

ÉVALUATION

des

RISQUES

du

SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

Jun 2017

Préface

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. Cet exercice est piloté, coordonné par la direction de la Stabilité financière de la Banque de France et un rapport est 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

	PRÉFACE	03
1.	SYNTHÈSE : ÉVALUATION DES RISQUES ET DES VULNÉRABILITÉS DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS	06
2.	ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE	12
1.	Impact des élections présidentielles américaines et du Brexit	13
a.	Nouvelle administration américaine : quels effets attendre ?	13
b.	Les incertitudes relatives au Brexit perdurent, même si l'effet du référendum à court terme a été limité	13
2.	Risques relatifs aux pays émergents	14
a.	La situation économique montre des signes de stabilisation	14
b.	Cependant, dans un contexte de forte incertitude sur la politique économique américaine, des risques persistent	15
	Encadré 1 Vulnérabilité extérieure des pays émergents : optimisme et prudence	16
3.	Risques résultant des conditions macroéconomiques en Europe	17
	Le scénario central reflète l'amélioration des conditions macroéconomiques en Europe et en France, dans un contexte de cycle financier orienté à la hausse.	17
4.	Risques liés à l'endettement des sociétés non financières	19
a.	L'endettement des sociétés non financières françaises continue sa progression mais le levier moyen reste globalement maîtrisé	19
	Encadré 2 Dynamique d'endettement des grands groupes industriels et commerciaux français	21
b.	À quelles fins les entreprises s'endettent-elles ?	22
c.	Quels risques pèsent sur l'évolution future des taux d'endettement des entreprises ?	24
5.	Risques liés à l'immobilier et à l'endettement des ménages	26
a.	Reprise du marché immobilier résidentiel et hausse de l'endettement des ménages	26
b.	Après une dégradation en 2016, des signaux hétérogènes selon les indicateurs quant à l'évolution des conditions d'octroi de crédit début 2017	27
c.	Des risques limités pour la solvabilité des ménages	29
	Encadré 3 Résultats des <i>stress tests</i> sur l'immobilier commercial conduits sous l'égide du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF)	30
3.	RISQUES DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES	31
1.	Risques du secteur bancaire français	31
a.	Impact de l'environnement de taux d'intérêt bas sur la rentabilité des banques	31
b.	Risques liés à une remontée rapide des taux d'intérêt	34
c.	Qualité des expositions et conditions d'octroi de crédit	34
d.	Difficultés des systèmes bancaires en Europe et risques de contagion	36
	Encadré 4 Situation des NPL en zone euro et initiatives en cours	37
e.	Évolution des modèles d'activité	37
	Encadré 5 Externalisation des fonctions informatiques des banques françaises	38
f.	Rupture digitale et risques cyber	39
g.	Les évolutions réglementaires en cours	39
	Encadré 6 Solvabilité et liquidité des banques françaises	40
	Encadré 7 Revue du Dodd-Frank Act (DFA), 5 ans après	41

2.	Risques pesant sur les organismes d'assurance	43
a.	La résilience des assureurs dans un environnement de taux d'intérêt bas	43
b.	Les risques portés par les assureurs en cas de remontée des taux d'intérêt	46
c.	Assurance et risque réglementaire	48
4.	RISQUES DES MARCHÉS FINANCIERS	49
1.	Risque politique et stabilité des marchés	49
a.	Des marchés calmes en dépit de l'incertitude politique	49
b.	Des risques de turbulence sur les marchés financiers	50
	Encadré 8 Le marché des actions aux États-Unis est-il surévalué ?	51
2.	Des tensions croissantes sur le marché du repo (pension livrée)	53
a.	Impact de la réglementation sur le marché du repo : état des lieux	53
b.	Des tensions inhabituellement fortes en fin d'année	54
	Encadré 9 Adaptation des facilités de prêts de titres de l'Eurosystème	55
	Encadré 10 Conséquences du <i>quantitative easing</i> (QE) sur les marchés	55
c.	Perspectives : l'adaptation du marché à une réglementation plus contraignante	56
	Encadré 11 Conséquences du Brexit sur les infrastructures de marché	57
3.	Gestion d'actifs : focus sur les fonds monétaires	58
a.	Les risques sont exacerbés par le contexte de taux d'intérêt bas	58
b.	Enjeux de la nouvelle réglementation européenne des fonds monétaires pour la structure du marché monétaire en France	60

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

La Banque de France surveille la montée des tensions dans le secteur financier français par le biais de plusieurs indicateurs, dont certains mesurent le risque systémique (Graphique 1).

L'indicateur composite de tensions systémiques (CISS)

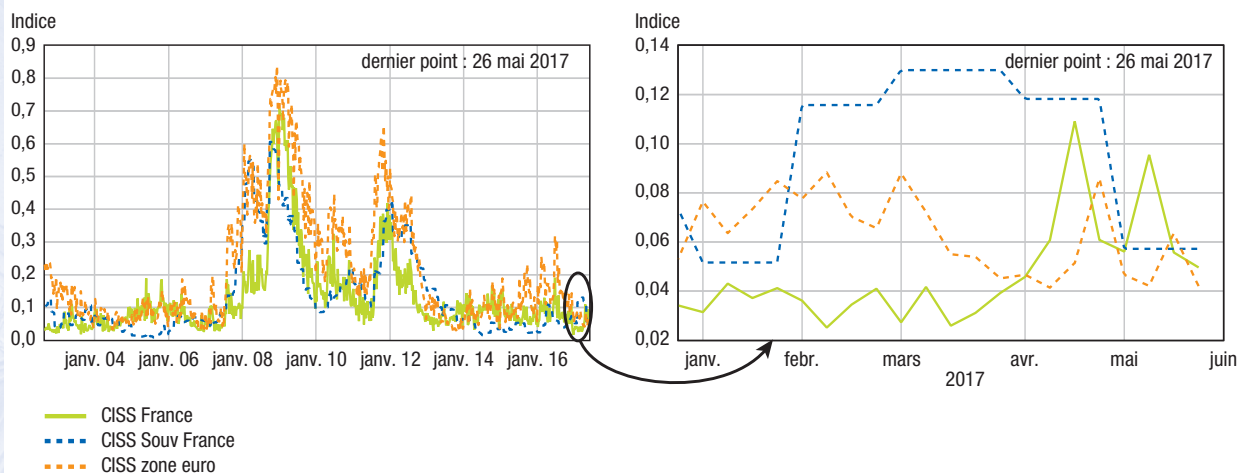
Sur les marchés financiers, le « *Composite Indicator of Systemic Stress* » ou CISS, synthétise l'information de cinq piliers: marchés obligataire, monétaire, boursier, des changes et intermédiaires financiers. Il est normalisé pour afficher une valeur comprise entre 0 et 1 (exprimé en moyenne mobile centrée sur 4 semaines). Une valeur élevée s'interprète comme le signe de tensions sur les cinq marchés (piliers) sous-jacents. Le calcul de cet indicateur permet de prendre en compte les phénomènes de contagion entre les différents piliers des risques. Le CISS souverain (CISS Souv) quant à lui, est un indicateur de stress portant spécifiquement sur les marchés obligataires souverains, dont les tensions pourraient se répercuter sur d'autres segments des marchés financiers. Les données principales pour construire cet indicateur sont issues de la courbe des taux et comportent à la fois des mesures de risque de crédit, volatilité et liquidité. Cet indicateur, également compris entre 0 et 1, est construit de la même façon que le CISS.

En 2016, l'indicateur composite de tensions systémiques (*Composite Indicator of Systemic Stress* ou CISS, cf. Encadré ci-contre) pour la zone euro a connu une volatilité accrue, notamment suite à la surprise créée par l'issue du référendum au Royaume-Uni. L'augmentation de cet indicateur au cours du premier semestre 2016 puis sa volatilité à l'été 2016 reflètent à la fois les 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 deuxième semestre s'est accompagné d'une certaine normalisation et du retour de cet indicateur à un niveau antérieur à 2016.

Le CISS France¹, centré sur les risques de marché français, est, de manière générale, assez corrélé au CISS zone euro. Le niveau de stress financier mesuré par l'indicateur CISS France est globalement stable par rapport à celui de la zone euro depuis 2013, mais est apparu plus volatil à l'approche des élections présidentielles françaises de mai 2017. Ainsi la hausse du CISS France observée entre mars et mai 2017 est imputable à l'évolution du risque souverain dans un contexte d'incertitude électorale, et non à une moindre résilience du système financier : le CISS souverain France a connu une hausse les premiers mois de l'année 2017 parallèlement à un accroissement du CISS souverain pour la zone euro. À l'issue des élections françaises, le CISS France a retrouvé un niveau très faible autour des planchers historiques à 0,05.

Graphique 1

Indicateur composite de tensions systémiques (CISS)



Sources : BCE, Bloomberg, Calculs Banque de France à partir de Hollo, Kremer et Lo Duca (2012). Données au 26/05/2017.

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.

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

L'environnement macroéconomique se caractérise par un renforcement de la croissance des pays avancés et émergents mais des risques persistent dans un contexte d'incertitude sur la politique économique des États-Unis et face à la possibilité d'une remontée des taux d'intérêt plus rapide qu'anticipé.

Les conditions macroéconomiques se sont améliorées depuis l'exercice de décembre 2016, avec un renforcement concomitant de la croissance dans les pays avancés et émergents. Les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont été revues à la hausse par les institutions internationales, pour se situer entre 3,3 % et 3,5 % en 2017 (après 3,1 % en 2016) et entre 3,5 % et 3,6 % en 2018. Le raffermissement de la croissance devrait entraîner une accélération des prix à la consommation, éventuellement renforcée par la relance budgétaire américaine annoncée par l'administration de Donald Trump.

Selon les projections de juin réalisées par l'Eurosystème (le *Broad Macroeconomic Projections Exercise*), la croissance annuelle moyenne du PIB français atteindrait 1,4 % en 2017 (après 1,1 % en 2016), 1,6 % en 2018 et en 2019, de sorte que l'écart de production² se réduirait. Le rythme de progression de l'activité en France en 2017 resterait toutefois encore inférieur à celui de la zone euro. La demande intérieure serait plus contenue mais les exportations rebondiraient dans le sillage de la demande mondiale. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaire) se stabiliserait à 0,6 % en 2017, pour se redresser à 1,2 % en 2018 et 1,4 % en 2019.

À court terme, une forte incertitude demeure sur la nature, le calendrier et l'ampleur des mesures de politique économique envisagées par la nouvelle administration américaine. En Europe, les effets économiques du Brexit semblent limités à ce stade, toutefois les risques à la baisse sur la croissance britannique restent majeurs à moyen terme. Dans les pays émergents, si la situation économique s'est stabilisée dans l'ensemble, son évolution future dépend largement de celle des conditions financières globales, et à cet égard, il est essentiel que ces économies disposent de filets de sécurité (réserves de change adéquates, équilibres des comptes extérieurs, accès aux marchés internationaux) et d'outils de gestion de crise appropriés afin d'être en mesure d'absorber un choc financier d'ampleur.

Dans ce contexte, le système financier français reste sous pression. Le principal point de vigilance réside dans le scénario d'une remontée des taux d'intérêt longs plus rapide que prévu, dans l'hypothèse d'une accélération de l'inflation aux États-Unis ou bien, au plan européen, dans l'hypothèse d'une défiance généralisée des marchés à l'encontre de quelques États de la zone euro et de leur capacité à réduire la soutenabilité de leur endettement public, avec les conséquences potentielles suivantes : (i) une « retarification » des actifs financiers, (ii) un alourdissement de la charge de la dette des sociétés non financières et des ménages, dont la dynamique d'endettement est par ailleurs toujours orientée à la hausse et (iii) une pression sur l'efficacité de la gestion actif et passif des institutions financières. Par ailleurs, demeure un aléa relatif à l'achèvement des réformes réglementaires, déjà identifié à l'issue de l'exercice d'évaluation des risques de décembre 2016.

² Écart entre la production potentielle et la production réelle.

RISQUES IDENTIFIÉS

1. Risques de marché : risques de correction abrupte des primes de risque et de réallocation des portefeuilles dans un contexte de déconnexion inédite entre la très faible volatilité des marchés et le niveau d'incertitude politique globale.

Dans le sillage des résultats des élections américaines de novembre 2016, la hausse des taux d'intérêt souverains aux États-Unis s'est accélérée (le taux d'emprunt à dix ans du Trésor américain est remonté de 60 points de base dans le mois qui a suivi l'élection), confortée par les prévisions de croissance revues à la hausse et par les annonces de politique économique de la nouvelle administration, notamment en matière de relance budgétaire. Les perspectives de resserrement monétaire aux États-Unis ont eu pour conséquence une certaine volatilité des flux en provenance et vers les pays émergents, sans susciter toutefois de sorties massives de capitaux comme en 2013, et une pentification des courbes de taux souverains en Europe. Cependant, la hausse de taux s'est globalement interrompue début 2017, maintenant les taux européens à un niveau encore historiquement bas.

Parallèlement à ce mouvement, certains marchés actions connaissent des pics de valorisation élevée – notamment sur les marchés actions américains – alors même que la volatilité demeure historiquement basse. En même temps on observe une montée du risque politique considéré comme important au niveau global. Ce phénomène témoigne d'une certaine décorrélation inédite des marchés au risque politique qui pourrait être passagère et aboutir à une retarification brutale des primes de risques en cas de modification des anticipations de politiques économique ou monétaire. Cette retarification aurait des conséquences sur les valorisations des portefeuilles obligataires inscrits à l'actif des institutions financières ainsi que sur les marchés d'actions. Cette correction brutale mettrait un coup d'arrêt à la baisse des primes de risque observée sur les valeurs bancaires européennes, et exacerberait l'écart négatif entre le niveau de rentabilité exigé par les investisseurs et la rentabilité constatée effectivement qui constitue une source de vulnérabilité pour les banques françaises et européennes depuis la crise. Par ailleurs, au sein de la zone euro, les incertitudes liées aux diverses échéances électorales notamment en France ont été source de volatilité au cours des premiers mois de 2017 sur les marchés des actions et des obligations, lesquels ont toutefois rapidement retrouvé leur niveau du début d'année une fois les résultats connus.

