par les assureurs en obligeant ces derniers à mettre en réserve une partie des intérêts dégagés pendant l'année. Ces pouvoirs qui ne doivent être utilisés qu'« en cas de circonstances graves et exceptionnelles menaçant la stabilité financière » sont rendus nécessaires par la persistance des taux bas en Europe, de nature à mettre en péril la solidité des assureurs, en particulier les assureurs vie.

b. Facteurs de fragilité et adaptation des assureurs

• Évolution du portefeuille au passif

Depuis 2007, les assureurs ne cessent de diminuer les taux servis aux bénéficiaires de fonds euros dans un contexte de baisse de rendements des taux obligataires à 10 ans, ainsi que de l'inflation. Cependant, cette baisse n'est pas aussi importante que celle constatée sur l'OAT 10 ans⁸. Cette relative faiblesse de la baisse des taux servis peut s'expliquer par une pression concurrentielle importante qu'exercent les assureurs commercialisant des contrats à taux garantis, mais également par la nature des contrats en portefeuille (les contrats les plus anciens montrant parfois des taux techniques élevés ou présentant des clauses contractuelles spécifiques peuvent promettre aux souscripteurs une participation aux bénéfices supérieure au minimum réglementaire).

Pour se prémunir, les assureurs vie français ont tenté de s'adapter, en renégociant les contrats lorsque cela était possible et en développant la souscription des contrats en unités de compte (UC), dont le capital n'est pas garanti. Le dynamisme de la collecte de ces contrats en 2015, qui ont capté 52% de la collecte nette (en hausse de 91%) contraste avec la chute de 23% de la collecte des contrats en euros. Cette tendance se poursuit sur l'année 2016. Les assurés semblent prêts à accepter plus de risques pour obtenir un rendement supérieur de leur épargne, étant entendu que les assureurs, pour développer ce type de produits, ne peuvent s'affranchir de leur devoir de conseil. Ces derniers, pour soutenir le développement de produits faisant porter le risque sur les assurés, revoient leur politique tarifaire (augmentant les frais sur la gestion des contrats en euros, en allant jusqu'à proposer des taux garantis nuls appliqués au capital après déduction des frais) et leur politique de commissionnement.

Facteur accru de résilience, les assureurs ont augmenté depuis 2012 le provisionnement de la participation aux bénéfices, qui leur permet de ne redistribuer les bénéfices que dans une période de 8 ans, et depuis 2015 les dotations brutes sont supérieures aux reprises. Par ailleurs, on constate une légère baisse des intérêts techniques, ce qui pourrait être également le fruit de l'effort fourni par les assureurs pour renégocier les contrats les plus anciens au taux technique élevé.

⁸ OAT : Obligations assimilables du Trésor, dont le taux à 10 ans est la référence pour le marché souverain français.

• Évolution du portefeuille à l'actif

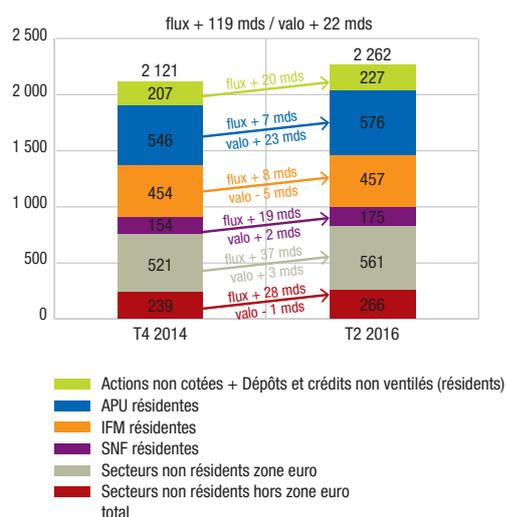
La composition du portefeuille d'actifs des assureurs vie contribue à leur solidité dans un environnement de taux bas. Entre fin 2014 et mi-2015, l'encours total de placements des compagnies d'assurance a crû de 7% grâce à un flux net positif de 119 milliards EUR (85% de la hausse des encours) et à un effet valorisation de 22 milliards EUR (15% de cette évolution de l'actif), principalement dû aux titres en portefeuille des administrations publiques (APU) résidentes (Graphique 26).

Les flux de placement sont importants pour les titres émis respectivement par les non-résidents (65 milliards EUR, soit 54% de la hausse totale des flux) et par les SNF résidentes (19 milliards EUR, soit 16% du total des flux). Cette ventilation des investissements traduit une stratégie de réallocation du portefeuille des assureurs vers des actifs plus risqués.

Graphique 26

Encours des portefeuilles de titres ventilés par secteur émetteur

(en milliards EUR)

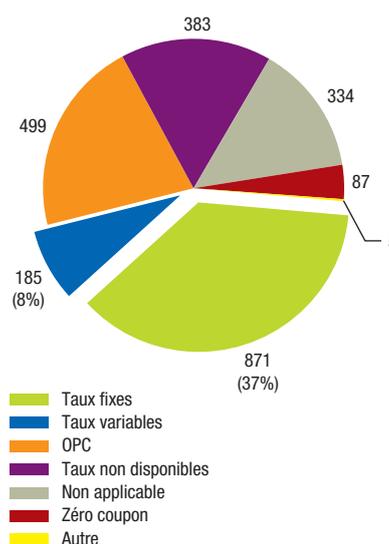


Source : Banque de France sur la base des états comptables Solvabilité.

Graphique 27

Ventilation du portefeuille des assureurs selon les modalités de versements des intérêts

(en milliards EUR au T2-2016)



Source : Banque de France.

Sur la base des états prudentiels Solvabilité II. Des écarts de valorisation par rapport à la méthodologie Solvabilité II engendrent des écarts sur les encours totaux de placements.

Enfin, l'évolution des taux de rendement des actifs sur les 4 dernières années reste stable, autour de 3,4%, mais l'on constate depuis 2013 la part croissante due aux réalisations de plus-values alors que les revenus des placements diminuent légèrement sur cette même période.

Le scénario d'un retour de l'inflation en zone euro se traduirait par une baisse de valorisation des titres à taux fixe détenus par les assureurs, c'est-à-dire 871 milliards EUR au T2 2016 (37% de leur portefeuille). À l'inverse, les obligations à taux variables (représentant 8% de l'actif des assureurs, soit 185 milliards EUR), dont le coupon réplique les variations de marché, ne seraient pas impactées (Graphique 27).

Tableau 1

Composition des actifs des assureurs vie japonais (juillet 2016)

Chiffres en mds EUR ⁽¹⁾	Actifs	
Liquidités	60	2,0%
Placements monétaires à court terme	65	2,2%
Titres de dettes souverain Japon	118	3,9%
Titres de dettes autres souverains	1 271	42,5%
Titres de dettes <i>corporate</i>	224	7,5%
Prêts à des entités financières	276	9,2%
Prêts autres	26	0,9%
Actions Japon	103	3,4%
Actions étrangères	670	22,4%
Actions autres	126	4,2%
Autres actifs	54	1,8%
TOTAL	2 993	100%

Source : Japan Life Association (données fin juillet 2016).

(1) Cours de change EUR/JPY = 114,536 au 31 juillet 2016.

Tableau 2

Composition des actifs des assureurs vie et mixtes français (juin 2016)

Chiffres en mds EUR	Actifs	
Liquidités	48	2,1%
Placements monétaires à court terme	87	3,9%
Titres de dettes souverain France	418	18,7%
Titres de dettes souverain zone € (hors France)	192	8,6%
Titres de dettes souverain Japon	1	0,0%
Titres de dettes autres souverains	106	4,7%
Titres de dettes <i>corporate</i>	736	33,0%
Prêts à des entités financières	11	0,5%
Prêts autres	14	0,6%
Actions France	141	6,3%
Actions zone € (hors France)	49	2,2%
Actions Japon	6	0,3%
Actions étrangères	46	2,0%
Actions autres	3	0,1%
Autres actifs	372	17,0%
TOTAL	2 230	100%

Source : ACPR – données prudentielles Solvabilité II – 2^e trimestre 2016.

Le deuxième constat porte sur le lieu d'émission des titres. Les assureurs japonais privilégient fortement les dettes souveraines et les actions non-japonaises en devises étrangères pour la plupart. En conséquence, ils doivent se prémunir contre le risque de change pour lequel ils mettent en place des stratégies de couverture du risque de change différenciées selon les instruments à couvrir : couverture partielle du risque de change sur le capital uniquement pour les titres obligataires souverains, couverture totale du risque de change sur le capital et des intérêts pour les titres obligataires *corporate* (via des instruments de couverture de type *cross currency rate swap*), ou couverture totale du risque de change dans le cas où l'objectif visé est de capturer la performance de l'action sous-jacente « pure » sans contamination des évolutions du risque de change pour les actions en devises.

À l'inverse, les assureurs français se caractérisent, depuis plusieurs années, par un fort biais domestique pour l'investissement en obligations souveraines. Il est à noter que Solvabilité II favorise également ce biais au niveau européen, un choc nul étant appliqué aux titres souverains de l'Union européenne dans le calcul des exigences de capital en formule standard. Ce traitement favorable s'ajoute à l'absence de risque de change.

Il est intéressant enfin de noter la différence d'allocation sur les titres de dettes *corporate*. On observe en effet depuis l'an dernier une hausse des investissements en obligations *corporate* de la part des assureurs français. À l'inverse, les assureurs japonais dirigent une faible part de leurs investissements vers ce type de placements (seulement 7% des placements contre 33% en France).

Au final, l'environnement de taux bas a incité les assureurs japonais à modifier leur allocation d'actifs pour rester résilients. Les différences constatées avec les assureurs français ne sont pas explicables uniquement par le seul décalage dans le contexte de taux bas : la nature des passifs à couvrir (qui évolue également en environnement de taux bas), les pratiques de marché ou encore la réglementation sont autant de facteurs pouvant influencer les choix des assureurs.

3.3 RISQUES LIÉS À LA RUPTURE DIGITALE

Dans un contexte d'accélération de la transformation numérique des sociétés et des innovations technologiques dans le domaine financier⁹, les établissements financiers doivent tenir compte des conséquences de la rupture digitale sur leurs revenus, leurs

⁹ Nouveaux moyens de paiement comme le paiement mobile, technologies de registre distribué, sophistication des algorithmes etc.

modèles d'activité et leurs stratégies. Les Fintechs mettent à l'épreuve tout ou partie de la chaîne de valeur des acteurs établis.

Les établissements bancaires et assurantiels, qui s'appuient souvent sur un modèle intégré (de la relation client à la conception produit et à la gestion des risques), sont confrontés (i) à une évolution très rapide des pratiques de consommation de services financiers¹⁰, (ii) à l'arrivée de nouveaux acteurs dits « Fintechs » qui proposent des services et produits innovants ou tout du moins plus compétitifs avec des mouvements de destruction de valeur (baisse des prix), et enfin (iii) à l'intensité de la concurrence entre les acteurs établis français, mais aussi étrangers – grâce au passeport européen – dans la captation d'une clientèle certainement moins fidèle et peut-être plus exigeante, notamment en termes de réactivité.

En France, la nouvelle concurrence des Fintechs se manifeste par des nouveaux acteurs installés en France, mais aussi par des acteurs européens intervenant par le biais du passeport financier européen. L'émergence de ces nouveaux acteurs a aussi été permise par de nouvelles réglementations, en particulier la première directive sur les services de paiements (2007), la seconde directive sur la monnaie électronique (2009) ou encore l'ordonnance sur le financement participatif (2014). La rupture digitale accroît également la concurrence entre les acteurs établis dans un contexte où la mobilité bancaire est accentuée par les plus grandes dispositions des consommateurs à comparer les prestataires financiers (par le biais des courtiers ou des comparateurs en ligne) et par les initiatives législatives et réglementaires. L'ensemble des métiers financiers sont concernés par la rupture digitale (paiements, financement, épargne, assurance, gestion d'actifs), même si ce mouvement est le plus prononcé dans le secteur des paiements. Les Fintechs occupent une part encore marginale de l'écosystème financier, mais leur dynamisme est plus important dans les économies émergentes, où l'utilisation des services bancaires était traditionnellement moins répandue. À terme, des entreprises technologiques (opérateurs télécoms et acteurs issus d'Internet comme les GAFAs), aux moyens financiers plus importants, pourraient amplifier la concurrence autour des services financiers et induire une nouvelle accélération de la transformation digitale du secteur.

- **La rupture digitale présente des opportunités :**

- **pour la stabilité du secteur financier** en raison de la résilience accrue qui pourrait résulter des processus issus de la modernisation des systèmes d'information, d'un meilleur usage possible des données dans les dispositifs de gestion des risques (usage du *Big Data*) ou de la mise en œuvre de nouvelles technologies pour permettre une plus grande conformité aux exigences réglementaires (solutions dites « Regtech »), par exemple dans la lutte contre la fraude, le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme ;
- **pour les consommateurs** en raison de l'augmentation générale de la qualité des biens et services financiers et de la baisse des prix ;
- **pour les établissements financiers** dans la mesure où la transformation digitale pourrait à long terme aboutir à une réduction de leurs coûts d'exploitation, mais cela demande au préalable des investissements importants.

- **La rupture digitale soulève de nouveaux enjeux réglementaires et génère de nouveaux risques en termes de stabilité financière**

Ces nouveaux risques pèsent à la fois sur les établissements pris individuellement et sur le secteur financier pris dans son ensemble. À défaut d'une stratégie digitale globale, qui

¹⁰ Baisse de fréquentation des agences bancaires, usage croissant du téléphone mobile.

accompagne sur le long terme la transformation digitale, les établissements pourraient être confrontés à la mise en péril de la soutenabilité de leur modèle d'activité.

Premièrement, pour les acteurs financiers établis, **ce mouvement d'innovation accentue les pressions sur la rentabilité** des établissements déjà mise à mal par l'environnement persistant de taux bas. La rupture digitale se traduit par des fortes contraintes sur la rentabilité de certains métiers et, en premier lieu, les métiers en France comme à l'international de banque de détail, de banque privée, de gestion d'actifs et d'assurance. Cette nouvelle concurrence pourrait en effet engendrer une pression baissière sur les prix et en particulier sur les commissions, alors même que ces sources de revenus pourraient constituer des leviers de croissance alternatifs dans un contexte de taux bas.

Deuxièmement, **la transformation digitale des modèles d'activité cause des risques stratégiques, opérationnels et sociaux**. L'ensemble des acteurs financiers intègre la dimension de la digitalisation dans leurs plans stratégiques à moyen terme et proposent pour la plupart le développement des réseaux de distribution multicanaux (agence, Internet, téléphone mobile) et un recentrage de leur stratégie autour de la relation client. Toutefois, cela s'accompagne en interne par de profonds bouleversements organisationnels (tels les processus relatifs aux ressources humaines ou le modèle de collaboration avec les partenaires externes) et par de lourds investissements financiers, en particulier dans les systèmes informatiques.

En effet, la transformation digitale des acteurs financiers est pénalisée par des coûts fixes élevés liés à l'héritage de systèmes d'informations moins agiles et, pour leurs activités de banque de détail, par l'insuffisante adéquation de leurs réseaux d'agences aux usages digitaux. Ces bouleversements organisationnels peuvent générer des risques opérationnels. Les usages digitaux obligent les établissements à rechercher un équilibre entre, d'une part, la sécurité et la résilience de leurs systèmes d'information dans un contexte de cyber-risque accru, et d'autre part le besoin d'établir des structures plus souples et adaptatives¹¹.

Enfin, la transformation digitale doit conduire les établissements à s'interroger sur leur positionnement stratégique dans l'écosystème financier (relation clientèle, conception produits, gestion des risques etc.). Ces évolutions ont des implications en termes de stabilité financière, car, en dépit de gains d'efficacité et d'une meilleure accessibilité aux services et produits financiers, la rupture digitale pourrait générer un risque de concentration plus élevé dans le cas où un nouvel entrant prendrait une position dominante sur un sous-secteur ou une activité particulière. Par ailleurs, alors que les évolutions du secteur financier se distinguent par leur vitesse de diffusion, leur dématérialisation et leur mobilité internationale, la transformation numérique du secteur financier favorise l'émergence de nouvelles entités qui pourraient se développer en dehors ou à la marge du périmètre surveillé par les régulateurs.

Ainsi, les établissements financiers comme les régulateurs et les superviseurs doivent s'adapter à la rupture digitale et prendre la mesure des enjeux devenus prégnants avec l'émergence des Fintechs : automatisation des processus et services financiers, usage croissant des algorithmes de calcul. Il s'agit de mettre en place un cadre réglementaire et de supervision qui permette à chacun de conduire sa transformation digitale et d'innover tout en maintenant un haut niveau de sécurité, de protection des consommateurs et de stabilité financière.

¹¹ Recours au cloud computing, augmentation du risque de cybersécurité.

4 Risques des marchés financiers

Si les marchés financiers mondiaux se montrent particulièrement résilients, manifestant des tensions systémiques qui sont demeurées limitées, les risques de correction sur les marchés de capitaux internationaux semblent s'intensifier, au regard d'un poids accru de l'incertitude politique et de l'évolution des politiques monétaires des grandes banques centrales.

Les marchés financiers des pays avancés ont absorbé le choc créé par le résultat du référendum du mois de juin sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne en quelques semaines seulement et sont revenus à un comportement normal comparativement à leur tendance de moyen terme. Les résultats des élections américaines n'ont eu qu'un impact mineur sur les marchés actions et *corporate* qui attendent maintenant les premières mesures de la nouvelle administration pour juger des orientations futures de l'économie américaine.

À plus court terme, les marchés anticipent une hausse des taux directeurs américains au mois de décembre, conformément aux signaux donnés par les membres du FOMC au cours des dernières semaines de novembre, contrairement à la majorité des banques centrales des pays avancés qui maintiennent une politique monétaire accommodante.

Les marchés d'actions sont caractérisés par une atonie générale en zone euro, une stagnation sur des plus hauts historiques pour les actions américaines et une légère reprise des actions japonaises. Ce segment de marché reste soutenu par une amélioration du marché du crédit à la suite notamment de la remontée des cours des matières premières, des données économiques globalement supérieures aux attentes, de la faiblesse des taux d'intérêt et des perspectives de croissance meilleures qu'en début d'année (notamment aux États-Unis).

Les marchés obligataires souverains sont toujours caractérisés par des valorisations élevées, avec des taux d'intérêt bas, voire négatifs. Le stock d'obligations souveraines à taux négatifs est cependant en recul par rapport à son pic de l'été 2016, dans l'ensemble des juridictions. En Italie, les vulnérabilités du secteur bancaire et le risque issu du référendum du 4 décembre ont entraîné une remontée des taux souverains. Le retour de la corrélation entre les courbes des taux européenne et américaine peut également expliquer une hausse des taux en zone euro suite aux élections américaines.

Les marchés obligataires *corporate* des pays avancés ont bénéficié tout au long de l'année 2016 d'une demande soutenue, amplifiée par les politiques monétaires accommodantes (en particulier en zone euro).

Le niveau élevé des valorisations sur la plupart des segments de marché, associé à une hausse de la corrélation entre les courbes des taux de part et d'autre de l'Atlantique, conduit à s'interroger sur un risque potentiel de surévaluation sur les marchés financiers.