Un facteur de déséquilibre mis en avant par les intervenants du marché obligataire est l'influence des nouvelles normes réglementaires sur le fonctionnement du marché. En fin d'année 2016, le marché du prêt-emprunt de titres en zone euro a connu des tensions inédites, matérialisées par une augmentation significative du coût du collatéral. En effet, afin de satisfaire aux exigences de *reporting* réglementaires relatives aux ratios de liquidité et de transformation (respectivement, *Liquidity Coverage Ratio* et *Net Stable Funding Ratio*), les banques tendent à réduire fortement leurs expositions en fin de trimestre, occasionnant une baisse drastique des volumes négociés et une hausse du prix du collatéral réputé de bonne qualité.

2. Risques liés à l'endettement du secteur non financier : dynamique d'endettement toujours en hausse pour les sociétés non financières et les ménages. Une hausse des taux d'intérêt plus forte qu'anticipé pourrait peser sur la charge de la dette des sociétés non financières. Vigilance accrue sur l'endettement immobilier des ménages et sur l'immobilier commercial.

L'endettement des sociétés non financières, essentiellement porté par les grandes entreprises, s'est poursuivi en 2016 à un rythme soutenu et s'est établi à fin 2016 à 71,3 % du PIB (dette consolidée i.e. nette des opérations intragroupes). En dépit

de l'augmentation du niveau de dette depuis 2007, le ratio de levier reste en moyenne maîtrisé du fait d'une hausse parallèle des fonds propres. Un resserrement des conditions financières affecterait toutefois la charge de cette dette, dont la composition reflète pour les grands groupes un recours accru aux financements de marché (60 % de la dette financière des grandes entreprises est levée sur le marché obligataire, contre 37,5 % en moyenne) et constituerait un facteur de risque significatif. La dette permet de financer des actifs non financiers ainsi que des investissements directs à l'étranger. En tendance, les investissements en droits de la propriété intellectuelle, qui n'ont cessé de croître même pendant la crise, constituent le moteur de la dynamique de l'investissement, tandis que l'investissement en construction marque le pas depuis 2013.

Les prix des marchés de l'immobilier résidentiel et commercial continuent de faire l'objet d'une attention soutenue de la part des autorités macro- et microprudentielles : l'évolution des prix du segment résidentiel a connu une reprise marquée en 2016, portant les prix à leurs plus hauts historiques en dépit d'une inflexion récente. L'endettement des ménages continue ainsi de croître à un rythme modéré depuis la crise et atteint 57,4 % du PIB à fin 2016, mais la baisse des taux d'intérêt sur cette période a permis de garder un ratio de service de la dette par rapport au revenu relativement stable. Les conditions d'octroi de prêts immobiliers continuent de faire l'objet d'une surveillance mais la sinistralité sur les crédits à l'habitat ne montre pas de signe de progression.

Le marché de l'immobilier commercial a fait l'objet d'un test de résistance lancé en 2016 dans le cadre des travaux menés par le Haut Conseil de stabilité financière, permettant d'évaluer notamment la résilience des institutions financières face au risque de remontée rapide des taux d'intérêt. Face aux scénarios de choc sur les prix, les résultats des tests suggèrent que les effets resteraient limités à l'échelle du secteur financier dans son ensemble et n'auraient *a priori* pas de conséquences de nature systémique.

3. Risques liés à l'environnement de taux d'intérêt : le niveau des taux d'intérêt demeure historiquement bas mais une hausse brutale des taux longs pèserait sur les institutions financières.

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

Les banques françaises affichent à fin 2016 des performances qui restent solides malgré les nombreux défis auxquels elles font face. Leurs caractéristiques structurelles et des fondamentaux robustes en termes de solvabilité et de liquidité ont limité les conséquences négatives des taux bas sur leur rentabilité. La rentabilité des banques françaises en 2016 s'est globalement maintenue en partie grâce à un dynamisme des revenus hors intérêt et un coût du risque toujours en baisse. Le sentiment de marché envers le secteur bancaire français s'est sensiblement amélioré, grâce notamment à une pentification de la courbe des taux d'intérêt constatée depuis la fin de l'année dernière. Avec l'amélioration des perspectives de croissance en France et en Europe, l'incidence négative des facteurs macroéconomiques sur la rentabilité des banques devrait diminuer à l'avenir. 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. En outre, l'incidence d'une remontée brutale des taux pourrait être dommageable selon la qualité individuelle des dispositifs de gestion du risque de taux.

Ainsi, les défis structurels des banques françaises subsistent et nécessitent une poursuite des efforts en cours sur l'adaptation des modèles d'activité. Ces efforts concernent notamment l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, l'exploitation des opportunités

offertes par la digitalisation des services bancaires et l'amélioration des dispositifs de protection contre les cyberattaques.

S'agissant des organismes d'assurance français, qui affichent également des fondamentaux solides, cet environnement inédit de taux très bas diminue leurs marges et rendements, les conduisant à repenser leur modèle traditionnel d'activité. Deux scénarios pèseraient sur la rentabilité des assurances : la prolongation d'un environnement de taux bas ou bien, à l'inverse, la sortie brutale de cet environnement. Dans le premier cas (taux durablement bas), la tendance baissière des rendements des actifs implique au moins deux types de risques : un risque de pertes financières pour les organismes qui garantissent un taux technique élevé, et un risque de dilution du rendement qui incite les assureurs à diversifier leurs investissements au profit d'actifs non amortissables, mais plus risqués ou volatils de type actions ou actifs immobiliers. Les tests menés dans le cadre EIOPA en 2016 montrent toutefois la bonne résilience des assureurs français et européens face à ce contexte de taux durablement bas. Dans le second scénario (hausse brutale et massive des taux), les organismes d'assurance seraient confrontés au risque de rachats massifs par les assurés. En outre, dans ce second scénario, l'arrivée d'un nouvel entrant qui offrirait aux assurés des taux supérieurs à ceux servis actuellement serait menaçante pour

les acteurs existants qui ne peuvent ajuster rapidement les taux offerts aux assurés et exacerberait les risques de rachats massifs : les organismes d'assurance devraient mobiliser leurs réserves pour absorber ce choc.

Au total, pour les banques comme pour le secteur de l'assurance, la prolongation d'un environnement de taux d'intérêt bas ou une sortie brutale de cet environnement constituent des risques auxquels il convient de se préparer.

4. Risque réglementaire pour les banques françaises : aléa persistant sur l'achèvement du dispositif de Bâle III et risque de fragmentation de la réglementation bancaire au niveau international.

La réforme de la réglementation prudentielle depuis la crise de 2007 a permis de renforcer la résilience du système bancaire européen. Depuis l'exercice d'évaluation du mois de décembre 2016, la révision du cadre réglementaire international et européen s'est poursuivie, à des rythmes toutefois différents selon les instances. En ce qui concerne les initiatives internationales, la finalisation des éléments restants du cadre de Bâle III n'a pas progressé et l'incertitude réglementaire subsiste, d'autant que les autorités américaines procèdent actuellement à la revue de certains pans de leur réglementation financière. Au niveau

Tableau 1

Synthèse des principaux risques pour le système financier français en juin 2017 : niveau et perspective	
Principaux risques pour le système financier français	Niveau et perspective Juin 2017
1. Risques de marché Risques de correction abrupte des primes de risque et de réallocation des portefeuilles dans un contexte de déconnexion inédite entre la très faible volatilité des marchés et le niveau d'incertitude politique globale.	
2. Risques liés à l'endettement du secteur non financier Dynamique d'endettement toujours en hausse pour les sociétés non financières et les ménages. Une hausse des taux plus forte qu'anticipé pourrait peser sur la dette des sociétés non financières. Vigilance accrue sur l'endettement immobilier des ménages et sur l'immobilier commercial.	
3. Risques liés à l'environnement de taux d'intérêt Le niveau des taux d'intérêt demeure historiquement bas mais une hausse brutale des taux longs pèserait sur les institutions financières.	
4. Risque réglementaire pour les banques françaises Aléa persistant sur l'achèvement du dispositif de Bâle III et risque de fragmentation de la réglementation bancaire au niveau international.	
Risque systémique Risque élevé Risque modéré	

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.

du Comité de Bâle également, la révision du cadre régissant les banques d'importance systémique est en cours de consultation. Au sein de l'Union européenne, la révision complète du cadre CRR/CRD, qui vise à compléter les réformes mises en œuvre dans l'Union à la suite de la crise financière, est également en cours et ne pose pas de risque particulier pour le secteur bancaire français.

Dans ce contexte encore incertain, les banques ont poursuivi le renforcement de leur situation financière, accéléré leur adaptation au nouveau cadre européen de gestion et de résolution de crise bancaire (BRRD) et se sont préparées à la mise en place de la nouvelle norme comptable IFRS 9.

Les conditions macroéconomiques se sont améliorées depuis l'exercice de décembre 2016, avec un renforcement concomitant de la croissance dans les pays avancés et émergents. Les perspectives de croissance de l'économie mondiale ont été revues à la hausse par les institutions internationales, pour se situer entre 3,3 % et 3,5 % en 2017 (après 3,1 % en 2016) et entre 3,5 % et 3,6 % en 2018. Le raffermissement de la croissance devrait entraîner une accélération des prix à la consommation, du fait également du renchérissement du pétrole et des matières premières), éventuellement renforcée par la relance budgétaire américaine annoncée par l'administration Trump.

Selon les projections de juin réalisées dans le cadre de l'exercice large coordonné par l'Eurosystème (le *Broad Macroeconomic Projections Exercise*), la croissance annuelle moyenne du produit intérieur brut (PIB) français atteindrait 1,4 % en 2017 (après 1,1 % en 2016), puis 1,6 % en 2018 et 2019, un rythme supérieur à la croissance potentielle, de sorte que l'écart de production se réduirait. Le rythme de progression de l'activité en France resterait toutefois encore inférieur à celui de la zone euro. La demande intérieure serait plus contenue mais les exportations rebondiraient dans le sillage de la demande mondiale. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaire) se stabiliserait à 0,6 % en 2017, pour se redresser à 1,2 % en 2018 et 1,4 % en 2019. Cette projection ne prend pas en compte les orientations de politique économique et les réformes postérieures aux élections françaises, ainsi que l'évolution des anticipations des agents économiques, qui pourront avoir un impact sur la composition comme le niveau de l'activité et de l'inflation.

À court terme, les points de vigilance macroéconomiques identifiés dans le cadre de cet exercice portent principalement sur les perspectives de politique économique aux États-Unis, avec une incertitude élevée sur la nature, l'ampleur et le calendrier des mesures envisagées par la nouvelle administration et sur la possibilité de les faire adopter par le Congrès ainsi que de les mettre en œuvre. Une hausse des tarifs douaniers des États-Unis et les mesures de rétorsion de leurs partenaires auraient un effet dépressif sur le commerce mondial et l'activité.

En Europe, les effets économiques du Brexit apparaissent encore limités, mais les risques sur la croissance britannique restent majeurs à moyen terme. La position extérieure de la plupart des pays émergents s'est améliorée, renforçant leur résilience à un probable resserrement des conditions de financement face à la remontée des taux d'intérêt américains.

En France, même si la situation économique s'améliore, la France est toujours en procédure de déficit excessif et les efforts structurels annoncés restent inférieurs à la cible du pacte de stabilité et de croissance (PSC)³, les marges de manœuvre budgétaires sont donc extrêmement limitées.

Le principal risque pour l'économie française et pour la stabilité du système financier français est celui d'une remontée excessive des taux d'intérêt dans la zone euro traduisant un choc de confiance en lien avec la situation budgétaire et financière dégradée de certains pays.

³ Le pacte de stabilité et de croissance (PSC) de l'Union européenne (UE) est un ensemble de règles qui régissent la coordination des politiques fiscales des pays de l'UE. Il vise à assurer des finances publiques saines et se compose de deux volets. Le volet préventif garantit que la politique fiscale des pays de l'UE est menée de façon durable. Le volet correctif définit les mesures qui doivent être prises par les pays en cas de dette publique ou de déficit public considéré comme excessif. La procédure de déficit excessif est prévue par l'article 126 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Elle sous-tend le volet correctif du pacte de stabilité et de croissance de l'UE.

1. IMPACT DES ÉLECTIONS PRÉSIDENTIELLES AMÉRICAINES ET DU BREXIT

a. Nouvelle administration américaine : quels effets attendre ?

Les annonces en matière de relance économique ont été nombreuses au cours des derniers mois aux États-Unis : investissements en infrastructures, baisse de l'impôt sur le revenu, remplacement du système actuel d'imposition sur les sociétés par une « *Destination-Based Cash Flow Tax* » (DBCFT) ou plus récemment baisse du taux d'impôt sur les sociétés de 35 % à 15 %. La pertinence du calendrier d'une relance budgétaire (selon les estimations, celle-ci pourrait atteindre entre 0,5 % et 2 % du PIB par an en 2018 et 2019) peut être soulevée alors que la croissance américaine serait proche de son potentiel de croissance⁴. Cette mesure comporte plusieurs volets, dont le plus controversé est celui de la « *Destination Based* » ou « *Border Adjustment Tax* » (BAT), même si cette dernière réforme a peu de chances d'être mise en place rapidement. Cette réforme vise à corriger certaines anomalies du système fiscal américain, liées notamment à une taxation fondée sur les profits mondiaux des entreprises américaines : les multinationales américaines sont en effet imposées aux États-Unis sur leurs profits étrangers (déduction faite des charges d'impôts dans le pays d'implantation) au moment où ils sont rapatriés⁵. Du point de vue américain, une BAT permettrait d'éliminer les incitations à l'évitement fiscal des multinationales américaines (par la manipulation des prix de transfert et la localisation des activités de production à l'étranger pour des raisons fiscales), au détriment des pays étrangers qui verraient leur assiette fiscale se réduire.