4.1 RISQUES LIÉS À LA VALORISATION DES ACTIFS

a. Corrélation entre les courbes de taux américaine et européenne

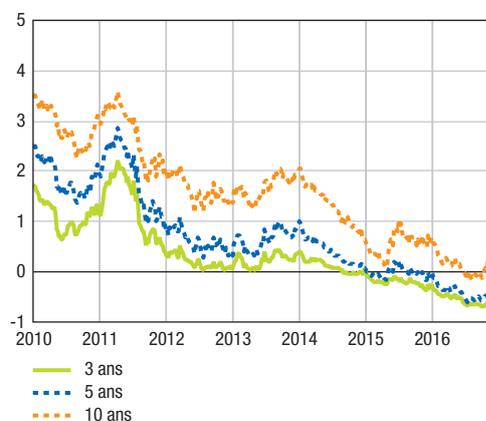
- **Après l'épisode du découplage des deux zones monétaires, observées en 2014, les taux US et Zone Euro, ont connu sur la période récente des évolutions similaires.**

Les taux des obligations souveraines aux États-Unis et en Europe peuvent connaître des évolutions opposées (Graphique 28 et Graphique 29). De janvier à décembre 2014, les rendements d'État à 3 ans augmentaient aux États-Unis d'environ 40 points de base (pb) alors qu'ils baissaient d'environ 30 pb en zone euro. Au cours du même épisode, les taux à 5 ans étaient stables aux États-Unis, tandis qu'ils baissent de près de 90 pb en zone

Graphique 28

Taux d'intérêt nominaux en zone euro

(en %)

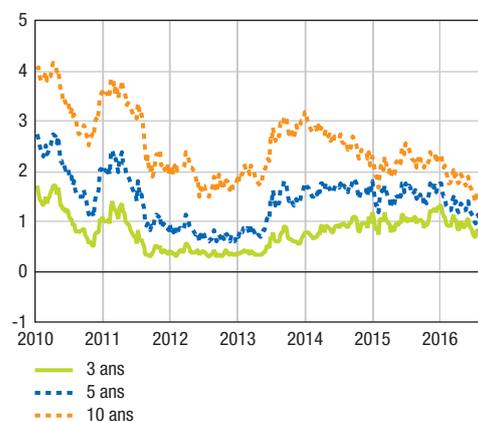


Source : Bloomberg.

Graphique 29

Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis

(en %)



Source : Bloomberg.

euro. La baisse et l'aplatissement de la courbe des rendements des marchés obligataires observés en 2014 en zone euro ne se retrouvent pas aux États-Unis où l'aplatissement de la partie longue (au-delà de 5 ans) s'accompagne d'une augmentation des rendements sur la partie courte.

Le découplage des taux en 2014 traduisait à la fois des décalages de cycle et d'anticipations sur l'orientation de la politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique. Dans un contexte de reprise économique, l'annonce par la Réserve fédérale en décembre 2013 de la réduction de ses achats d'actifs avait contribué à la hausse des taux aux États-Unis. Au même moment, des anticipations plus faibles de croissance et d'inflation en zone euro, conjuguées à une politique monétaire plus accommodante mettant en place des outils non conventionnels de politique monétaire (à savoir un programme de fourniture de liquidités conditionnée à l'octroi de crédits bancaires¹ et les premiers programmes d'achats d'actifs²) avaient contribué à faire baisser les taux en zone euro. Les effets de la remontée des taux aux États-Unis, qui aurait pu entraîner par contagion une hausse prématurée des taux de la zone euro compte tenu du cycle, ont ainsi été contenus par les nouvelles mesures de politiques monétaires de la BCE.

- **Sur la période récente, la corrélation entre l'évolution des taux longs aux États-Unis et en zone euro s'est accrue**

Le coefficient de corrélation à 3 mois entre les évolutions hebdomadaires des taux des obligations souveraines des États-Unis et de l'Allemagne, sur les maturités 10 et 30 ans, dépasse les 90% sur la période récente (Graphique 31), contre une moyenne plus proche de 77% sur une période longue (2010-2016, Graphique 30). L'accroissement de la corrélation entre les taux souverains des deux zones monétaires n'apparaît pas immédiatement explicable par l'orientation des politiques monétaires, le FOMC ayant initié un resserrement de sa politique monétaire en décembre 2015, tandis que la BCE amplifiait son orientation accommodante avec notamment un accroissement du volume mensuel des achats d'actifs porté à 80 milliards EUR en avril 2016.

D'autres facteurs peuvent expliquer cette hausse du coefficient de corrélation, notamment un intérêt croissant des investisseurs pour les actifs sans risque dans des périodes de volatilité des marchés financiers, par exemple la période entourant le

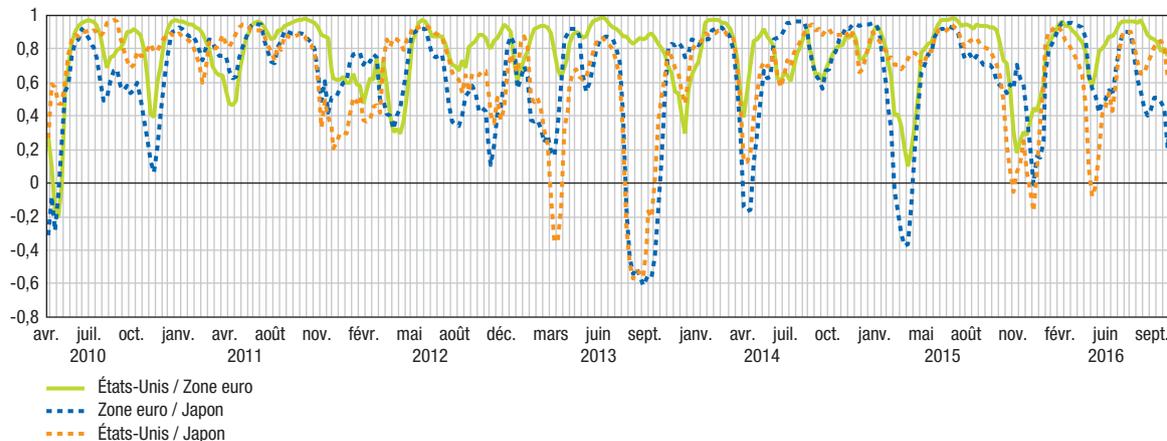
¹ Targeted Long Term Refinancing Operations ou TLTRO.

² Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) pour les prêts titrisés et Covered Bond Purchase Programme (CBPP) pour les obligations sécurisées.

Graphique 30

Corrélation à 3 mois des taux souverains 10 ans par zone monétaire

(en %, données hebdomadaires)

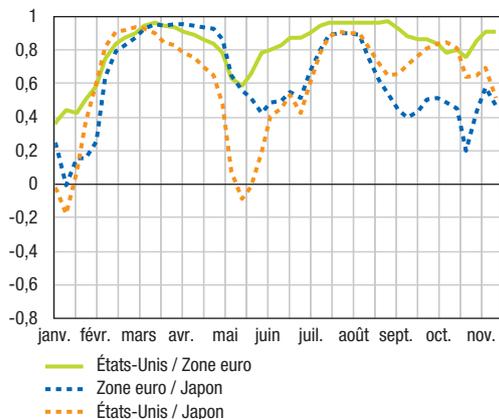


Sources : Bloomberg et calculs Banque de France.

Graphique 31

Corrélation à 3 mois des taux souverains 10 ans par zone monétaire

(en %, données hebdomadaires 2016)



Source : Bloomberg et calculs Banque de France.

référendum du Royaume-Uni sur l'appartenance à l'Union européenne (23 juin 2016). La corrélation entre les taux longs aux États-Unis et en zone euro devrait néanmoins diminuer si la divergence de politique monétaire se confirme lors des réunions de politique monétaire de fin d'année. Le mouvement de dépréciation des marchés obligataires US et ZE qui a suivi l'élection US tendent à illustrer l'existence de corrélations, toujours positives et importantes, en particulier sur les parties longues des courbes de taux, partiellement indépendantes des taux à court terme déterminés par les banques centrales. Néanmoins, le mouvement de hausse générale de taux ne revêt pas la même ampleur selon les marchés domestiques. Ceci est particulièrement vrai dans la période récente postérieure aux élections américaines, marquée par une hausse de taux généralisée dans les pays développés, mais largement discriminée entre juridictions, avec une hausse des taux souverains des juridictions *core* en zone euro beaucoup plus modérée que celle des juridictions dites « périphériques ».

Des éléments d'interprétation sont fournis par la décomposition des taux en une composante reflétant les anticipations des taux courts futurs et une composante de prime de terme³ (Graphique 32 à Graphique 35). Les taux, qu'ils soient à 3,5 ou 10 ans, se sont relevés entre juillet et octobre 2016 d'environ 20 à 26 pb aux États-Unis et de 2 à 27 pb en zone euro. Aux États-Unis, 50% à 60% de l'augmentation des taux s'explique par la hausse des anticipations d'inflation et de croissance. À l'inverse, en zone euro, au moins 80% de la hausse des taux serait due à une hausse des primes de terme⁴. La remontée des taux s'expliquerait donc par une amélioration des fondamentaux aux États-Unis et par la prise en compte par les marchés financiers d'un risque accru de remontée des taux en zone euro depuis juillet. La hausse des taux en zone euro depuis juillet 2016

³ Nous utilisons la méthode du ZARG (Monfort, Pegoraro, Renne, et Rousselet, (2016), « Staying at zero with affine processes »).

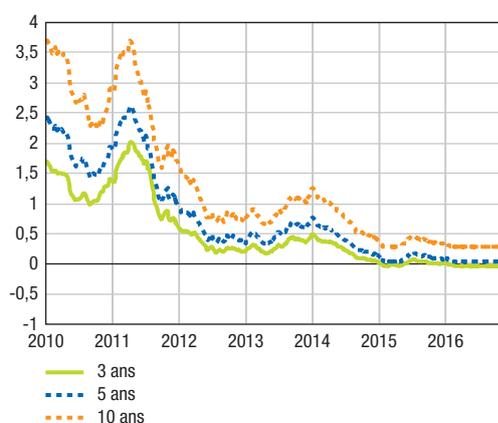
⁴ La prime de terme sur les titres souverains à taux fixes est la rémunération demandée par les investisseurs pour détenir dans leurs portefeuilles des titres dont le rendement est soumis au risque de taux.

ne s'expliquerait pas tant par une amélioration de la situation économique que par l'incertitude entourant l'évolution de la politique monétaire en zone euro, alimentée par les interrogations du marché entourant le programme d'achat étendu (*Expanded Asset Purchase Programme* ou EAPP⁵) au-delà de mars 2017 : le Conseil des gouverneurs du 8 décembre 2016 a confirmé le maintien du programme au-delà de cette date, avec une cible d'achats mensuels revue à 60 milliards à compter d'avril 2017.

Graphique 32

Décomposition des taux longs en zone euro, composante « anticipations des taux courts futurs »

(en %)

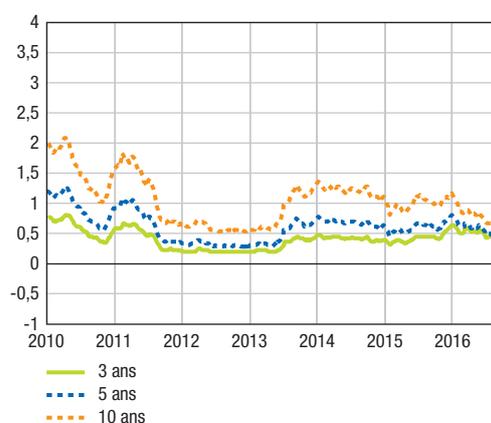


Sources : Bloomberg et Banque de France.

Graphique 33

Décomposition des taux longs américains, composante « anticipations des taux courts futurs »

(en %)

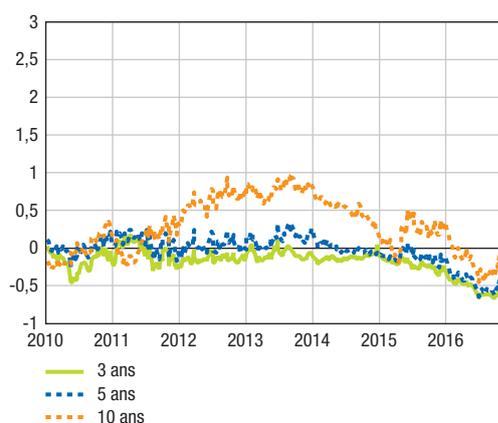


Sources : Bloomberg et Banque de France.

Graphique 34

Décomposition des taux longs en zone euro, composante « prime de terme »

(en %)

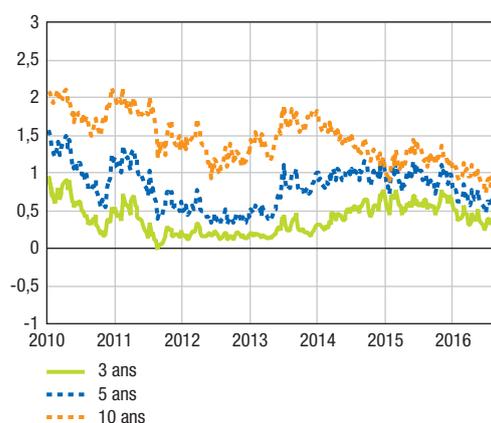


Sources : Bloomberg et Banque de France.

Graphique 35

Décomposition des taux longs américains, composante « prime de terme »

(en %)



Sources : Bloomberg et Banque de France.

5 Le Programme d'achat étendu comprend le CBPP3, l'ABSPP, le PSPP (Public sector Purchase Programme) et le CSPP (Corporate Sector Purchase Programme).

Encadré 8

Intervention de l'Eurosystème sur le marché du crédit

Le 10 mars 2016, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a annoncé une extension des programmes d'achats aux obligations d'entreprises de catégorie *investment grade* libellées en euros, émises par des entreprises non bancaires établies dans la zone euro (*Corporate Sector Purchase Programme* ou CSPP). Ce programme, qui a débuté le 8 juin 2016, vient compléter les trois autres programmes d'achat (PSPP, CBPP3 et ABSPP). Le montant des opérations effectuées dans le cadre du CSPP s'inscrit dans la cible mensuelle quantitative initiale de 60 milliards EUR, relevée ensuite à 80 milliards EUR entre avril 2016 et avril 2017. Ce programme renforce la transmission des mesures conventionnelles de politique monétaire à l'économie réelle en contribuant directement à l'amélioration des conditions de financement des entreprises établies dans la zone euro. La Banque de France fait partie d'un groupe restreint de six banques centrales nationales (BE, DE, ES, FI, FR et IT) en charge de l'exécution de ce programme et assure les achats de titres des émetteurs *corporate* français éligibles.

Pour être éligibles, ces titres doivent avoir une maturité résiduelle comprise entre 6 mois et 30 ans, et être émis par des entreprises (hors secteur bancaire, les assureurs étant en revanche éligibles) avec une notation *investment grade*. Par ailleurs, les titres doivent être éligibles comme collatéral de politique monétaire, les titres sont acquis avec un rendement supérieur au taux de la facilité de dépôt (i.e. -0,40%, cette contrainte ayant été levée par le Conseil des gouverneurs le 8 décembre 2016), et la limite maximale d'emprise de l'Eurosystème sur les titres émis par les entreprises privées s'établit à 70% (en général 33% pour les titres émis par des entreprises considérées comme publiques, à l'instar du cadre décidé pour le PSPP).

Au 15 novembre 2016, l'Eurosystème avait acquis près de 30 milliards EUR d'obligations d'entreprises, volume d'achats plus important que ce qui avait été anticipé par les participants de marché, interrogeant à la fois la soutenabilité de la tendance à la réduction des spreads de crédit tout comme la valorisation relative de l'univers du crédit.

b. Impact et efficacité du CSPP

Une baisse des primes de risque s'est opérée dans l'univers du crédit, et plus particulièrement, mais pas seulement, dans l'univers éligible. L'indice Iboxx Corporate (indice d'obligations d'entreprises) est passé de 140 pb début mars 2016 à 80 pb en août (Graphique 36) et reste autour de ce niveau depuis. Au sein de l'univers du crédit, la baisse des rendements est plus marquée sur les titres éligibles, ce qui témoigne de l'effet des achats de l'Eurosystème. Ainsi l'indice de CDS Itraxx Main (indice de CDS d'entreprises notées *investment grade*) est désormais durablement plus bas que l'indice Senior Financials (CDS sur la dette senior des entreprises financières) alors qu'ils affichaient des niveaux très proches avant mars 2016 (Graphique 37).

Toutefois, le spread de l'indice Itraxx senior financials (tout comme les spreads de CDS des titres *high yield*, également inéligibles) a également baissé depuis mars 2016 et a donc bénéficié indirectement de la mise en œuvre du CSPP. Cette baisse pourrait indiquer le début d'un effet de recomposition ou de rotation des portefeuilles.

Enfin, depuis avril 2016 on peut constater un écartement de la base (la différence entre le spread de CDS et le rendement de l'obligation), c'est-à-dire un renchérissement des obligations d'entreprises contre *asset swap* plus important que le resserrement des CDS. Ce mouvement s'explique par l'annonce du programme CSPP, les achats s'effectuant sur le marché des obligations et non celui des CDS. Depuis le mois d'avril, les spreads de CDS tout comme les spreads de crédit ont continué à baisser et la base a évolué entre 15 et 35 pb.

L'effet du CSPP n'est pas seulement visible sur les prix, mais également sur les volumes émis par les entreprises : en effet, entre le début de l'année 2016 et début novembre, les volumes d'émissions de dette *investment grade* européenne ont atteint 252 milliards EUR,

Graphique 36

Indice Iboxx corporate en spread



Source : Bloomberg.

Graphique 37

Évolution des indices Itraxx



Source : Bloomberg.

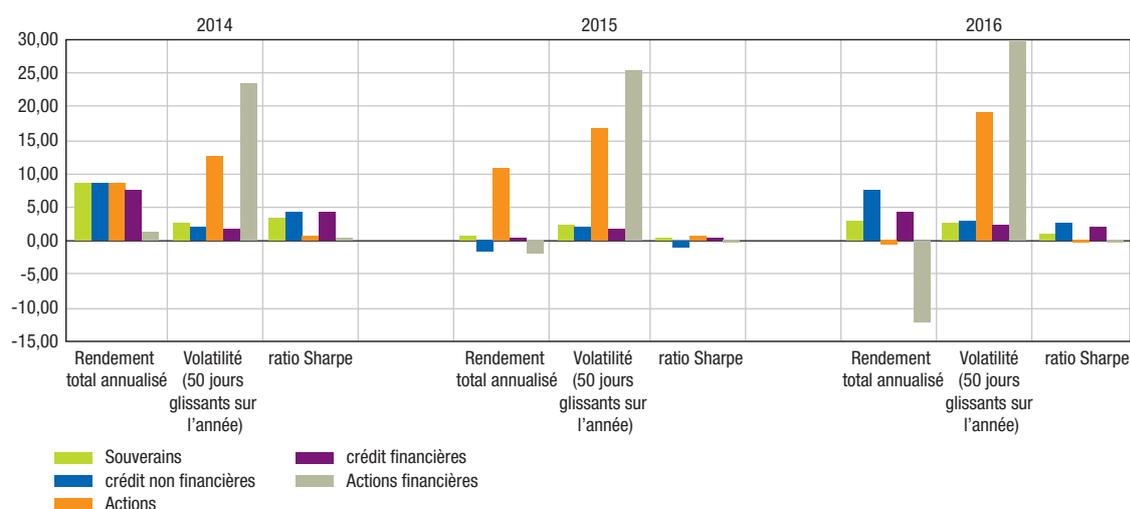
et pourraient dépasser les 280 milliards EUR d'ici la fin de l'année 2016, au-dessus du record d'émissions de 2009 (253 milliards EUR). Malgré cela, les entreprises ne rencontrent pas de difficultés à trouver des investisseurs, puisque les ratios de couverture moyens à chaque émission ont augmenté (de 2,8 à 3,7 entre mars et octobre), avec des primes d'émission en baisse.

- **Un univers crédit surévalué ?**

Les mouvements de prix sur les titres obligataires d'entreprises pourraient indiquer en première analyse une surévaluation des titres éligibles au CSPP. Un premier signe de tension est **l'existence de titres corporate avec des rendements négatifs**, qui représentent une partie non négligeable de l'univers éligible (environ 10% à l'échelle de la zone euro au 09/11/2016). De plus, une analyse des ratios de Sharpe⁶ montre

Graphique 38

Rendement total, volatilité et ratio de Sharpe par classe d'actifs



Source : Bloomberg.

⁶ Comparaison entre les rendements ajustés du risque pour différentes classes d'actifs. Un ratio de Sharpe négatif, comme celui pour les actions en 2016, indique que la classe d'actif sous-performe un placement sans risque alors qu'un ratio supérieur à un, comme pour les obligations d'entreprise en 2016 indique une surperformance par rapport au placement sans risque.

que les obligations *investment grade* ont largement surperformé les actions en 2016 (Graphique 38). Cette surperformance peut se comprendre en partie comme un rattrapage après la bonne performance des actions en 2015.