Il est important de souligner que, pour les initiateurs de cette réforme, la BAT n'aurait pas d'impact en théorie sur les balances commerciales, du fait d'une appréciation compensatrice du dollar suite à son entrée en vigueur. Cependant, cet ajustement pourrait n'être qu'imparfait : (i) dans la mesure où le dollar, en tant que monnaie de réserve, est affecté par d'autres phénomènes que l'état de la balance commerciale des États-Unis (ii) que cette réforme pourrait modifier les comportements d'épargne et d'investissement dans d'autres pays et, enfin, (iii) que le dollar est aujourd'hui à un niveau relativement élevé par rapport à ses fondamentaux. Par ailleurs, il importe de rappeler que nombres d'observateurs considèrent la BAT comme incompatible avec les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Selon nos estimations, la mise en place d'un stimulus budgétaire pourrait être profitable aux États-Unis, même si le gain serait limité à ce stade du cycle, avec un écart de PIB proche de zéro, et les risques inflationnistes significatifs. Les répercussions pourraient être ambiguës chez leurs principaux partenaires, notamment en cas de la mise en place de la DBCFT qui aurait un impact négatif sur le commerce.

En ce qui concerne la baisse de l'impôt sur les sociétés, les effets sur la croissance américaine resteraient modérés du fait de faibles multiplicateurs⁶. L'incertitude quant aux mesures effectives qui entreront en vigueur demeure importante étant donné les dissensions internes au sein de la majorité républicaine.

b. Les incertitudes relatives au Brexit perdurent, même si l'effet du référendum à court terme a été limité

Le 29 mars 2017, la Première ministre britannique, Theresa May, a officiellement invoqué l'article 50 du traité sur l'Union européenne, activant ainsi la procédure de

⁴ Même si certaines mesures d'écart, ou slack sont toujours présentes, y compris sur le marché du travail.

⁵ À l'inverse, la majorité des pays riches appliquent un système territorial d'imposition sur les sociétés dans lequel seuls les revenus générés sur le territoire national sont soumis à l'impôt.

⁶ https://www.cbo.gov/sites/default/files/114th-congress-2015-2016/workingpaper/49925-FiscalMultiplier_1.pdf

sortie du Royaume-Uni (RU), neuf mois après le vote en faveur du Brexit. Les effets de l'issue du référendum, tant sur l'économie britannique que sur celle de ses principaux partenaires, semblent encore aujourd'hui limités ; l'ajustement a transité principalement à ce stade par la forte dépréciation de la livre sterling, ce qui a permis de maintenir à court terme la compétitivité de l'économie. Cependant, les principales difficultés restent encore probablement à venir. En effet, le point d'arrivée des négociations est encore très incertain, de même que leur durée : une période de transition, qui sera très vraisemblablement elle aussi l'objet d'intenses discussions semble être désormais envisagée, sans que son contenu et sa durée effective ne puissent aujourd'hui être précisés.

Ainsi, l'incertitude tend à s'accroître, renforcée par les résultats des élections législatives du 8 juin conduisant à un parlement sans majorité. Or la littérature économique semble démontrer que celle-ci affecte l'économie avec retard et, en fonction de la nature du choc, peut avoir des effets persistants, notamment en cas d'interaction avec un choc financier négatif :

- **À très court terme, un impact quasi-immédiat s'est très certainement matérialisé, d'une part, sur les marchés financiers**, avec effets de débordement sur les marchés action des grands partenaires du RU⁷ et, d'autre part, par la dépréciation de la livre. Les effets de la baisse de la livre semblent aujourd'hui se matérialiser en termes d'inflation, dans un contexte de ralentissement de la croissance des salaires et d'un faible niveau du taux d'épargne, laissant présager des ajustements baissiers sur la consommation à court terme.
- **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 soient effectivement mis en place.
- Enfin, **à long terme, la baisse des flux de capitaux, des flux commerciaux et celles des flux de personnes** entre le Royaume-Uni et l'Union européenne (UE), voire le reste du monde, pourraient entraver la croissance potentielle.

2. RISQUES RELATIFS AUX PAYS ÉMERGENTS

a. La situation économique montre des signes de stabilisation

La croissance économique s'est stabilisée en 2016 dans l'ensemble des économies émergentes, à 4,1 % selon le Fonds monétaire international (FMI) et après cinq années consécutives de ralentissement. Malgré la baisse de la croissance potentielle à laquelle sont confrontés de nombreux pays émergents, une reprise cyclique semble s'amorcer depuis le début de l'année 2017, dans un contexte de rebond des prix des matières premières. Si les pays émergents demeurent, dans leur ensemble, une source majeure de croissance pour l'économie mondiale, une grande hétérogénéité caractérise néanmoins leurs situations et trajectoires. L'activité demeure vigoureuse en Chine (6,9 % au premier trimestre 2017 en glissement annuel), reflétant largement les mesures de stimulus essentiellement budgétaires. L'Inde demeure l'économie du G20 la plus dynamique malgré les effets temporaires négatifs attendus de la démonétisation mise en place fin 2016 (croissance du PIB de 7 % en glissement annuel au dernier trimestre 2016 après 7,4 % au troisième trimestre). La Russie confirme des signes de stabilisation amorcés au deuxième semestre 2016 (+0,3 % au quatrième trimestre 2016 après -0,4 % au troisième trimestre), en lien avec la reprise des prix du pétrole et la stabilisation de

⁷ « The impact of Brexit-related shocks on global asset prices », Marek Raczek, Mo Wazzi and Wen Yan, in *Bank Underground* <https://bankunderground.co.uk/2017/04/19/the-impact-of-brexit-related-shocks-on-global-asset-prices/>

l'inflation. En revanche, la récession est marquée au Brésil en 2016 (-3,6 % en moyenne annuelle après -3,8 % en 2015), dans un contexte de dégradation de la confiance des agents économiques. La situation économique demeure également fragilisée en Afrique du Sud et dans certains pays à faible revenu. Enfin, l'écart de croissance entre économies émergentes et avancées semble s'être stabilisé, après avoir diminué en 2010-2015.

Après les turbulences financières survenues en novembre 2016, suite aux élections américaines, **les conditions financières de la plupart des économies émergentes se sont stabilisées début 2017**, avec une contraction des *spreads* de crédit, une hausse des indices boursiers et une stabilité, voire une appréciation des changes (à l'exception de la livre turque, du ringgit malaisien et de la roupie indonésienne). La croissance du crédit a ralenti en 2016, notamment au Brésil, en Inde et en Russie mais elle a accéléré en Chine. Cette dernière reste ainsi vulnérable du fait de la croissance des interconnexions entre les banques et le secteur non bancaire et de la montée en puissance de ce dernier.

Après un point bas en 2015, **les flux de capitaux nets vers les pays émergents se sont quelque peu redressés en 2016**, en restant toutefois en territoire négatif : -177 milliards de dollars en cumulé pendant les trois premiers trimestres de 2016, contre -490 milliards sur l'ensemble de l'année 2015. Cette évolution récente s'explique par les sorties de capitaux en Chine et en Russie (-304 milliards de dollars pour les trois premiers trimestres de 2016), alors que le reste des économies émergentes enregistrent toujours des entrées nettes (+127 milliards de dollars hors Chine et Russie pour les trois premiers trimestres de 2016). Concernant le dernier trimestre 2016, les élections américaines ont été suivies par une forte chute des investissements vers les fonds spécialisés émergents, avant un rebond début 2017.

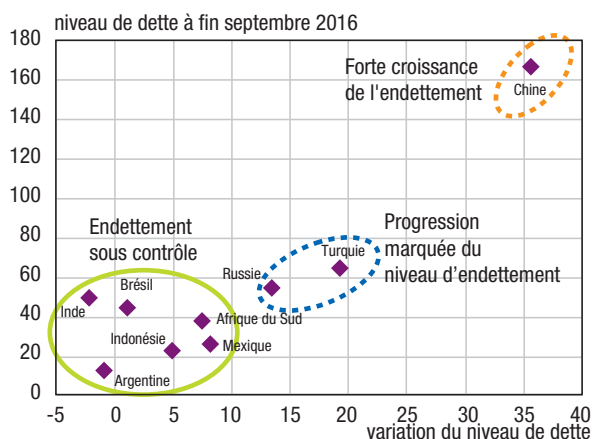
b. Cependant, dans un contexte de forte incertitude sur la politique économique américaine, des risques persistent

Un stimulus budgétaire plus marqué soutenant l'activité aux États-Unis ou en Chine, une reprise plus vigoureuse des prix des matières premières amélioreraient les perspectives de croissance des pays émergents. Mais les risques pesant sur les économies émergentes demeurent significatifs : (i) regain du protectionnisme ; (ii) resserrement plus brutal qu'attendu des conditions de financement et hausse des primes de risque, dans un contexte de fragilité des bilans des entreprises dans certains pays, de remontée des taux d'intérêt américains et d'appréciation du dollar ; (iii) risques politiques et géopolitiques ; (iv) ralentissement plus marqué de l'économie chinoise.

Ainsi, même si les fondamentaux macroéconomiques s'améliorent, des signes de fragilités persistent et plusieurs grands pays émergents voient notamment progresser les niveaux de dette des entreprises non financières (Graphique 2), spécialement en Chine, mais également en Turquie et en Russie, les rendant sensibles aux évolutions des conditions de crédit. Plus particulièrement en Chine, l'accroissement de l'endettement est essentiellement soutenu par le secteur financier parallèle peu surveillé (« *shadow banking* », 80 % du PIB) qui soutient la croissance économique mais aussi la création de bulles (immobilière, obligataire, bitcoin...). Il convient donc de surveiller ces sources de vulnérabilités qui peuvent avoir des conséquences pour la stabilité financière mondiale, en particulier en Chine où les autorités sont confrontées au dilemme entre le maintien de la

Graphique 2

Niveau (% du PIB) et évolution depuis fin 2012 (points de %) de la dette des entreprises non financières



Source : BRF, à fin septembre 2016.

croissance soutenue par le crédit et la stabilité financière. L'encadré 1 détaille par ailleurs les vulnérabilités extérieures auxquelles sont exposés les pays émergents.

Encadré 1

Vulnérabilité extérieure des pays émergents : optimisme et prudence

Les différents indicateurs de vulnérabilité extérieure des pays émergents appellent à la prudence.

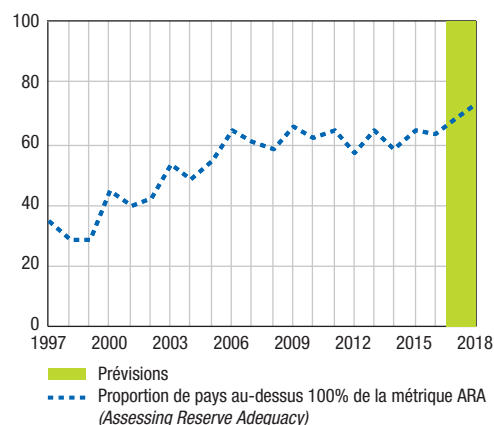
D'un côté, **la proportion de pays enregistrant un niveau adéquat de réserves a largement augmenté depuis la fin des années 1990** (Graphique A), soit des niveaux supérieurs à 100 % de la métrique Assessing Reserve Adequacy (ARA) calculée par le FMI.¹ De plus, **l'accès aux marchés internationaux s'est également amélioré** avec une part plus importante de dette extérieure libellée en monnaie domestique et une part plus faible de dette ayant une maturité restante inférieure à un an (Graphique B).² La part de dette libellée en monnaies domestiques stagne depuis 2008 et semble avoir amorcé une baisse depuis 2015.³

Toutefois, les soldes primaires et courants médians sont aujourd'hui déficitaires et s'établissent donc à des niveaux plus inquiétants que ceux enregistrés

Graphique A

Niveau « adéquat » des réserves internationales de change

(en %)

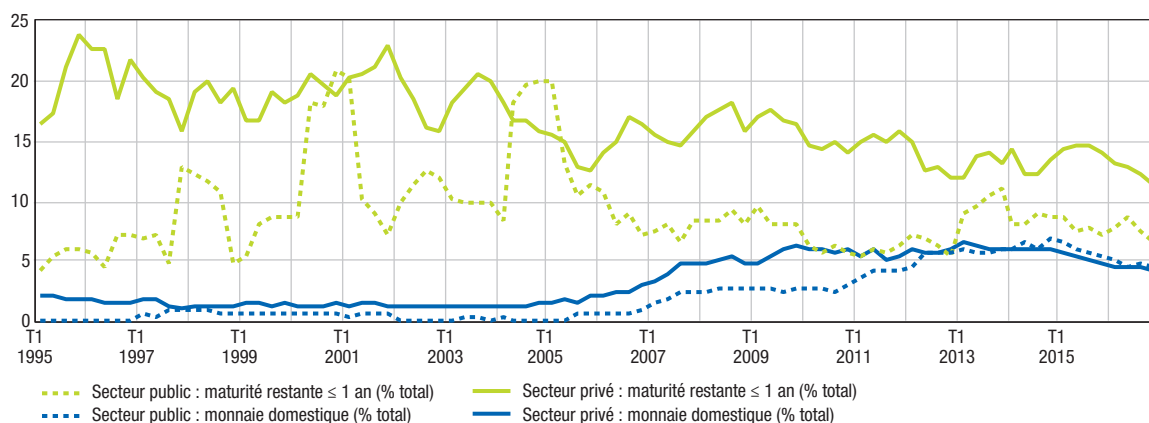


Sources : Fonds monétaire international, calculs Banque de France.

Graphique B

Profil de la dette émise sur les marchés internationaux (moyenne pondérée)

(en %)



Sources : BRI, calculs Banque de France.