En 2017, le marché du crédit en zone euro devrait être largement déterminé par la conduite de la politique monétaire de l'Eurosystème. Des émetteurs anticipant une fin de la politique de *Quantitative Easing* de l'Eurosystème pourraient décider d'avancer le calendrier de leurs programmes de financement afin de profiter de conditions actuellement avantageuses. De même, les émissions de *reverse yankee*⁷ seront largement dépendantes des discussions sur l'orientation de la politique monétaire en zone euro.

c. Des valorisations élevées

Après quelques épisodes de volatilité liés au référendum au Royaume-Uni, puis au résultat des élections aux États-Unis, les marchés d'actions retrouvent leur tendance : un marché fortement valorisé aux États-Unis, plus atones en Europe et en légère reprise au Japon.

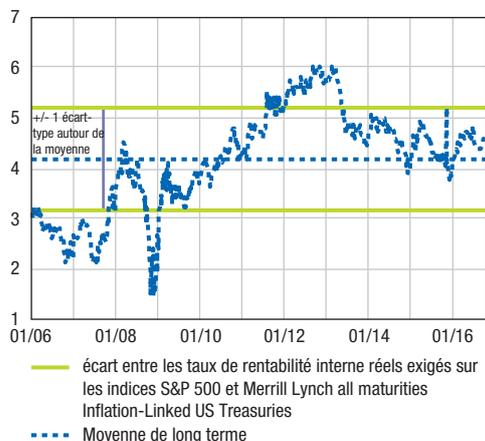
Graphique 39

PER et prime de risque aux États-Unis

a) PER Forward du S&P 500



b) Prime de risque exigée sur le S&P 500

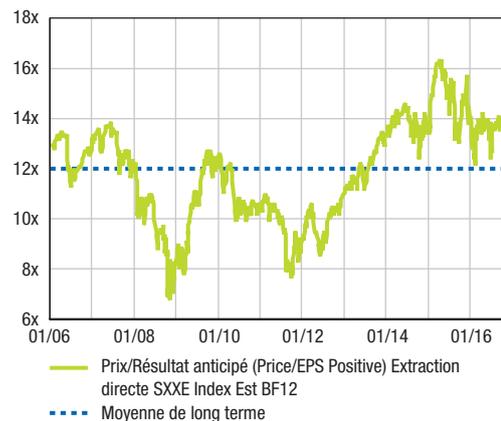


Sources : Bloomberg, Fed, Calculs Banque de France.

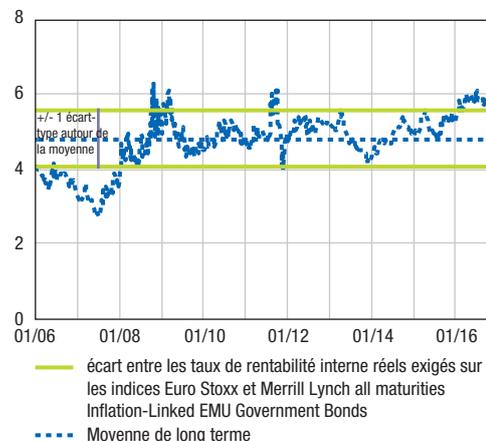
Graphique 40

PER et prime de risque en zone euro

a) PER Forward du STOXX Europe



b) Prime de risque exigée sur le STOXX Europe



Sources : Bloomberg, BCE, Calculs Banque de France.

⁷ Financement en euros par des émetteurs américains.

Les investisseurs finaux sont partagés quant à la valorisation des marchés actions US (Graphique 39), les PER restant élevés, indiquant une possible surévaluation, alors que les primes de risque indiquent un marché américain à l'équilibre et un marché européen d'actions potentiellement sous-évalué (Graphique 40). Le consensus se fait autour d'un potentiel de croissance sur les marchés actions pour autant que la croissance des bénéfices soit soutenue par une conjoncture macroéconomique favorable.

Les marchés obligataires privés sont au plus haut en valeur, soutenus principalement par des taux de rendement mécaniquement écrasés par l'environnement de taux et de spread de crédit bas, un taux de défaut en baisse tous secteurs confondus et en Europe les dernières mesures des programmes de rachats d'actifs obligataires privés non bancaires de la BCE (Encadré 8). Ces marchés apparaissent ainsi surinvestis dans un contexte de recherche de rendement, ce surinvestissement se faisant sur toute la courbe *corporate*, laissant vraisemblablement apparaître des risques de durée dans des portefeuilles non couverts.

Plusieurs facteurs pourraient conduire à un retournement du marché, d'une part des évolutions non anticipées du cours des politiques monétaires, d'autre part un retournement de la conjoncture économique qui viendrait amoindrir la capacité des entreprises à rembourser leur dette, enfin un retournement du comportement des détenteurs finaux de dette *corporate* qui, de manière moutonnaire, se délésteraient de ces actifs dans un marché peu liquide et structurellement directionnel. Cependant, cette pression acheteuse sur les titres de dette des entreprises non financières ne devrait pas se relâcher à court terme, dans un contexte de recherche de rendement où les obligations d'entreprises représentent une des rares sources stables (sauf en cas de défaut) de revenu pour les intervenants de marché. **Si le scénario d'un retournement brutal de marché n'apparaît pas comme le scénario central à court terme, il constitue un risque qui nécessite une vigilance.**

De manière connexe, il convient aussi de souligner la « volatilité de la volatilité » des marchés actions telle qu'illustrée par l'indice VIX dont on observe aux alentours des événements récents (Brexit, élection américaine) un comportement erratique et violent sur de très courtes périodes. **Même si en moyenne la volatilité des marchés reste à des niveaux historiquement bas, ces pics de très courte durée illustrent une certaine fébrilité des intervenants** et pourraient être accompagnés de phénomènes d'assèchement de liquidité dans les portefeuilles bancaires comme de négociation liés à la valorisation quotidienne en valeur de marché (*mark-to-market*) des produits dérivés et aux appels de marge de variation.

4.2 RISQUES LIÉS À LA GESTION D'ACTIFS

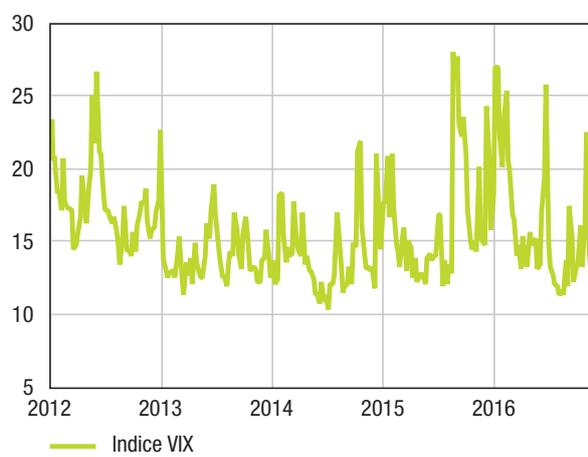
a. Un secteur en évolution depuis la crise

Dans un contexte de diversification des sources de financement, le secteur de la gestion d'actifs a connu une croissance vigoureuse de ses encours au cours de la dernière décennie, le total de ses actifs sous gestion à l'échelle mondiale passant de 50 000 milliards USD en 2004 à près de 76 000 milliards USD en 2014⁸. Au sein de cet ensemble, la gestion

⁸ Source : FMI.

Graphique 41

Volatilité des marchés actions US



Source : Bloomberg.

collective a presque doublé, de 20 000 milliards USD en 2006 à près de 38 000 milliards USD fin 2015.

En France, les actifs sous gestion ont fortement augmenté depuis 2009, augmentant de 2 816 milliards EUR à 3 472 milliards EUR sur la période (+23%). Cette augmentation des encours correspond principalement à des effets de valorisation, les flux nets de souscription ayant été peu dynamiques, voire négatifs (Graphique 42). La gestion française – qui pèse 14% des encours de la zone euro – est constituée à 55% des encours de la gestion collective (1 896 milliards EUR) et à 45% de la gestion sous mandat (1 562 milliards EUR).

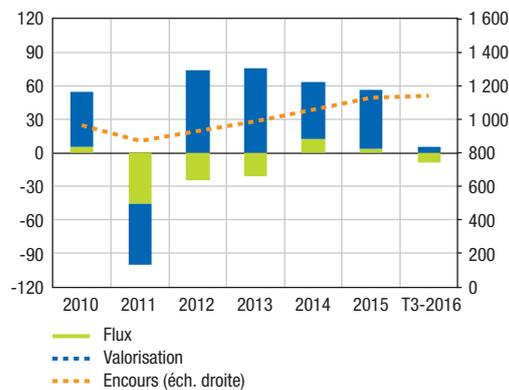
Plusieurs tendances structurelles se dessinent au sein de la gestion d'actifs ces dernières années :

- L'essor de la gestion passive, incarnée en particulier par le dynamisme des *Exchange Traded Funds* (ETF)⁹, qui ont connu une multiplication par cinq de leurs encours entre 2008 et 2015 pour atteindre près de 2 520 milliards EUR fin 2015, soit 7% des encours mondiaux de la gestion collective. Les ETF domiciliés en France représentent 4% de l'encours de la gestion collective, avec 64,3 milliards EUR d'encours fin 2015 ;
- La recherche de rendement dans un contexte de taux bas prolongé. À titre d'exemple, la qualité de crédit des obligations détenues par les fonds obligataires européens est en légère baisse depuis 2011. La détention d'obligations notées supérieures à A a décliné de 62% mi-2011 à 44% fin 2015, tandis que la détention d'obligations notées inférieures à BBB est passée de 39% à 55% sur la même période.

Graphique 42

Facteurs de variation des OPC non monétaires de droit français

(en milliards EUR)



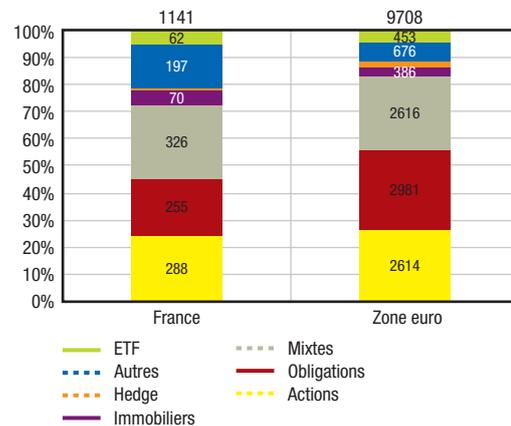
Source : Banque de France.