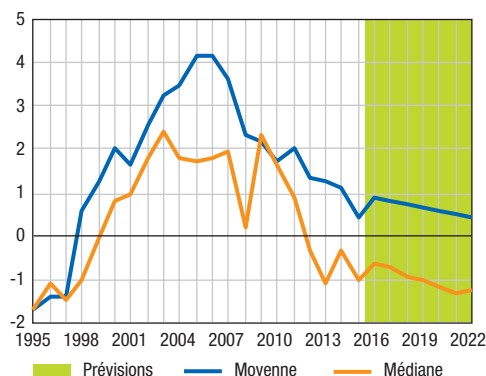
- 1 Le graphique A regroupe l'ensemble des pays pour lesquels les données sont disponibles pour les calculs de la métrique ARA (entre 20 pays en 1997 et 51 en 2016). La métrique ARA calculée par le FMI permet d'apprécier le niveau des réserves d'un pays en fonction de différents indicateurs : exportations, masse monétaire (M2), dette extérieure de court terme et autres passifs extérieurs. Les réserves de change sont divisées par une somme pondérée de ces indicateurs dont les poids dépendent du régime de change. La métrique est ici ajustée des contrôles de capitaux lorsque ceci s'avère pertinent (ce qui diminue le poids de la masse monétaire). Pour plus de détails, voir <http://www.imf.org/external/np/spr/ara/>
- 2 Pour les graphiques B à D, 20 pays sont considérés : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chine, Corée du Sud, Égypte, Inde, Indonésie, Iran, Russie, Malaisie, Mexique, Nigéria, Pakistan, Philippines, Pologne, Taiwan, Thaïlande, Turquie. Il s'agit des 20 plus grands pays émergents d'après leur niveau de PIB en parité de pouvoir d'achat calculé par le FMI. Il est à noter que certains pays ne sont aujourd'hui plus considérés comme des pays émergents par certains classements internationaux.
- 3 Le développement des marchés obligataires en devise locale est néanmoins favorable pour les économies émergentes, comme alternative aux financements libellés en devise étrangère et notamment pour le financement d'investissements.

durant les périodes d'excédents lors des années 2000. Le FMI prévoit même un creusement du déficit médian pour l'échantillon considéré ici (Graphique C). **Le déficit primaire limiterait fortement quant à lui les marges de manœuvre budgétaires des pays émergents en cas de choc négatif les affectant** (Graphique D).

Graphique C

Soldes des balances courantes

(% du PIB)

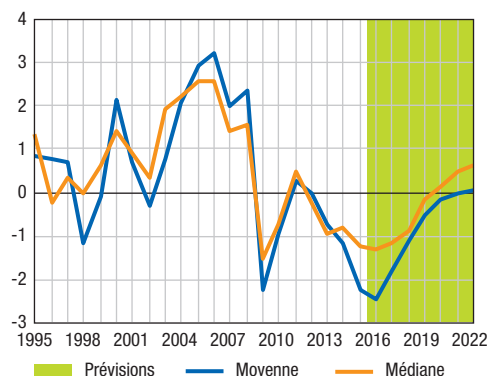


Sources : Fonds monétaire international, calculs Banque de France.

Graphique D

Soldes des balances primaires

(% du PIB)



Sources : Fonds monétaire international, calculs Banque de France.

La poursuite de l'appréciation du dollar représente l'un des risques majeurs pour les économies émergentes, avec des effets négatifs possibles sur le resserrement des conditions financières (environ 95 % de la dette extérieure est libellée en dollars), une hausse des primes de risques et des impacts négatifs sur les flux de capitaux. Les conditions financières domestiques des pays émergents dépendent de fait sensiblement des évolutions des conditions financières globales, dans un contexte où les politiques monétaires menées ces dernières années dans les pays avancés ont généré beaucoup de volatilité des flux de capitaux. Dans ce contexte, l'existence de filets de sécurité qui contribuent à préserver les pays émergents de graves crises économiques ou financières est essentielle.

Pour autant, **les banques françaises apparaissent faiblement exposées aux risques émanant des pays émergents**, leurs expositions correspondantes ne représentant qu'une part très limitée de leurs expositions internationales.

3. RISQUES RÉSULTANT DES CONDITIONS MACROÉCONOMIQUES EN EUROPE

Le scénario central reflète l'amélioration des conditions macroéconomiques en Europe et en France, dans un contexte de cycle financier orienté à la hausse.

- **La croissance a été inférieure aux attentes en 2016 mais augmenterait progressivement en 2017**

La croissance du PIB français s'est légèrement tassée en 2016, à 1,1 % (Tableau 2 et Graphique 3), car les facteurs favorables à la demande interne ont été en partie neutralisés par la contribution fortement négative du commerce extérieur. La croissance du PIB en moyenne annuelle augmenterait graduellement à au moins 1,4 % en 2017, puis 1,6 % en 2018 et 2019, un rythme supérieur à celui de la croissance potentielle, de sorte que

Tableau 2

Synthèse des projections pour la France
(taux de croissance annuel en pourcentage*)

	2016 (30/05) cjo	2016 (28/04) cjo	2017	2018	2019
IPCH	0,3	0,3	1,2	1,2	1,4
IPCH hors énergie et alimentaire	0,6	0,6	0,6	1,2	1,4
Déflateur du PIB	0,4	0,8	0,9	1,1	1,3
PIB réel	1,1	1,1	1,4	1,6	1,6
Contributions (points de PIB)** :					
Demande intérieure hors stocks	2,0	1,9	1,6	1,5	1,5
Exportations nettes	-0,8	-0,7	-0,5	0,1	0,1
Variations de stocks	-0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,0
Consommation des ménages	2,1	1,8	1,3	1,5	1,5
Consommation publique	1,2	1,4	1,1	1,0	1,1
Investissement total	2,7	2,7	2,6	2,1	2,0
Investissement public	-0,2	-0,7	1,4	1,9	2,1
Investissement des ménages	2,4	2,1	3,2	1,2	0,4
Investissements des entreprises (SNF-SF-EI)	3,6	3,8	2,6	2,5	2,6
Exportations	1,9	1,2	3,3	5,1	4,2
Importations	4,2	3,5	4,8	4,3	3,8
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,8	1,9	1,1	1,6	1,7
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,1	10,1	9,7	9,6	9,3

* Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

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

Sources : INSEE pour 2016 et le premier trimestre 2017, publications des 28/04 et 30/05, projections Banque de France sur fond bleuté.

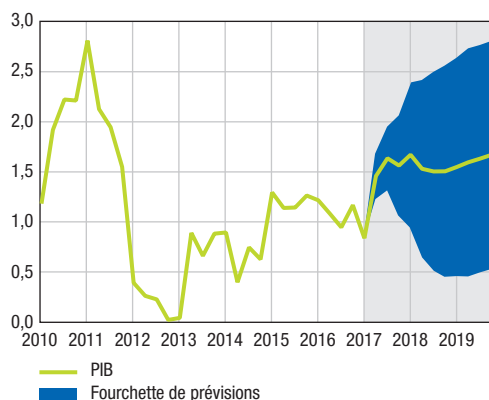
l'écart de production se réduirait. Le rythme de progression de l'activité en France resterait toutefois encore inférieur à celui de la zone euro⁸ (1,9 % en 2017, 1,8 % en 2018 et 1,7 % en 2019). Cette projection repose sur des hypothèses techniques et comptes trimestriels arrêtés le 16 mai 2017.

Cette projection ne prend pas en compte les orientations de politique économique et les réformes postérieures aux élections ni l'évolution des anticipations des agents économiques, qui pourront avoir un impact sur la composition comme le niveau de l'activité et de l'inflation. Le dynamisme du pouvoir d'achat des ménages, observé en 2016 dans le sillage de la baisse du prix du pétrole, s'atténuerait en prévision. La remontée de l'inflation énergétique ne serait que progressivement compensée par une reprise des revenus salariaux. La consommation des ménages ralentirait donc un peu, en particulier en 2017.

Graphique 3

Fourchette de projection de la croissance réelle du PIB

(glissement annuel, en %)

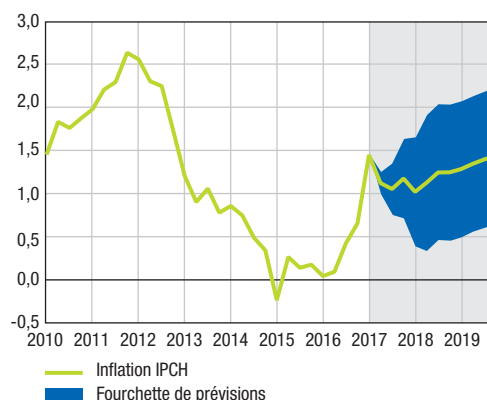


Sources : INSEE pour 2000-2017T1, projections Banque de France.

Graphique 4

Fourchette de projection de l'inflation IPCH

(glissement annuel, en %)



Sources : INSEE pour 2000-2017T1, projections Banque de France.

8 Voir le détail des prévisions dans : https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bpme_06_2017_fr.pdf

- **Si la reprise économique soutient l'investissement des entreprises, l'environnement de taux bas maintient des conditions facilitant l'endettement du secteur public et privé, dont il convient de mesurer les risques**

L'investissement des entreprises continuerait d'être soutenu par la progression de l'activité économique et le bas niveau des taux d'intérêt, malgré un taux d'endettement élevé (cf. section 4 *infra*). Son rythme de progression serait toutefois moindre qu'en 2016, où l'impact de la mesure de suramortissement fiscal, qui prendra fin en avril 2017, a été important. Malgré ce ralentissement, le taux d'investissement des entreprises dépasserait en 2018 le pic de 2008, après avoir déjà enregistré un net rétablissement depuis 2013. L'investissement des ménages continuerait de bénéficier de facteurs temporaires en 2017 (prêt à taux zéro, dispositif Pinel, taux de crédit peu élevés), ce qui explique la dynamique de l'endettement évoquée en section 5. Après la faiblesse des années passées, **l'inflation mesurée avec l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), se redresserait** : après 0,3 % en 2016 (Tableau 2 et Graphique 4), elle augmenterait en moyenne annuelle à 1,2 % en 2017, tirée à la hausse par sa composante énergétique. Stable en 2018, l'inflation remonterait de nouveau en 2019, tirée par les autres composantes (inflation hors produits alimentaires et énergie liée à l'accélération progressive des salaires nominaux). **L'amélioration des finances publiques doit être poursuivie**, dans un contexte de remontée des taux longs observée dans le sillage de la normalisation monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) et des anticipations de remontée de l'inflation et de la croissance en Europe. En effet, après - 3,4 % du PIB en 2016, le solde public risquerait de rester légèrement au-dessus du seuil de - 3,0 %, à - 3,1 % en 2017. Le ratio de dépenses publiques (hors crédits d'impôt) en pourcentage du PIB diminuerait de 0,2 point de pourcentage (pp) : après une progression des dépenses publiques moins bien contenue en 2016 qu'en 2014 et 2015, la modération se poursuivrait en 2017 selon la loi de finances initiale (LFI), mais largement du fait d'une charge de la dette en baisse. L'ajustement structurel primaire – hors charge de la dette –, calculé avec la méthodologie de la Commission européenne, serait nul.

4. RISQUES LIÉS À L'ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

a. **L'endettement des sociétés non financières françaises continue sa progression mais le levier moyen reste globalement maîtrisé**

L'endettement consolidé des sociétés non financières (SNF) comprend deux éléments principaux⁹ : (i) les titres de créance et (ii) les crédits auprès des institutions financières. **En 2016, la croissance de l'endettement des sociétés non financières françaises intégrant ces deux composantes se poursuit à un rythme soutenu (+ 6 %) et continue d'être plus dynamique que dans le reste de la zone euro.** La hausse du ratio d'endettement des SNF depuis fin 2007 en France contraste en effet avec la stabilité ou la baisse observées dans les autres grands pays de la zone euro engagés dans des processus de désendettement (*deleveraging*). En niveau, fin 2016, le ratio d'endettement sur PIB des SNF françaises (net des opérations intragroupes) s'établit à 71,3 %¹⁰. Il est supérieur à la moyenne de la zone euro (63,5 %), inférieur à celui de l'Espagne, proche de celui de l'Italie et nettement plus élevé que celui de l'Allemagne (Graphique 5).

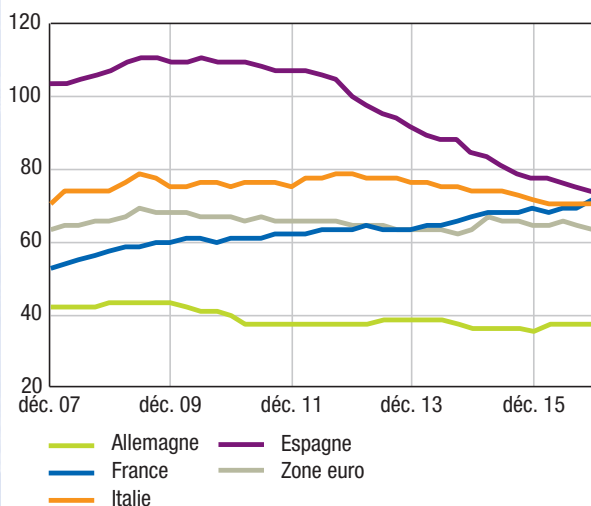
⁹ La troisième composante de la dette, les « autres crédits », comprend essentiellement des prêts intragroupes entrant uniquement en compte dans la dette non consolidée. Les crédits commerciaux ne sont pas intégrés pour deux raisons. D'une part, leurs montants sont connus avec retard. D'autre part, ces opérations figurent généralement à la fois à l'actif et au passif d'un même secteur, leur inclusion conduirait à surestimer le taux d'endettement.

¹⁰ La Banque de France opère une consolidation complète dans sa publication Stat Info « Endettement des agents non financiers ». Celle-ci consiste essentiellement, pour les données françaises, à retirer les opérations intragroupes en France et au niveau mondial. Cette granularité n'est pas disponible pour les données des autres pays, la consolidation est donc approchée en soustrayant les encours des crédits à l'actif des SNF de ceux des emprunts au passif des SNF.

Graphique 5

Dettes consolidées des SNF rapportées au PIB (valeur nominale)

(en %)



Source : Banque de France, données de comptabilité nationale.