Données portant sur les OPC non monétaires de droit français, hors mandats et OPC de droit étranger.

Graphique 43

Décomposition encours OPC non monétaire par types de fonds

(en % du total et montants en milliards EUR)



Source : Banque de France.

b. Les principales vulnérabilités portent sur les risques de liquidité et de levier

Afin de permettre une analyse pertinente des risques de la gestion d'actifs, il est important de bien distinguer entre les risques qui ne reflètent que les comportements

⁹ Les ETF répliquent un indice de référence via un processus de création/destruction de parts opéré à tout moment sur le marché secondaire par des participants autorisés, qui assurent que les parts d'ETF ne s'éloignent pas excessivement de la valeur des actifs sous-jacents.

des investisseurs et pour lesquels les fonds ne sont qu'une courroie de transmission ; et ceux qui résultent de la gestion d'actifs elle-même¹⁰. La question de savoir si les risques liés aux fonds d'investissement sont susceptibles de déclencher ou d'amplifier un risque systémique fait en effet toujours débat.

Agissant en tant qu'agents pour leurs clients sans porter de risques d'investissement dans leur bilan, caractérisés par une forte hétérogénéité de caractéristiques et de stratégies, faible source de risque systémique au regard de données historiques¹¹, ils ne semblent pas a priori devoir faire l'objet d'une attention particulière du point de vue de la stabilité financière. Pourtant, cette analyse rapide n'épuise pas la question. D'une part, parce que les mutations récentes de l'industrie et de l'environnement économique pourraient bien avoir eu pour conséquence une hausse de la contribution des fonds au risque systémique. D'autre part, parce qu'il est possible d'identifier des canaux théoriques de transmission et d'amplification du risque.

On peut en effet identifier trois canaux de transmission et d'amplification du risque par les fonds¹² :

1. **Canal des expositions/contreparties** : il s'agit du risque de contrepartie lié au défaut d'un fonds ou d'une société de gestion et qui affecterait d'autres participants de marché via leurs expositions.
2. **Canal des fonctions critiques** (non-substituabilité) : ce risque reflète le rôle spécifique qu'un acteur ne pourrait ou ne voudrait plus remplir sur un marché.
3. **Canal de marché** (liquidation d'actifs) : ce canal traduit le fait qu'un acteur pourrait avoir à liquider ses actifs de manière précipitée, avec un impact négatif sur les prix qui perturberait fortement les échanges sur certains marchés¹³.

Dans ce contexte, le régulateur international (**le Financial Stability Board, FSB**) a identifié des vulnérabilités structurelles de la gestion d'actifs dont les deux principales sont le risque de liquidité et de levier¹⁴.

Au-delà des risques liés aux fonds eux-mêmes, le débat porte aussi sur les risques liés à la concentration du secteur et à ses interconnexions. D'après des données Lipper en date du 3^e trimestre 2015, 10% de la population des sociétés de gestion concentreraient près de 85% des actifs sous gestion en zone euro. Ce degré de concentration élevé en zone euro se combine avec un actionnariat composé à 50% de banques et 10% d'assureurs. Ces relations capitalistiques sont potentiellement porteuses de risques, qu'il s'agisse de relations contractuelles (lignes de crédits, dérivés engagés avec la maison-mère...) ou de risque de *step-in*¹⁵.

- **Risque de liquidité**

Une vulnérabilité essentielle de la gestion d'actifs porte sur le décalage possible de liquidité entre l'actif et le passif des fonds ouverts, c'est-à-dire la différence de facilité

¹⁰ Elliott, D. « Systemic Risk and the Asset Management Industry », The Brookings Institution, 2014

¹¹ À l'exception donc des hedge funds et des fonds monétaires. Un cas célèbre est celui du hedge fund LTCM dont la quasi-faillite en 1998 fit courir un risque majeur au système bancaire international et créa des perturbations importantes sur les marchés financiers (perte de 90% de la valeur des actifs des actionnaires initiaux et recapitalisation du fonds sous la houlette de la Fed NY). Il s'agissait d'un fonds avec un fort effet de levier (en 1998, le levier de LTCM était de plus de 25).

¹² FSB-IOSCO, 2^e document consultatif, « Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions », mars 2015

¹³ Ainsi, Manconi et al. (2012) trouvent que, pendant la crise financière de 2007, les fonds d'investissement ayant subi des pertes sur leurs actifs titrisés devenus illiquides ont vendu des obligations d'entreprise, suggérant un rôle de ces fonds dans la propagation de la crise des obligations titrisées aux obligations d'entreprise.

¹⁴ FSB Consultative Document, « Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities », 22 juin 2016

¹⁵ Cette notion est issue de la pratique de certaines banques lors de la crise financière de 2007-2008 au cours de laquelle elles sont intervenues au-devant des difficultés (step-in) d'entités du secteur financier en l'absence de toute obligation légale afin de protéger leur réputation.

et de vitesse avec lesquelles les investisseurs peuvent racheter leurs parts et la facilité et la vitesse avec lesquelles les actifs du portefeuille du fonds peuvent être vendus. Ce désalignement (*mismatch*) engendre un risque de *runs* liés à la présence d'une « prime au premier sortant » (*first-mover advantage*) qui peuvent affecter les dynamiques de prix et conduire à des effets de contagion via les marchés de financement ou le collatéral.

Plusieurs indicateurs peuvent permettre de mesurer ce risque de liquidité. Un premier indicateur porte sur la transformation de maturité opérée par les fonds, qui peut être approximée par le ratio des actifs de long terme sur les actifs totaux. Il est particulièrement élevé dans l'UE pour les fonds obligataires (74% à fin 2015, soit plus de deux fois le ratio moyen des fonds d'investissement, même s'il décroît régulièrement depuis 2008). Pour les fonds obligataires européens, la maturité moyenne pondérée de leurs actifs a eu tendance à augmenter à compter de fin 2013 pour s'établir à 8,6 ans à fin 2015 (Graphique 44).

La transformation de liquidité est un autre indicateur possible qui peut être estimé comme la part des actifs non liquides sur le total actifs. Un indicateur de transformation de liquidité défini comme la part des actifs non liquides sur le total actif indique que ce sont les fonds immobiliers qui pratiquent le plus de transformation de liquidité (71%), suivis des fonds obligataires (38%). Ce dernier chiffre est plus de deux fois supérieur à la moyenne des fonds d'investissement, reflétant pour les fonds obligataires une plus faible proportion de cash et d'actifs de court terme (Graphique 45).

Graphique 44

Maturité moyenne pondérée des actifs des fonds obligataires européens

(en années)

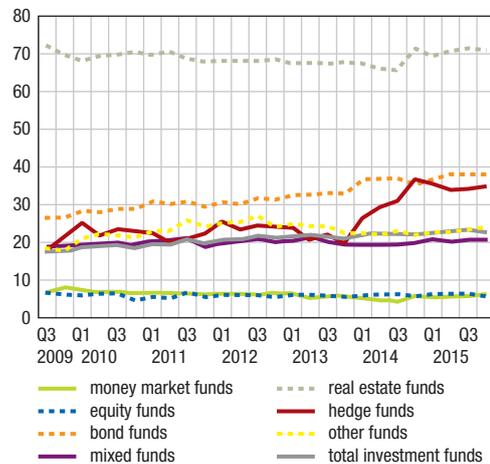


Sources : Lipper, ESMA.

Graphique 45

Transformation de liquidité des fonds européens

(en % du total actif)



Source : BCE.

Indicateur = (Total actifs-actifs liquides)/(Total actifs).

En Europe, ce sont principalement les directives OPCVM et sur les fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) qui régissent le dispositif de gestion du risque de liquidité. Ces directives introduisent notamment une obligation générale pour le gérant de s'assurer qu'il est en capacité d'honorer les rachats à tout moment. La directive OPCVM impose en outre aux fonds de respecter certains ratios d'investissement (diversification, concentration, emprise) et limite l'investissement dans des actifs illiquides à 10% de l'actif net du fonds (on parle de « ratio poubelle »). Les stipulations d'AIFMD sont moins contraignantes, mais pour les fonds alternatifs dont les encours dépassent un certain seuil il existe une obligation de reporting du profil de liquidité du fonds.

En outre, plusieurs outils de gestion ex-post de liquidité existent. Il peut s'agir soit d'outils fondés sur les coûts visant à internaliser auprès des investisseurs sortants le coût de liquidité de leurs rachats (*swing pricing*, commissions de rachats...), soit d'outils limitant la quantité ou la qualité des rachats (barrières aux rachats, rachats en nature...). L'AMF dispose en tout état de cause du pouvoir d'ordonner la suspension des rachats de parts.

En pratique, on dispose de peu de cas d'étude concrets sur l'efficacité de ces outils en cas de rachats massifs. Le fait que l'existence et la mise en œuvre de ces outils ne soit pas harmonisées selon les pays¹⁶, y compris dans l'UE, renforcent l'interrogation quant à leur efficacité. Se pose également la question de possibles effets pervers imprévus, comme des mouvements de *rums* préventifs¹⁷. Ces interrogations rappellent l'importance de combiner ces outils avec des outils ex-ante de gestion de la liquidité et posent la question de la pertinence d'une éventuelle mise en œuvre macroprudentielle de tels outils couplée à des « macro stress tests » afin d'affiner l'évaluation de scénarios de contagion.

• Risque de levier

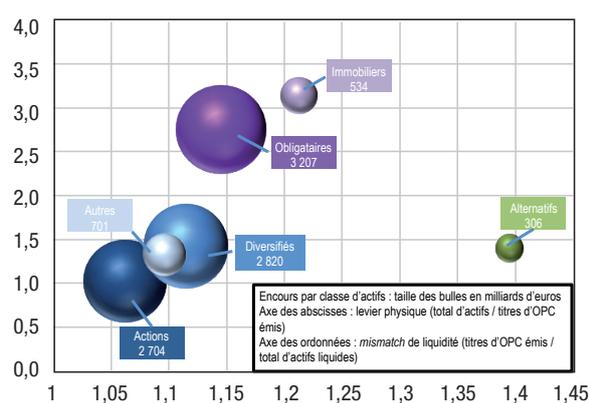
Le recours au levier permet aux fonds d'investissement d'augmenter leur exposition au marché ou d'obtenir un surplus de rendement. En tant que tel, le recours au levier est un potentiel amplificateur du risque, les fonds leveragés ayant une exposition supérieure au risque et une moindre capacité à absorber des pertes. Les fonds peuvent obtenir du levier soit par l'endettement (levier physique), soit par l'utilisation de dérivés ou de prêts de titres (levier synthétique).

La majorité des fonds européens sont contraints au niveau de leur levier par les directives OPCVM et AIFM : concernant le levier physique par exemple, les OPCVM ne peuvent emprunter plus de 10% de leurs actifs, de manière temporaire, et ces sommes ne peuvent être utilisées pour investir. Les fonds d'investissement alternatifs (FIA) ne sont pas soumis à un plafonnement de leur levier en tant que tel, même s'il existe des obligations de transparence renforcées si leur levier dépasse 300% de la valeur nette du portefeuille¹⁸. Les discussions internationales menées par le FSB visent dans ce cadre à une mesure cohérente et homogène du levier et des indicateurs de risque.

Le rôle amplificateur du levier étant fortement lié au risque de liquidité, il est utile de comparer le niveau de levier physique à l'écart de liquidité au sein du bilan des fonds. Cette mesure, réalisée dans le cadre de la Cartographie des risques de l'AMF (Graphique 46), fait apparaître un niveau de levier physique relativement faible pour la plupart des fonds. Une attention particulière est à porter sur les fonds obligataires qui font face à un levier en augmentation¹⁹, couplé à un décalage de liquidité relativement important. S'agissant des fonds domiciliés en France, le levier physique est supérieur à celui de la moyenne de la zone euro pour les fonds diversifiés (levier de 1,25 contre une moyenne de 1,11 en zone euro), les fonds actions (1,18 contre de 1,06) et, de manière moins

Graphique 46

Levier physique et écart de liquidité des fonds domiciliés en zone euro



Source : Autorité des marchés financiers.

Lecture : Le recours au levier des fonds obligataires de la zone euro est de 1,14 et leur écart de liquidité est estimé à 2,76, pour un encours total de 3 207 milliards d'euros.

¹⁶ « Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members », IOSCO 2015.

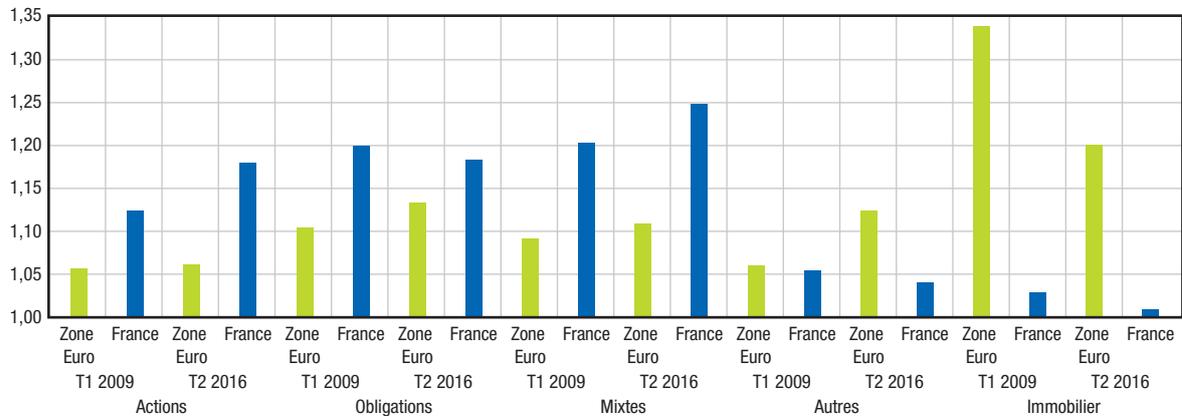
¹⁷ Cipriani et al. (2014).

¹⁸ En cas de risque pour la stabilité et l'intégrité du système financier, l'autorité de supervision nationale peut également limiter le niveau de levier auquel recourt un gestionnaire (article 25 AIFMD).

¹⁹ ESMA (2016), « Report on Trends, Risks and Vulnerabilities », N°1.

Graphique 47

Niveau des leviers physiques des fonds domiciliés en France vs. en zone euro



Source : Banque Centrale Européenne.

Note : le levier physique est calculé en divisant les actifs sous gestion par le total des actifs (méthode ESRB).

marquée, les fonds obligataires (1,18 contre 1,13). Il demeure très inférieur à celui de la moyenne de la zone euro pour les fonds immobiliers (1,01 contre 1,20) (Graphique 47).

Concernant le levier synthétique, le recours aux dérivés par les fonds alternatifs en France représentait 126 milliards EUR au 3^e trimestre 2015, soit 20% de l'encours sous gestion des FIA, selon les premières analyses des données AIFMD²⁰. Ces premières analyses des portefeuilles des fonds alternatifs montrent également que le recours au levier des fonds français serait très concentré sur un petit nombre de fonds aux stratégies particulières.

• Autres risques : risque opérationnel et risques liés au prêt-emprunt de titres

Parmi les autres risques identifiés par le FSB, on trouve le risque opérationnel et les risques liés à l'activité de prêt-emprunt de titres. Le risque opérationnel recouvre plusieurs aspects comme les difficultés éventuelles dans le transfert de comptes clients ou le risque juridique. Les risques liés aux activités de prêts-emprunts de titres, notamment lorsque le gestionnaire d'actifs fournit des garanties d'indemnisation à ses clients, créent une rupture avec le paradigme traditionnel de la gestion, en mettant en risque le bilan de la société de gestion elle-même.

4.3 RISQUES LIÉS À LA RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS

a. Impacts des réformes réglementaires sur le système financier

• Tendances récentes sur le marché du collatéral

La réglementation post-crise a imposé aux acteurs de marché un recours significatif à un collatéral de qualité. La demande d'actifs très liquides s'est intensifiée ces dernières années, que ce soit pour constituer des marges auprès des chambres de compensation (CCP) ou pour respecter les traitements prudentiels bâlois. Si la baisse de l'offre de collatéral, la diminution du volume d'actifs dits « sans risque », n'est pas claire aujourd'hui, l'attention se porte sur la vélocité du collatéral, c'est-à-dire le nombre de fois qu'il peut être réutilisé dans un temps donné. En Europe, les risques d'interconnexion, de constitution de levier et de procyclicité de la réutilisation d'un titre sont bien encadrés par une réglementation de nature sectorielle²¹. Le règlement

²⁰ AMF, Cartographie des risques, juillet 2016.

²¹ Directive Collatéral, MIF 2 pour les entreprises d'investissement, AIFM et OPCVM pour la gestion collective, EMIR pour les CCP.

relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation (*Securities Financing Transactions Regulation* ou SFTR), entré en vigueur en novembre 2015, précise les conditions de réutilisation et impose, à partir de 2018, la déclaration des transactions auprès des référentiels centraux (*trade repositories* ou TR).

Cette demande accrue d'actifs très liquides a renchéri le prix du collatéral en zone euro, une partie des pays *core* traitant fortement en dessous ou proche du taux de la facilité de dépôt (de -0,50% à -0,70%) et les pays périphériques traitant au niveau de la facilité de dépôt (-0,40%), surtout en fin de trimestre (Graphique 48). Une proportion de plus en plus importante de titres se négocie à des prix très élevés, notamment les titres dits « *special* » en Allemagne. En France, le ré-abondement de l'AFT permet de limiter le phénomène de raréfaction des titres sur le marché du repo. Ce niveau de négociation des titres encourage le désencrage des taux souverains de court terme par rapport à la facilité de dépôt (notamment sur les taux courts allemands).

En parallèle, depuis avril 2015, les titres souverains collectés dans le cadre des programmes PSPP et CSPP de la BCE ont été rendus éligibles aux prêts de titres de manière décentralisée par les banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème. Ces titres sont majoritairement fournis aux participants de marchés disposant d'activité de tenue de marché. Ces opérations de prêt peuvent être bilatérales ou réalisées sur les infrastructures centralisées existantes. Ainsi, le niveau élevé de liquidité excédentaire réduit l'intérêt de l'instrument de repo comme moyen naturel de lever des fonds sur les marchés, rendant complexe l'évaluation de la justesse du niveau d'équilibre du spread entre l'EONIA et les taux de *General Collateral*²² en fonction du niveau d'excédent de liquidités.

• Encadrement des risques posés par les chambres de compensation

Les chambres de compensation (Central Counterparty ou CCP) ont montré une grande robustesse dans les crises passées. Leur rôle fondamental dans la gestion des risques financiers a été promu par le G20 en 2009 avec la mise en place de l'obligation de compensation pour les dérivés et pour accroître la transparence des marchés sur ces opérations. Les CCP sont désormais des entités névralgiques et systémiques puisqu'elles gèrent le risque de contrepartie, que les transactions soient négociées sur des marchés réglementés ou directement entre participants.

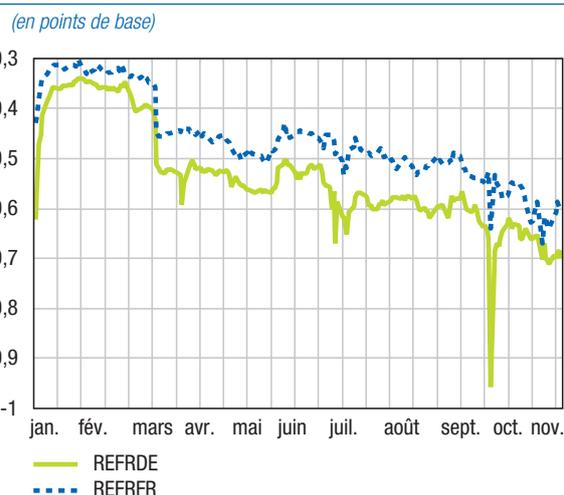
Les principes du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPMI-IOSCO), émis en 2012, ont été transposés en Europe dans le règlement EMIR pour les CCP et les *trade repositories* (TR). Au plan international, les régulateurs ont entrepris des travaux pour renforcer encore la robustesse et la résilience des CCP. Le 16 août 2016, deux documents de consultation ont été publiés respectivement par le CPMI-IOSCO et par le FSB²³. Il s'agit d'une part d'explicitier de façon plus granulaire les exigences des principes pour les infrastructures de marchés financiers (*Principles for market*

²² Par opposition aux titres *special* identifiés par leur code ISIN, les titres GC ou General Collateral désignent sur le marché du repo un panier de titres en « *vrac* » correspondant à une classe d'actifs donnée.