L'augmentation de la dette des SNF françaises de près de 20 points de PIB depuis 2007 est principalement portée par les grandes entreprises, lesquelles continuent de privilégier les financements de marché. En effet, si la croissance des crédits bancaires est restée soutenue sur la période (+ 4,5 % en 2016), cette hausse est nettement plus modérée que celle des titres de créance (+ 7,3 % en 2015 et 2016). Au total, l'encours des titres de créance émis par les SNF représente 37,5 % de leur endettement total. Cette part est en outre nettement plus élevée pour les très grands groupes (60 % pour le seul financement obligataire ; voir Encadré 2 sur la Dynamique d'endettement des grands groupes industriels et commerciaux français), illustrant une forte hétérogénéité dans l'accès aux financements de marché en fonction de la taille des entreprises.

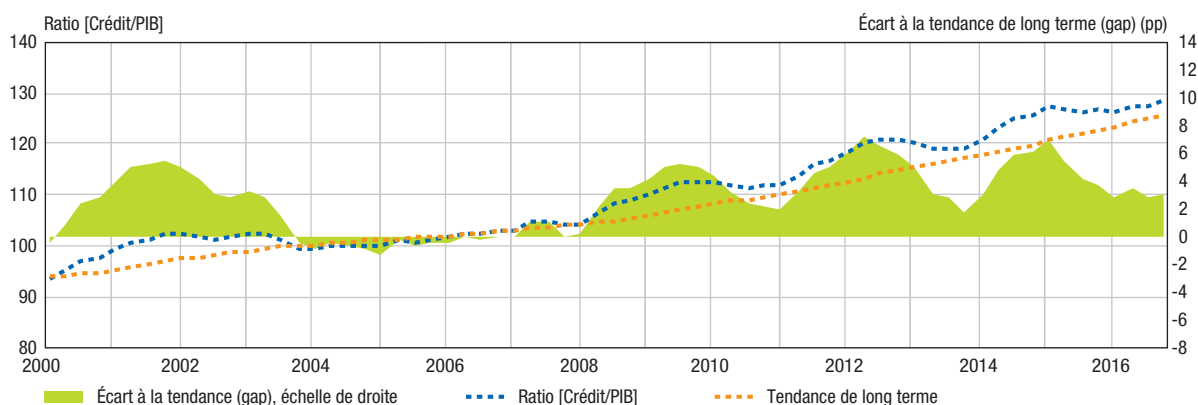
La croissance soutenue du taux d'endettement des SNF maintient l'écart du ratio endettement des SNF sur PIB¹¹ à sa tendance de long terme à un niveau globalement stable en 2016, autour de 3 points de

pourcentage (Graphique 6)¹². Cet écart a diminué depuis 2015, mais son niveau élevé indique toujours une forte croissance du stock de dette par rapport à celle du PIB.

Graphique 6

Ratio crédit sur PIB, tendance et écart pour les entreprises non financières

(en %)



Source : Banque de France, données de comptabilité nationale.

Note : le périmètre de dette utilisé est constitué des titres de créance (en valeur de marché), des crédits bancaires et des autres crédits.

Pour autant, la stabilité globale du ratio de dette sur fonds propres (*i.e.* ratio de levier) indique que les entreprises françaises maîtrisent globalement leur endettement. **L'augmentation du niveau de dette depuis 2007 n'a pas provoqué celle du ratio de levier du fait d'une progression comparable des fonds propres** (Graphique 7). Cependant, alors que le ratio de levier continue de baisser pour les PME depuis 2011,

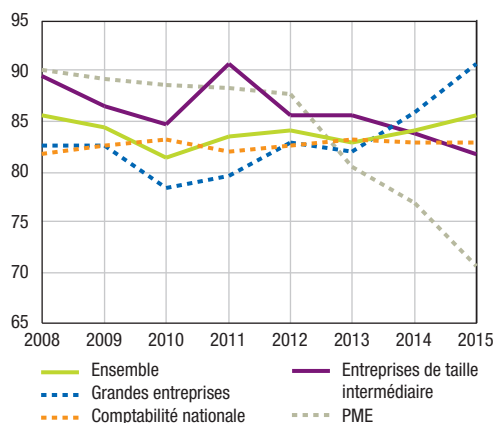
¹¹ Ratio calculé sans effectuer de consolidation mondiale des dettes : le périmètre de dette utilisé est constitué des titres de créance (en valeur de marché), des crédits bancaires et des autres crédits.

¹² Le « credit-to-GDP gap » du secteur des SNF se calcule comme l'écart, en points de pourcentage, du ratio endettement/PIB à sa tendance de long terme. La tendance du ratio est extraite par un filtre Hodrick, Prescott de paramètre $\lambda = 400\,000$, ce qui correspond à un cycle d'environ trente ans. Le filtre statistique et la calibration du paramètre λ sont proposés par le Comité de Bâle et repris par l'ESRB dans ses lignes directrices. Le filtre est calculé en « temps réel », c'est-à-dire qu'à chaque date, la valeur de la tendance extraite (et donc aussi celle de l'écart) est estimée en utilisant uniquement les données antérieures. La tendance de long terme est estimée sur la période 1970-2016.

Graphique 7

Dettes brute rapportée aux fonds propres

(en %)

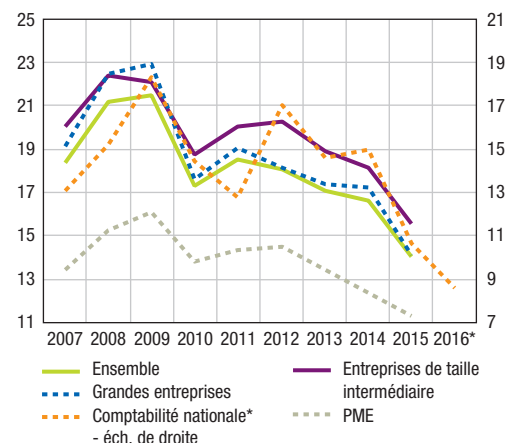


Sources : Banque de France, données d'entreprises (unités légales).
Note : Pour les données de comptabilité nationale : l'actif et le passif financiers sont valorisés en valeur de marché ; les fonds propres sont obtenus par solde : actif - passif financier + actions.

Graphique 8

Charge financière rapportée à l'excédent brut global

(en %)



Sources : Banque de France ; INSEE.
* Solde des intérêts versés moins reçus avant allocation des SIFIM¹, rapporté à l'excédent brut d'exploitation.
¹ Les SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurée) représentent la part des services rendus par les intermédiaires financiers qui n'est pas facturée à la clientèle. Une fraction de la charge d'intérêts par les entreprises sur leurs emprunts bancaires est en comptabilité nationale considérée comme de la consommation intermédiaire et non comme un intérêt versé.

sous le double effet d'une tendance au désendettement et d'une consolidation des capitaux propres, il a progressé de 7 points de pourcentage pour les grandes entreprises entre 2013 et 2015, pour s'établir à 90 % fin 2015¹³. Dans le même temps, le coût de l'endettement s'est allégé de manière sensible depuis 2012, dans le sillage de la baisse des taux d'intérêt pour l'ensemble des entreprises (Graphique 8).

Encadré 2

Dynamique d'endettement des grands groupes industriels et commerciaux français

L'analyse des données individuelles issues des bilans consolidés des 80 plus grands groupes industriels et commerciaux français cotés¹ fournit un éclairage complémentaire à la vision de l'endettement qui ressort de l'analyse des comptes sociaux (unités légales) des SNF (Graphique A). Elle présente l'avantage d'éviter l'écueil des doubles comptes liés à la dette intragroupe et qui peuvent distordre les ratios de levier, et de mieux apprécier la solvabilité globale du groupe au-delà des spécificités liées à l'organisation interne de leur structure de financement. En revanche, les données consolidées reflètent la situation globale de ces groupes, souvent fortement internationalisés, et pas seulement celle de leur activité française. Les grands groupes cotés présentent enfin des caractéristiques très différentes de celles des autres grandes entreprises et *a fortiori* des entreprises de taille inférieure, en particulier du point de vue des ressources financières mobilisables. Néanmoins leur étude présente un intérêt majeur dans la mesure où leur poids dans l'économie française influe directement sur le taux d'endettement moyen des SNF et où le risque de concentration des engagements bancaires envers ces contreparties constitue un enjeu de stabilité financière.

1 L'étude porte sur les groupes non financiers cotés sur la place de Paris, ayant publié des comptes annuels au 31 décembre 2016, et appartenant au compartiment A d'Euronext (capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros). Il faut, en outre, que ces entreprises respectent ces critères depuis au moins deux exercices.

¹³ Ratio de levier agrégé calculé à partir des comptes sociaux des unités légales résidant en France, ventilé par taille d'entreprise au sens de la loi LME. L'endettement est non retraité des doubles comptes et ne prend donc pas en compte les effets des relations intragroupes. Il est ici entendu en termes bruts i.e. sans déduction de la trésorerie détenue à l'actif. Cette mesure du levier n'est donc pas directement comparable avec celle employée dans l'encadré sur la situation des grands groupes français.

Le taux moyen d'endettement net² des grands groupes cotés français remonte en 2016 (+ 4 points par rapport à 2015, à 54 %), sous l'effet de la progression des dettes financières brutes (en hausse de 9,2 %). Cet accroissement de la dette nette est en particulier tiré par les groupes aux ratios de levier déjà élevés (dernier quartile). Les principaux groupes français profitent de conditions de marché toujours plus favorables pour emprunter et restructurer leurs dettes avec un appétit marqué pour le marché obligataire qui demeure la source de financement privilégiée et représente désormais près de 60 % de la dette financière des grands groupes, un niveau historiquement élevé. **L'accroissement de leur endettement financier reste cependant maîtrisé** car il s'accompagne d'une hausse de la trésorerie et des capitaux propres (respectivement +3,6 % et +4,4 %). **Il ne remet globalement pas en cause une structure financière équilibrée (le ratio médian de dettes nettes sur capitaux propres reste stable sur la période, légèrement supérieur à 30 %), avec un point de vigilance pour les entreprises présentant les ratios les plus élevés (dernier quartile)**. Ces quelque 20 groupes représentent plus de la moitié de la dette financière totale des grands groupes cotés de la sélection. Cependant, il est difficile de conclure que leur niveau de levier élevé (150 % en moyenne pour ce dernier quartile) représente un risque de stabilité financière sans conduire au préalable une analyse plus détaillée de leurs bilans, notamment en prenant en compte des spécificités éventuelles en termes de structure financière liées à leur secteur d'activité, leur *business model*, la participation de l'État à leur capital etc.

Deux points de vigilance viennent toutefois nuancer ce tableau. En premier lieu, la forte croissance des investissements financiers – avec un flux lié aux acquisitions d'immobilisations financières en progression de 30 % par rapport à 2015³ – **et, en second lieu, les écarts d'acquisition⁴** qui restent à un niveau stable mais relativement élevé et représentent plus de la moitié des capitaux propres du groupe (53 %). Ce volume d'écart d'acquisition pourrait constituer une source de fragilité en cas de retournement de la conjoncture. En effet, comme le prévoient les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*), les entreprises seraient tenues de matérialiser dans leurs bilans la baisse de valeur de leurs actifs, ce qui aurait mécaniquement un impact négatif sur leurs résultats et *in fine* sur les capitaux propres.

2 Les dettes financières nettes sont calculées selon la formule suivante : dettes financières brutes - trésorerie active à la clôture de l'exercice.

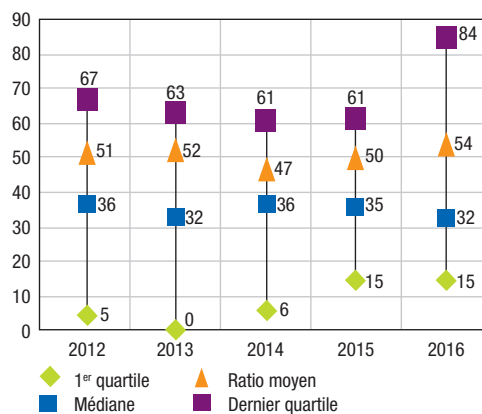
3 Chiffre à relativiser car la moitié de cette hausse reflète une opération de croissance externe dans le secteur industrie manufacturière et construction.

4 L'écart d'acquisition matérialise la différence entre la valeur patrimoniale d'une immobilisation financière et l'espérance de profit futur calculée en actualisant les flux prévisionnels générés par cet actif. Ainsi, les normes IFRS imposent aux entreprises de « tester » la valeur des écarts d'acquisition en fin d'exercice, en procédant à une actualisation des prévisions en fonction de l'évolution d'indicateurs dont une partie peuvent être extérieurs à l'entreprise.

Graphique A

Dettes financières nettes¹ sur capitaux propres des grands groupes cotés français² (distribution et ratio moyen)

(en %)



Sources : Rapports financiers des 80 principaux groupes au 31 décembre 2016. Calculs Banque de France, mai 2017.

1 Les dettes financières nettes sont calculées selon la formule suivante : dettes financières brutes - trésorerie active à la clôture de l'exercice.

2 Les entreprises de l'étude dont les capitaux sont négatifs ont été retirées (3 entreprises sur l'échantillon des 80).

b. À quelles fins les entreprises s'endettent-elles ?

Au niveau macroéconomique, la dynamique d'endettement des SNF françaises s'explique principalement par un besoin de financement accru, tiré par le financement de l'investissement. L'épargne brute des SNF françaises (au sens de la comptabilité nationale)¹⁴ ne suffit pas à couvrir leurs investissements et leurs variations de stocks. Le taux d'investissement des SNF françaises, mesuré par le ratio de l'investissement sur la valeur ajoutée, continue de croître en 2016. Il est revenu au quatrième trimestre 2016 à

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

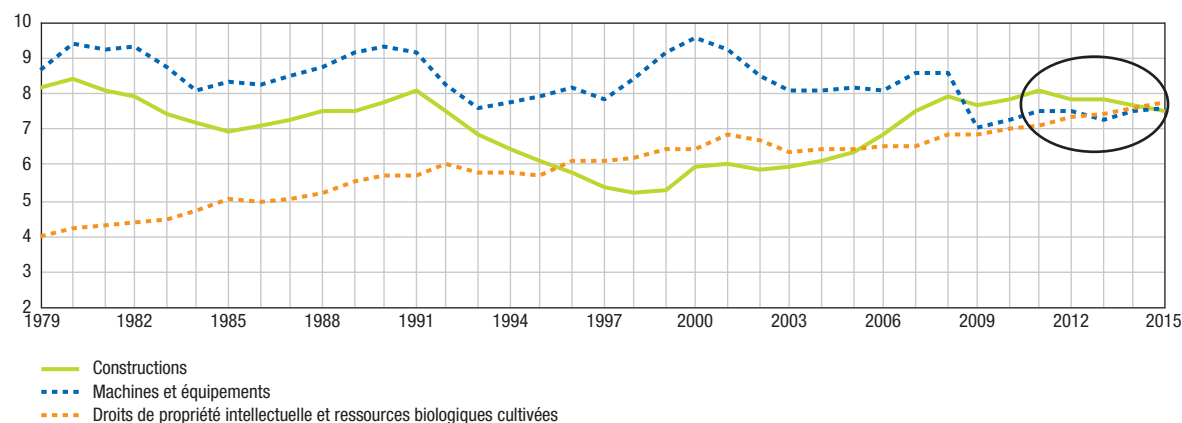
son pic d'avant-crise et s'établit, en termes nominaux, à 23,6 %, niveau qui constitue un point haut historique depuis trente ans. Le taux d'autofinancement, qui rapporte l'épargne des entreprises à leurs flux d'investissement et leurs variations de stocks, a décru depuis la fin des années 1990, où il avait atteint un pic à 100 % : le financement de l'investissement et des variations de stocks est aujourd'hui couvert par l'épargne des entreprises à hauteur de 80 %.

La dette ne sert pas uniquement à acquérir des actifs non financiers. Elle permet aussi de financer l'achat d'actifs financiers, en particulier sous forme d'investissements directs français à l'étranger (IDFE : prises de participation d'entreprises françaises dans des entreprises étrangères et opérations de trésorerie transfrontalière). En 2016, le besoin de financement se stabilise par rapport à l'année précédente, tandis que le besoin de financement lié à des opérations d'IDFE repart à la hausse fortement : en décembre 2016, sur un an, il s'établit à 32 milliards d'euros, son point haut depuis 2013.

Graphique 9

Taux d'investissement des sociétés non financières (SNF) par actif

(en % de la valeur ajoutée)



Source : INSEE.

La comptabilité nationale distingue par actif les investissements des entreprises non financières. Cette ventilation de l'investissement montre des évolutions plus contrastées que la simple observation du taux global d'investissement, qui avait fortement rebondi suite à la crise de 2009 (Graphique 9), et ne renvoie pas de signaux alarmants. **Le taux d'investissement en machines et équipements** avait décroché en 2009, il est reparti à la hausse et continue de progresser, même s'il **n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise**. L'investissement des entreprises en machines et équipements, entre 8 et 9 % de leur valeur ajoutée en 2007 et 2008, oscille désormais entre 7 et 8 %. L'investissement en construction, qui s'était maintenu durant la crise, décline depuis fin 2013 et n'est plus le moteur de la dynamique de l'investissement. **Les investissements en droits de la propriété intellectuelle n'ont en revanche cessé de croître** et leur progression n'a pas été interrompue par la crise. La mesure budgétaire de *suramortissement* a encouragé l'investissement en biens d'équipement des entreprises non financières qui a crû de 3,4 % en 2015 puis de 3,8 % en 2016¹⁵. Cependant, cette mesure ne semble pas expliquer à elle seule la dynamique récente de l'investissement des entreprises : ainsi, l'investissement en services marchands, non concernés par la mesure, a crû également, de 4,4 % en 2015 et 4,6 % en 2016.

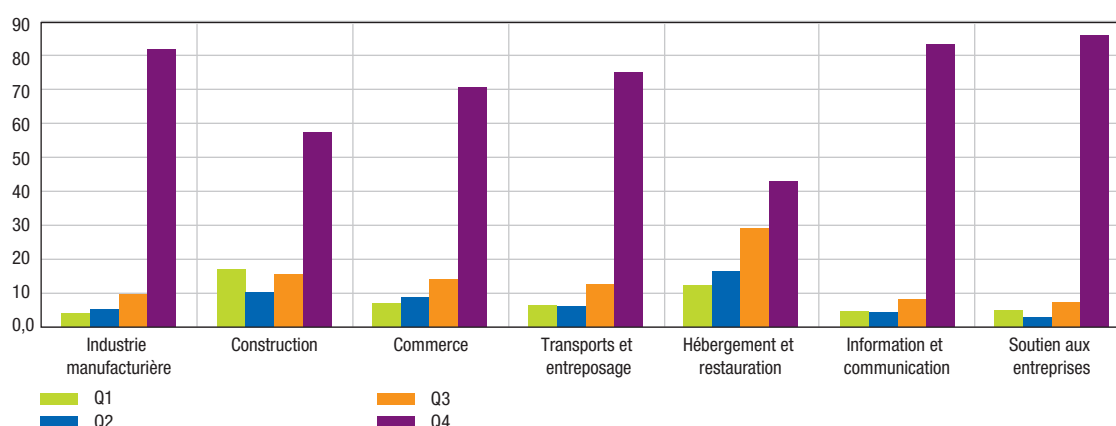
¹⁵ Cette mesure fiscale visant à soutenir l'investissement productif a permis à toutes les entreprises assujetties à un régime réel d'imposition de déduire de leur bénéfice 40 % des sommes engagées en « investissements productifs » (matériels de fabrication, de manutention...).

Enfin, concernant les liens entre crédit bancaire, investissement et efficacité de l'allocation de crédit, une étude récente de la Banque de France montre que les nouveaux crédits émis par le secteur bancaire au cours de l'année 2015 sont majoritairement accordés aux entreprises (unités légales) les plus productives¹⁶ (Graphique 10). En moyenne, les 25 % des entreprises les plus productives au sein d'un secteur donné se voient allouer 70,8 % du volume de crédit émis au cours de l'année 2015. **Le crédit bancaire est donc principalement orienté vers les entreprises contribuant le plus à la croissance de l'économie.**

Graphique 10

Part du crédit à moyen terme émis en 2015, par quartile de productivité

(en %)



Champ : Les entreprises étudiées sont celles présentes dans la base FIBEN à la fois fin 2014 et fin 2015, pour lesquelles l'encours de crédit à moyen-long terme a augmenté entre ces deux dates.

Note de lecture : Le premier quartile, dénommé ici Q1, inclut les 25 % des entreprises les moins productives au sein du secteur considéré. Le quatrième quartile (Q4) inclut les 25 % des entreprises les plus productives, Q2 et Q3 étant les deux quartiles intermédiaires.

Sources : Calculs des auteurs à partir des données de la base FIBEN et de la Centrale des risques de la Banque de France.

c. Quels risques pèsent sur l'évolution future des taux d'endettement des entreprises ?

L'environnement de taux bas a entraîné un allègement substantiel du service de la dette des SNF françaises (Graphique 11), qui a atteint en 2016 un niveau historiquement bas (Graphique 8 *supra*). **Le principal point de vigilance aujourd'hui concerne l'impact sur la charge de la dette d'un scénario de remontée – brutale – des taux d'intérêt à court et long terme.**

Une hausse des taux augmenterait directement la dette libellée à taux variable (soit 65 % de l'encours de dette) et augmenterait le coût des financements à taux fixe (risque de refinancement).

Pour évaluer ce risque, a été estimé économétriquement sur la période 2006-2015 **l'impact moyen d'une hausse des taux de marché** (taux courts : Euribor 3 mois, et taux longs : taux à échéance constante TEC 10 ans¹⁷) **sur les taux des nouveaux crédits bancaires et des emprunts obligataires des entreprises**, en utilisant notamment les données désagrégées collectées dans le cadre de l'enquête de la Banque de France sur le

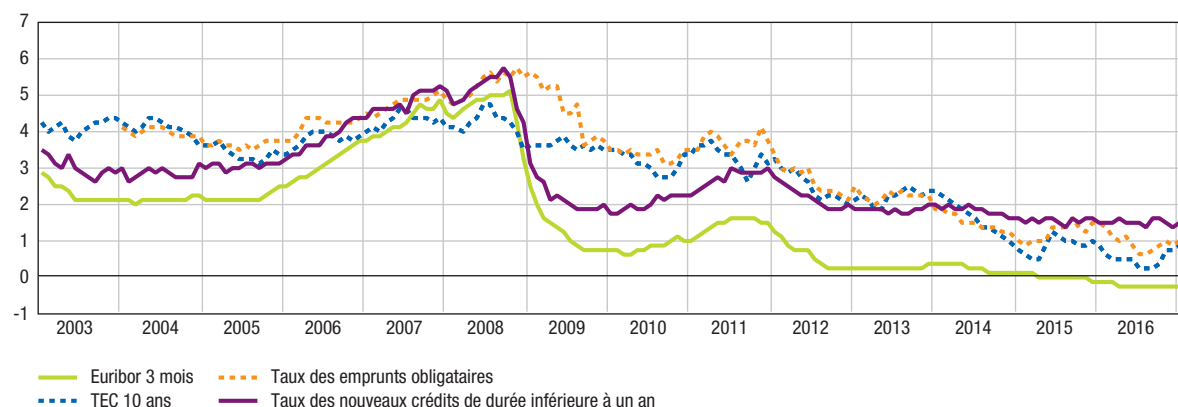
¹⁶ « La situation des entreprises en France en 2015 », Benjamin Bureau, Matthias Bürker, Thibault Libert, Bulletin de la Banque de France n° 209 - janvier-février 2017, pp. 39-50

¹⁷ Le TEC 10 ans représente le taux de rendement actuariel d'une OAT fictive d'échéance exactement égale à dix ans. Il est obtenu par interpolation des taux sur le marché secondaire des OAT encadrant une maturité exacte de dix ans.

coût du crédit. Ces effets sont estimés toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire à structure de dette inchangée (taux fixe versus taux variable) et sans tenir compte de l'évolution de la demande de financement¹⁸.

Graphique 11

Taux de nouveaux crédits par montant et durée et taux de marché



Source : Banque de France.

Les résultats de cette estimation sont très différents selon **la nature du scénario de hausse des taux de marché envisagé** :

- une hausse du taux court se répercuterait rapidement (dans le mois) sur les taux des crédits de montant élevé et de courte durée, sur les crédits de trésorerie et les crédits à taux variable ;
- une hausse du taux long (TEC 10 ans) aurait davantage d'effets sur le coût du financement obligataire, l'effet sur les crédits bancaires étant exclusivement à long terme et concentré sur les crédits de petits montants ;

La transmission des variations de taux n'est en général pas différenciée en fonction de la taille, du secteur ou de la cotation de l'entreprise.

In fine, sous des hypothèses simples, une hausse de 100 pb des taux courts se traduirait à un horizon d'un an par une hausse de la charge financière des sociétés non financières d'environ 2,5 milliards d'euros en année pleine. L'effet de cette hausse sera plus substantiel si elle s'accompagne d'une hausse équivalente des taux longs, le coût cumulé atteignant dans ce cas plus de 4,5 milliards d'euros. **Un scénario plus prononcé (+100 pb sur le taux court, +200 pb sur le taux long) s'accompagnerait d'une hausse de la charge financière de 6,5 milliards d'euros, soit 1,8 point d'excédent brut d'exploitation (EBE) environ à fin 2016 (ou 0,6 point de valeur ajoutée).**

¹⁸ Les modèles de pass-through permettent de calculer l'impact d'une hausse des taux sur les coûts de financement des entreprises, en distinguant les taux des crédits de moins d'un an, les taux des crédits de plus d'un an et les taux obligataires. Les effets ainsi simulés sont appliqués, en année pleine :
– S'agissant des crédits, aux encours de crédits aux sociétés non financières à taux variable, aux encours de crédits aux sociétés non financières à taux fixe de durée inférieure à un an et aux flux annuels de nouveaux crédits aux sociétés non financières à taux fixe de durée supérieure à un an ;
– S'agissant des obligations, au stock des obligations à taux variable en euros émises par les sociétés non financières, des tombées sur le taux fixe et des émissions à court terme (durée initiale à moins d'un an).

5. RISQUES LIÉS À L'IMMOBILIER ET À L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES

a. Reprise du marché immobilier résidentiel et hausse de l'endettement des ménages

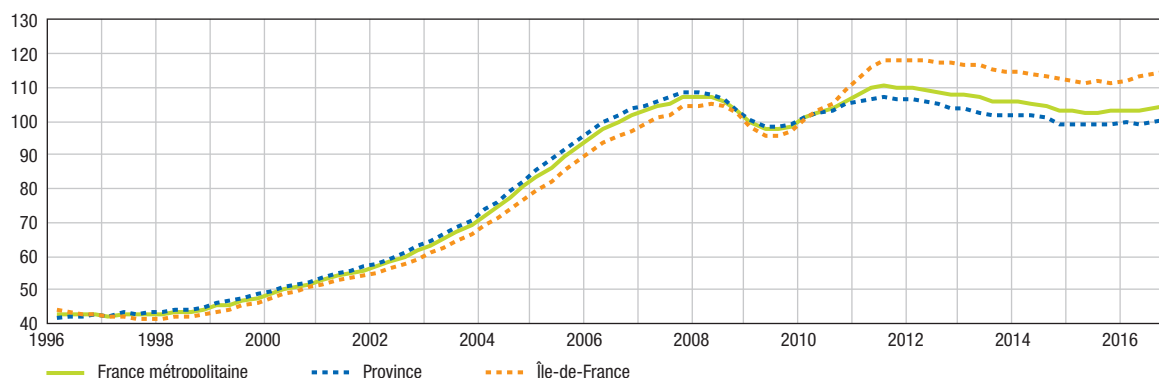
• Un marché de l'immobilier résidentiel dynamique

Tous les indicateurs témoignent d'une reprise marquée de l'immobilier résidentiel en 2016. L'indice des prix de l'immobilier résidentiel de l'INSEE indique une hausse de 1,7 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2016 ; cette hausse atteint 3,1 % sur la même période en Île-de-France (Graphique 12). Cette inflexion récente ramène les prix de l'immobilier résidentiel français à un niveau proche de leur maximum historique, particulièrement en Île-de-France.