²³ Ces documents ont vocation à aboutir à des orientations complémentaires aux Principes for financial market infrastructures (avril 2012), au rapport CPMI-IOSCO sur le rétablissement des infrastructures de marché (octobre 2014) et à l'annexe des Key Attributes sur la résolution des FMI (octobre 2014 également).

Graphique 48

Taux de prêt-emprunt français et allemand



Source : Bloomberg.

Indices de prix des opérations exécutées dans le cadre d'activités de prêt-emprunt de titres sur les plateformes électroniques Brokertec et MTS. Tous les titres éligibles sont compensés sur des plateformes centralisées. L'indice REFRDE est composé exclusivement de titres souverains allemands et l'indice REFRFR est composé exclusivement de titres souverains français.

infrastructures ou PFMI) en matière de gestion des risques financiers des chambres de compensation (constitution et gestion du fonds de défaut, caractéristiques des stress tests liés au risque de crédit et au risque de liquidité, gestion des marges, contribution des fonds propres de la CCP à la couverture des pertes liées à un défaut et mise en place de plans de rétablissement appropriés). Il s'agit d'autre part de préciser les principes et conditions de mise en œuvre des dispositifs de résolution pour les CCP, qui sont devenues des entités « *too big to fail* ». Au-delà de ces travaux, et compte tenu du mouvement de concentration des acteurs de la compensation, il apparaît indispensable de définir des exigences supérieures pour des CCP « super-systémiques », non substituables, fortement liées à d'autres infrastructures et pouvant avoir des effets particulièrement procycliques dans des situations de stress.

Au niveau européen, un projet de cadre réglementaire applicable aux CCP sur le rétablissement et la résolution doit être finalisé d'ici la fin de l'année. Ce cadre doit prévoir le maintien d'une forte flexibilité dans l'utilisation des outils de résolution, afin de réduire l'aléa moral. En effet, une telle flexibilité permet d'inciter les acteurs à éviter toute situation de résolution de CCP : les coûts importants entraînés par la faible prévisibilité dans l'usage des outils de résolution doivent être dissuasifs. Cette flexibilité laisse également suffisamment de marge de manœuvre aux autorités pour être en mesure de définir les actions prioritaires à l'aune de la stabilité financière. S'agissant des outils, il est indispensable d'éviter la mise en place des décotes de marges initiales (*initial margin haircutting*), qui créent un effet de contagion, mutualisent des ressources dédiées à la couverture des pertes individuelles de chaque participant et réduisent l'incitation à la compensation centrale.

Enfin, l'encadrement des risques portés par les opérations de financement sur titres et les CCP passe par la transparence des données de transactions reportées aux TR, et la possibilité d'agrégation pour la surveillance du risque systémique. Les travaux internationaux CPMI-IOSCO en cours sur l'harmonisation des données sur les dérivés de gré à gré, comportant notamment un identifiant de transaction unique (*Unique Transaction Identifier*), et un identifiant de produit unique (*Unique Product Identifier*), et qui devraient s'achever en 2017, sont à ce titre cruciaux pour lever les obstacles liés à la qualité et à la fragmentation des données.

b. Brexit : enjeux des négociations sur l'accès au marché intérieur

• Accès au marché unique de la gestion collective

Le processus de sortie du Royaume-Uni de l'UE crée une incertitude quant à l'accès des acteurs britanniques au marché unique, dont les modalités dépendent de l'accord qui sera négocié. En cas d'accord de libre-échange ad hoc, le Royaume-Uni pourrait demander le bénéfice du régime d'équivalence prévu par la plupart des textes de réglementation financière européenne. L'enjeu pour le Royaume-Uni sera alors d'obtenir un accès aux services financiers le plus proche possible de celui dont il bénéficie aujourd'hui. En effet, le passeport européen permet à ses prestataires, ou à ceux de pays tiers disposant d'une filiale sur le territoire britannique, d'offrir des services financiers directement dans les états membres de l'UE sans être soumis aux contraintes d'implantation.

Cependant, les régimes de pays tiers ne sont pas homogènes entre les différentes réglementations et n'offrent pas non plus le même niveau de réciprocité et de protection pour les acteurs de l'UE. D'après une étude de PricewaterhouseCoopers²⁴ à fin 2015, près de 81 000 fonds sont distribués dans un autre pays européen que celui dans lequel il est domicilié. Le Royaume-Uni est un marché cible important, qui accueille plus de 6 000 fonds européens, dont 338 sont domiciliés en France. Sur les 1 688 fonds

24 <https://www.pwc.lu/en/fund-distribution/docs/pwc-publ-gfd-march-2016-printer-friendly.pdf>

britanniques distribués en Europe, la France est le premier pays de distribution avec près de 184 fonds. Les gestionnaires britanniques de fonds d'investissement alternatifs (FIA) pourraient bénéficier de l'extension du passeport aux pays tiers, qui est prévue dans la directive AIFM. Le 12 septembre 2016, l'ESMA a rendu un avis pour étendre le passeport à 12 pays²⁵, mais le dispositif n'est pas opérationnel tant que la Commission n'aura pas adopté un acte délégué. Aucun principe de réciprocité n'est prévu, ce qui est pénalisant pour les acteurs européens qui voudraient commercialiser au Royaume-Uni. De plus, aucun régime d'équivalence n'est prévu pour les fonds soumis à la directive OPCVM qui exclut tout agrément d'un fonds de pays tiers. Les fonds étrangers agréés OPCVM au Royaume-Uni ne pourront par conséquent plus bénéficier du passeport européen. À noter que l'agrément ELTIF pour les fonds européens d'investissement de long terme ne sera plus disponible pour les gestionnaires britanniques. Enfin, les fonds monétaires dont la réforme est en cours (MMF) suivront les directives AIFM et OPCVM selon leur statut.

- **Accès aux infrastructures de marché et localisation de la compensation en euro**

Les critères d'accès aux infrastructures de marché traitant de l'euro sont largement liés à l'établissement des participants dans l'Espace économique européen (EEE). La participation directe à TARGET2 est ouverte pour les établissements de crédit établis dans l'EEE, y compris les succursales agréées d'établissements ayant leur siège hors EEE, les BCN des États membres de l'UE et la BCE. Chaque BCN peut également admettre des entités publiques des États membres de l'UE, des entreprises d'investissement établies dans l'EEE, ainsi que des entités établies dans l'EEE gérant des systèmes exogènes qui respectent les exigences de surveillance relatives à la localisation des infrastructures offrant des services en euro. En France, la participation directe aux CCP et aux CSD (*Central Security Depositories* ou dépositaires centraux de titres) s'est élargie depuis une ordonnance de décembre 2015, afin de s'aligner sur d'autres CCP et notamment Eurex Clearing en Allemagne. Outre les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui ont leur siège social dans l'EEE ou dans un autre État sous réserve d'un accord de l'AMF, ont été ajoutés les banques centrales, ainsi que les organismes financiers internationaux et d'autres types d'entités désignées sur une base individuelle ou par catégorie par un arrêté du ministre chargé de l'économie. À défaut d'une localisation dans l'EEE, l'accès aux infrastructures de marché en euro repose pour les acteurs financiers sur des dispositifs de demande d'agrément, d'accord entre autorités compétentes ou de reconnaissance d'équivalence de la législation du pays tiers encadrant leur activité, qui sont forcément plus lourds à administrer et qui peuvent différer selon chaque infrastructure.

Les CCP britanniques (LCH Ltd, ICE, CME et LME) comptent parmi les premières en Europe en termes de volumes sur la compensation des dérivés, notamment sur l'activité OTC : LCH Ltd représente ainsi près de 95% de la compensation des dérivés de taux OTC, ICE Clear Europe compense plus de 80% du marché des dérivés de crédit. Les transactions en euro comptent par ailleurs pour une large part des volumes compensés au Royaume-Uni. Les produits libellés en euro représentent plus de 30% de l'activité SwapClear de LCH Ltd, et près de 80% du repo compensé chez LCH Ltd. Enfin les CDS (hors souverains) compensés par ICE Clear Europe sont tous libellés en euro.

Si le Royaume-Uni adopte le régime de pays tiers, les CCP britanniques devront être reconnues par l'ESMA, sous réserve d'une reconnaissance par la Commission européenne d'équivalence du cadre réglementaire britannique. Le Royaume-Uni appliquant déjà EMIR, cette reconnaissance ne devrait pas soulever de problème, mais les délais pourraient être cruciaux. En effet, dans l'attente de reconnaissance, les banques localisées en zone euro subiraient des exigences punitives en capital pour participer à

²⁵ Australie, Bermudes, Canada, Guernesey, Hong Kong, îles Caimans, île de Man, Japon, Jersey, Singapour, Suisse et États-Unis.

des CCP britanniques qui seraient *Non-Qualifying CCPs*, et les CCP britanniques ne pourraient plus compenser les transactions soumises à l'obligation de compensation.

Par ailleurs, la politique de localisation des CCP²⁶ pourrait être relancée compte tenu des risques pour la stabilité financière de la zone euro. En effet, une infrastructure traitant de l'euro et non supervisée à titre principal par un ou plusieurs superviseurs appartenant à la zone euro serait susceptible de faire l'objet, de la part de ses propres superviseurs, de mesures contraires aux intérêts de la zone euro. Pour éviter un risque de déstabilisation financière de la zone euro, il est nécessaire de relocaliser l'activité de compensation en zone euro ou au moins dans l'UE pour s'assurer de l'alignement des intérêts entre (i) les infrastructures de marché, (ii) les acteurs de l'économie et du marché et (iii) les autorités garantes de la stabilité financière de la zone euro. À défaut, les acteurs de marché de la zone euro seraient exposés à des risques qu'aucune autorité européenne ne serait plus en mesure de contrôler, au risque d'enrayer le financement de l'économie.

26 Ce point fait d'ailleurs écho aux déclarations de François Hollande le 28/06/2016 lors d'un sommet à Bruxelles où il a déclaré que la City ne pourrait plus traiter les opérations de compensation pour la zone euro.