La hausse des prix s'accompagne d'un accroissement du nombre de transactions et de mises en chantier. En glissement annuel au quatrième trimestre 2016, le nombre total de logements commencés était en hausse de 8 % et le nombre de transactions dans l'ancien en hausse de 5,6 %¹⁹.

Graphique 12

Indice des prix des logements anciens - Base 100 au 1^{er} trimestre 2010



Source : INSEE.

Dans un contexte de croissance économique très modérée, ce dynamisme a été largement porté par des conditions de crédit à l'habitat avantageuses pour les ménages qui ont stimulé la demande. Le taux d'emprunt moyen était en baisse de 77 pb sur un an à la fin de l'année 2016 ; il s'établissait alors à 1,55 %²⁰. En outre, la politique du logement a activement soutenu l'activité immobilière et les prix grâce, notamment, à l'élargissement du prêt à taux zéro et au succès du dispositif de soutien à l'investissement locatif « Pinel ».

• L'endettement des ménages continue de croître

L'endettement des ménages atteint 1275 milliards d'euros au quatrième trimestre 2016²¹, soit 57,4 % du PIB, un niveau comparable à la moyenne de la zone euro (Graphique 13). Le ratio de la dette des ménages sur le PIB continue de croître, mais son rythme de croissance depuis 2010 a considérablement baissé par rapport aux années 2000. Toutefois, la baisse simultanée des taux d'intérêt sur cette période a permis de garder un ratio de service de la dette par rapport au revenu relativement stable.

¹⁹ Source : ministère de l'Environnement, de l'Énergie et de la Mer.

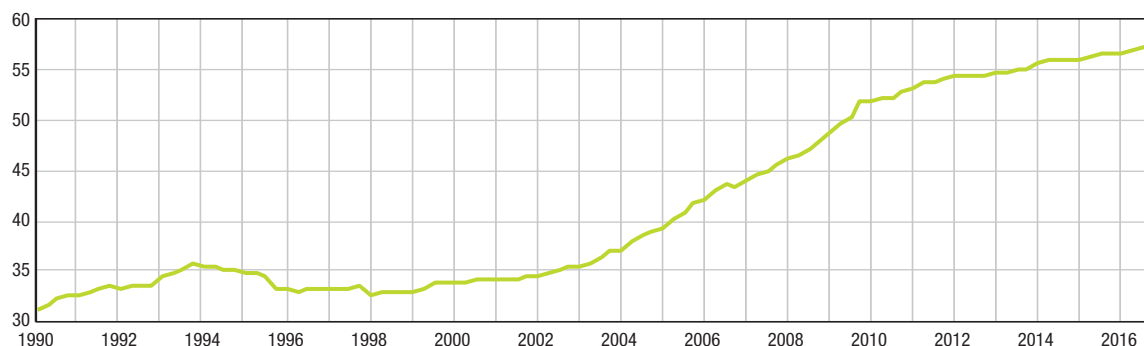
²⁰ Source : Banque de France.

²¹ Source : comptes nationaux financiers, Banque de France.

Graphique 13

Ratio de la dette des ménages sur le PIB en France

(en % du PIB)



Sources : Banque de France, INSEE ; calculs Banque de France.

Depuis le début de l'année 2015, la demande de crédit à l'habitat des ménages, telle que rapportée par l'enquête mensuelle auprès des banques sur la distribution de crédit, s'inscrit à la hausse de manière quasi continue, tandis que, sur la même période, les conditions d'octroi sont restées globalement stables, notamment sous l'effet de la pression concurrentielle.

Les chiffres du surendettement de la Banque de France montrent que le défaut des ménages n'est pas (ou rarement) causé par un emprunt immobilier peu précautionneux. En 2016, la part de l'encours de prêts immobiliers aux ménages faisant l'objet d'un dossier de surendettement dans l'encours total des prêts immobiliers aux ménages est de l'ordre de 0,3 % (contre 2 % pour les prêts à la consommation).

b. Après une dégradation en 2016, des signaux hétérogènes selon les indicateurs quant à l'évolution des conditions d'octroi de crédit début 2017

- **Des évolutions récentes contrastées selon les indicateurs mais une stabilité de la sinistralité**

Le montant moyen du prêt, en hausse constante depuis janvier 2013, atteint 155 000 euros en février 2017 contre 147 500 euros un an plus tôt, soit une augmentation de 5,1 %.

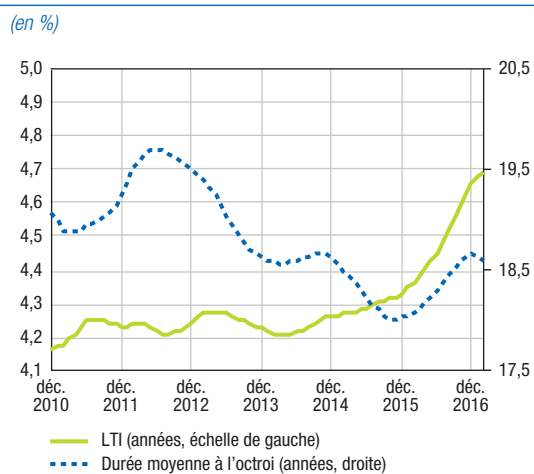
Après avoir enregistré une hausse rapide depuis novembre 2015 qui tranchait avec la baisse quasi ininterrompue depuis mi-2012, la durée initiale moyenne du prêt hors prêt relais enregistre un léger recul depuis fin 2016 pour atteindre 18,61 ans en février 2017 (Graphique 14).

Le taux d'effort (charge de la dette sur le revenu, *debt service to income*, DSTI) marque une évolution relativement similaire puisque, après avoir progressé de 26 pb entre octobre 2015 et octobre 2016, il s'inscrit de nouveau en repli de 12 pb pour atteindre 29,47 % (Graphique 15). Par ailleurs, 22,1 % des crédits octroyés entre mars 2016 et février 2017 présentent un ratio DSTI supérieur à 35 %, une part qui se maintient en-deçà des niveaux atteints entre fin 2010 et fin 2011.

À l'exception d'une légère hausse début 2016, le taux d'apport personnel diminue depuis fin 2012 et s'établit à 13,65 % en février 2017 (Graphique 15). Cette évolution reflète notamment la hausse de la part des emprunteurs qui ont bénéficié d'un crédit

Graphique 14

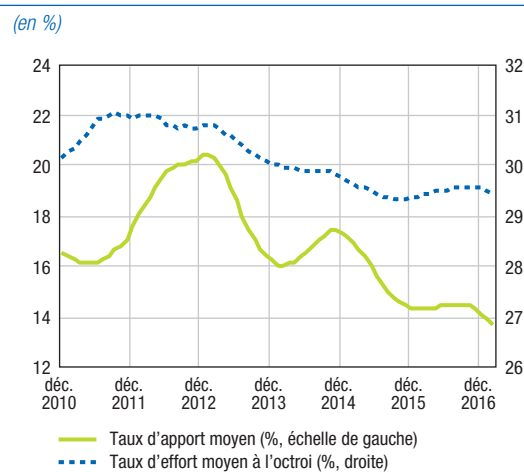
Durée initiale moyenne et ratio « *loan to income* »
(LTI, moyenne sur 12 mois, en années)



Source : ACP, suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat.

Graphique 15

Taux d'effort moyen et taux d'apport moyen
(moyenne sur 12 mois)



Source : ACP, suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat.

sans apport qui a fortement progressé (+153 pb entre juillet 2016 et février 2017) pour atteindre 12,36 %.

Enfin, la progression rapide du taux d'endettement (*loan to income ratio*, LTI, qui mesure le nombre d'années de revenus nécessaires pour rembourser un prêt immobilier) semble marquer le pas : après la hausse observée entre octobre 2015 et décembre 2016 (+0,36 an), il ne progresse plus que de 0,02 an depuis lors (Graphique 14). L'évolution du LTI reste pénalisée par la hausse du prêt moyen et la légère remontée des taux, que ne compensent que partiellement la baisse du taux d'effort et de la durée initiale. Ainsi, l'endettement des emprunteurs n'a jamais été aussi haut depuis décembre 2010.

Dans ce contexte, la sinistralité sur les crédits à l'habitat est stable : le taux d'encours en défaut des principales banques françaises sur les crédits à l'habitat²² en France se maintient strictement autour de 2 % et le taux de défaut trimestriel ne marque pas de progression tangible.

• Focus sur les ménages les plus fragiles

À partir des données de l'enquête *Household Finance and Consumption Survey* et de l'enquête Patrimoine menée en 2014-2015, il est possible de dégager plusieurs enseignements de comparaisons européennes. À ce titre, les ménages français apparaissent légèrement plus endettés que ceux de la zone euro pris dans leur ensemble (ratios de la charge de la dette sur le revenu, DSTI et de l'endettement sur la valeur du bien, *loan to value*, LTV de la résidence principale). Sur la base de ces données, le risque lié à l'endettement des ménages a augmenté entre les deux vagues de l'enquête. Cependant, son niveau ne paraît pas préoccupant à ce stade. La part de créances les plus risquées, constituées par la détention de dette par des ménages présentant à la fois un taux d'effort total supérieur à 35 %, un revenu inférieur à 27 500 euros et un patrimoine net inférieur à 100 000 euros, représente 2,65 % du montant global des emprunts immobiliers, 5,97 % du total des crédits à la consommation et 2,85 % de l'ensemble de la dette globale des ménages, soit 34 milliards d'euros d'encours bancaire brut, avant provisions (pour un montant de provisions sur créances douteuses des ménages résidents de l'ordre de 20 milliards d'euros). La reprise du marché immobilier depuis 2015 et la dégradation

²² Prêts à la clientèle de détail non PME garantis par un bien immobilier.

simultanée de certains critères d'octroi (LTV et LTI) appellent néanmoins à la vigilance sur la solidité des nouveaux emprunteurs.

c. Des risques limités pour la solvabilité des ménages

Une hausse des taux d'intérêt peut dégrader la solvabilité des ménages à travers trois canaux, l'un direct et les deux autres indirects. En pratique, cet impact apparaît limité en France.

- **Effet direct d'une hausse de taux très limités du fait de la prédominance des emprunts à taux fixe**

La très grande majorité des encours de prêts immobiliers est libellée à taux fixe (90,6 % en 2016), les trois quarts des prêts à taux variable possédant de surcroît un mécanisme de plafonnement des variations des mensualités. Une hausse des taux d'intérêt a donc un effet très limité sur les remboursements des prêts existants.

- **Effet indirect à travers une baisse des prix immobiliers : pas d'effet de richesse**

La hausse des taux d'intérêt est susceptible de faire baisser ou, au moins, de ralentir les prix immobiliers. Selon des travaux conduits à la Banque de France, un choc de taux de 100 pb en début d'année en France conduirait à une baisse des prix de l'immobilier de 0,3 % par trimestre à horizon d'un an (respectivement deux ans)²³. L'évolution de la valeur des biens immobiliers a un impact faible sur les ressources des ménages propriétaires, donc sur leur capacité de remboursement, pour deux raisons :

- l'absence de mécanismes de « rechargement de crédit » (obtention de nouveaux prêts hypothécaires gagés sur le surcroît de valeur d'un bien immobilier déjà nanti) ;
- l'évolution des loyers décorrélée à court terme de la valeur vénale du bien loué (indexation de la revalorisation des loyers à l'inflation au travers de l'indice de référence des loyers).

De plus, en cas de baisse générale des prix immobiliers, une diminution de la richesse latente conditionnée par un bien immobilier n'est préjudiciable au détenteur de ce bien que s'il le cède et que le produit de la cession n'est pas affecté à l'acquisition d'un autre bien immobilier (mais plutôt à la consommation ou à un investissement autre qu'immobilier), puisque ce dernier subirait en moyenne le même taux de dépréciation.

- **Effet indirect à travers la dégradation de l'activité macroéconomique**

La hausse des taux d'intérêt est susceptible de dégrader la conjoncture économique et d'augmenter les situations de défaut potentiel (chômage, pertes de revenus, etc.). Toutefois, les ménages ayant souscrit un crédit immobilier disposent généralement d'une sécurité de l'emploi ou de revenus, exigée dans les critères d'octroi, bien meilleure que la moyenne des Français. De plus, les fluctuations du chômage concernent en premier lieu les moins de 25 ans et les plus de 50 ans, deux populations qui sont moins concernées par le crédit immobilier. La forte hausse du chômage depuis la crise de 2008 n'a d'ailleurs pas eu d'effet significatif sur les taux de défaut des prêts immobiliers. La reprise du marché immobilier depuis 2015, associée à l'assouplissement de certains critères d'octroi (LTV et LTI), appellent néanmoins à la vigilance sur la solidité des nouveaux emprunteurs.

23 Estimations tirées du modèle BVAR à coefficients variables présenté en détail dans « Les enseignements d'un modèle VAR à coefficients variables et volatilité stochastique sur les marchés de l'immobilier et du crédit en France », (en anglais), Avouyi-Dovi, Labonne, Lecat et Ray (2017), DT BdF n°620

Encadré 3

Résultats des *stress tests* sur l'immobilier commercial conduits sous l'égide du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) ¹

À la demande du HCSF, les services de la Banque de France ont élaboré des scénarios de *stress tests* permettant d'évaluer l'impact d'une chute des prix des actifs de l'immobilier commercial sur le secteur financier. Trois scénarios de baisse des prix de l'immobilier commercial ont été définis, sur un horizon de deux ans :

- Scénario 1 : baisse de 15 % pour l'ensemble du marché de l'immobilier commercial français (hors bureaux franciliens) et de 30 % pour les bureaux en Île-de-France, en lien avec l'ajustement nécessaire pour rétablir la rentabilité locative (retour à la moyenne de long terme) ;
- Scénario 2 : baisse de 30 % pour les bureaux en Île-de-France, en lien avec la baisse constatée lors de la crise immobilière du début des années 1990 en France ;
- Scénario 3 : baisse de 60 % pour les bureaux en Île-de-France comme scénario le plus sévère.

Les résultats des *stress tests* conduits par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) suggèrent que les effets de ces différents scénarios de risque seraient limités à l'échelle du secteur financier dans son ensemble et n'auraient pas de conséquence de nature systémique :

- Dans le secteur bancaire, l'impact sur la solvabilité des établissements serait dans l'ensemble très faible, en cohérence avec la part réduite des expositions à l'immobilier commercial dans leurs bilans : l'impact moyen sur le ratio de capital réglementaire CET1 du scénario le plus défavorable serait en effet limité à 2 à 3 pb des actifs pondérés en risque ;
- Dans le secteur de l'assurance, seul un organisme présenterait une légère insuffisance de fonds propres (ratio de 99,3 %) pour le scénario le plus défavorable (cet organisme affichait avant le *stress test* le ratio de couverture du capital de solvabilité requis (SCR) le plus faible de l'échantillon ainsi qu'une exposition relativement plus importante que la moyenne à l'immobilier) ;
- Pour les fonds ouverts (Organismes de placement collectif en immobilier – OPCI), les *stress tests* (qui ajoutent aux scénarios de prix une hypothèse de forte décollecte) suggèrent que la capacité des OPCI à servir les demandes de rachats n'est pas remise en cause, mais font apparaître que les exigences de liquidité (ratio minimal) pourraient devenir contraignantes pour certains fonds pendant quelques mois. Parmi ces fonds, certains pourraient ne pas respecter non plus les exigences de diversification (ratio de détention maximal d'actifs immobiliers physiques ou non cotés).

¹ Voir le [communiqué de presse](#) et la [note détaillée](#) publiée par le HCSF.

3 Risques des institutions financières

Les risques pour le secteur financier français sont globalement inchangés par rapport à l'ERS de décembre 2016. Le secteur bancaire, comme le secteur des assurances, confirment leur résilience.

1. RISQUES DU SECTEUR BANCAIRE FRANÇAIS

Les banques françaises sont capitalisées de manière adéquate et leurs ratios de liquidité respectent largement les exigences réglementaires. La rentabilité des banques françaises en 2016 s'est globalement maintenue en partie grâce à un dynamisme des revenus hors intérêt et un coût du risque toujours en baisse. Le sentiment de marché envers le secteur bancaire français s'est sensiblement amélioré, grâce notamment à une pentification de la courbe des taux d'intérêt constatée depuis la fin d'année dernière. Avec l'amélioration des perspectives de croissance en France et en Europe, l'incidence négative des facteurs macroéconomiques sur la rentabilité des banques devrait diminuer à l'avenir. Toutefois, l'incidence d'une remontée des taux brutale pourrait être dommageable selon la qualité individuelle des dispositifs de gestion du risque de taux. Par ailleurs, les défis structurels des banques françaises subsistent et nécessitent une poursuite des efforts en cours sur l'adaptation des modèles d'activité. Ces efforts concernent notamment l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, l'exploitation des opportunités offertes par la digitalisation des services bancaires et l'amélioration des dispositifs de protection contre les cyberattaques. Enfin, les travaux internationaux sur le renforcement du cadre réglementaire se sont poursuivis, aux plans européen – dans le cadre notamment de la proposition législative sur la révision du règlement CRR (*Capital Requirement Regulation*) et de la directive CRD IV (*Capital Requirement Directive*) – et international, même si l'achèvement de la réforme de Bâle III a dû être différé faute de consensus à ce stade.

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

- **Une rentabilité globale des banques qui résiste malgré un impact de l'environnement de taux bas sur la marge nette d'intérêt**

À fin 2016, les banques françaises affichent des performances qui restent solides malgré les nombreux défis auxquels elles font face dans un environnement de taux d'intérêt toujours très bas.

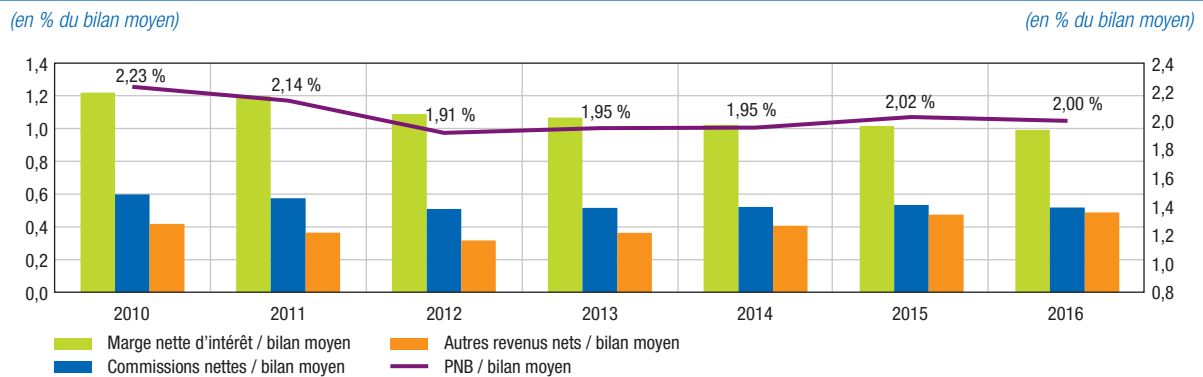
À la fin de l'exercice 2016, le produit net bancaire (PNB)²⁴ ressort en très léger repli de 0,3 % par rapport à 2015. Rapporté au total de bilan moyen, qui augmente de 1 % en 2016, le PNB ressort à 2 %, soit 2 pb de moins qu'en 2015 (Graphique 16). Les différentes composantes du PNB ont toutefois enregistré des évolutions diverses. La marge nette d'intérêt s'établit à 0,99 %, en baisse de 3 pb, suivant la tendance entamée en 2010, où elle avait atteint 1,22 %. Cette baisse est compensée par un dynamisme des autres revenus nets qui recouvrent un large spectre (activités de trading ou sur instruments financiers, activités d'assurance ou de *leasing*, etc.) et qui sont en hausse de 2 pb.

Le résultat avant impôt cumulé des six plus grandes banques françaises ressort proche du niveau atteint en 2015 (37,6 milliards d'euros, soit -0,9 %). L'incidence défavorable de la baisse du PNB et de la hausse des frais de gestion (le coefficient d'exploitation en hausse de +1,2 %) a été compensée par la diminution du coût du risque. Ce dernier recule de façon marquée (-20 % par rapport à 2015), pour toutes les banques et dans l'ensemble des métiers. Les banques françaises ont bénéficié d'un environnement économique plus serein, y compris en banque de détail à l'international et dans les secteurs liés à l'énergie, et de provisions pour litiges plus faibles.

²⁴ L'évolution du PNB en 2016 intègre par ailleurs des effets exceptionnels (un effet favorable relatif à la cession des titres de Visa Europe et un impact défavorable des opérations de gestion de bilan menées dans le cadre de la réorganisation du groupe Crédit Agricole).

Graphique 16

Évolution du PNB et de ses composantes depuis 2010



Source : communication financière des banques.

Les résultats du premier trimestre 2017 confirment les tendances observées en 2016. Le résultat net des quatre plus grandes banques s'élève à 5,3 milliards d'euros au premier trimestre 2017, en hausse de 18 % par rapport au premier trimestre 2016. L'analyse par ligne de métiers montre qu'une partie importante de ces bonnes performances provient du rebond de la banque de financement et d'investissement – qui a bénéficié d'un contexte financier favorable par rapport au premier trimestre 2016 – et du dynamisme des activités d'assurance/gestion d'actifs.

• Indicateurs de risques et anticipations de rentabilité par les analystes de marché

Malgré une rentabilité stable en France en 2016, la valorisation des banques est en hausse depuis l'automne 2016, en raison d'une amélioration du sentiment de marché en partie due aux meilleures perspectives économiques. Les comparaisons internationales montrent que les banques américaines affichent des valorisations boursières rapportées aux actifs (« *Price-to-book*²⁵ ») en augmentation et supérieures à 1, en lien avec des performances attendues en hausse par les analystes de marché (déplacement vers le quart nord-est du Graphique 17). En revanche, l'augmentation des *Price-to-book* pour les banques européennes et françaises semble décorrélée de l'évolution des anticipations de *Return on equity* (ROE) pour 2018, celles-ci étant stables (déplacement vertical dans le Graphique 17).

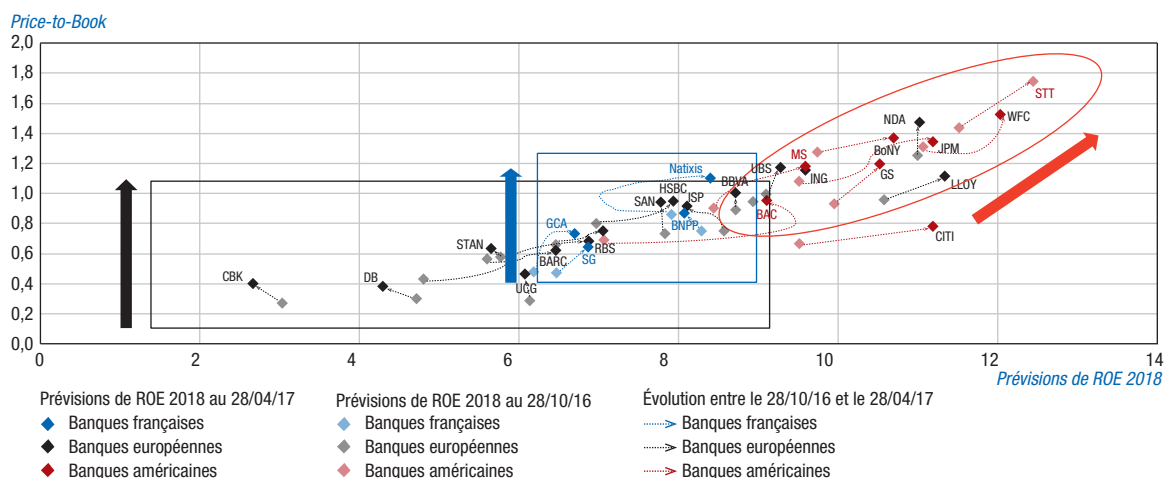
Les primes de risques sont en baisse depuis 2016 en lien avec la hausse du taux sans risque, ce qui est bénéfique pour le secteur bancaire et sa capacité à attirer des investisseurs. Le Graphique 18 illustre cette diminution des primes de risque pour le marché français (moyenne des estimations à 6,6 % en avril 2017, en baisse d'un point par rapport à l'été 2016). Ces dernières sont similaires à celles du marché européen mais inférieures à celles des États-Unis (4 % en avril 2017). Cet écart sur les primes de risque entre les États-Unis et l'Europe reflète une hausse du taux sans risque plus forte aux États-Unis en fin de période. Néanmoins, une source de vulnérabilité réside dans le fait que la baisse de la prime de risque en France ne se reflète pas sur le coût du capital des banques (COE²⁶ ou exigence de rentabilité des investisseurs – Graphique 19), celui-ci restant stable depuis 2012 en raison d'une augmentation concomitante de la sensibilité au risque non diversifiable (hausse du coefficient beta dans la formule d'évaluation de COE

25 Coefficient mesurant le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière) et leur valeur comptable : cours de l'action de la banque *i* / actif net de la banque *i*. Ainsi, une banque avec un coefficient supérieur à 1 est généralement une valeur de croissance pour laquelle les investisseurs pensent que la valeur de l'actif net va croître dans le futur.

26 Coût du capital (« cost of equity ») : n'étant pas une valeur observable (les anticipations des futurs flux de revenus (cash flows) sont par définition incertaines), nous utilisons un modèle d'évaluation des actifs financiers : à partir de l'estimation de la prime de risque de marché et du beta des banques (degré d'exposition des banques au risque systématique, c'est-à-dire non diversifiable), nous utilisons la formule du modèle MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers) pour calculer l'exigence de rentabilité des investisseurs pour les banques individuelles (COE) : $E[r_i, t] = r_f + \beta_i \cdot pM, t$ où r_f est le taux sans risque à la date *t*, β_i, t le beta de la banque *i* à la date *t* et $pM, t = kt - rft$ la prime de risque du marché *M* et enfin $E[r_i, t]$ l'espérance de rentabilité de l'actif *i*, au temps *t*, dans notre cas le coût du capital des banques. Nous assimilons donc $E[r_i, t]$ au COE de la banque *i* à la date *t*.

Graphique 17

Ratios de Price-to-book et anticipations de ROE 2018 par les marchés

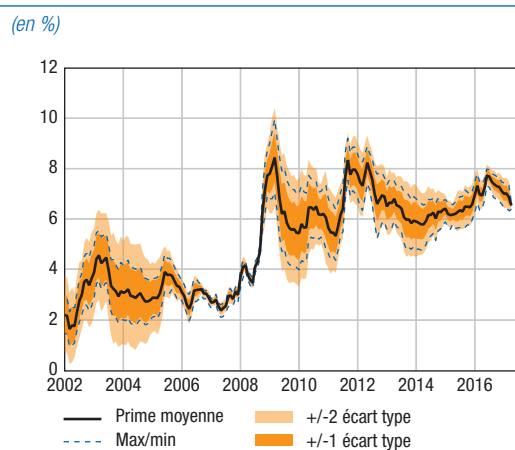


Note : nom des banques européennes : BBVA : Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA ; SAN : Banco Santander SA, BARC : Barclays Plc ; BNPP : BNP Paribas SA ; CBK : Commerzbank AG ; GCA : Crédit Agricole Group ; CS : Credit Suisse Group AG ; DB : Deutsche Bank AG ; HSBC : HSBC Holdings Plc ; ING : ING Bank NV ; ISP : Intesa Sanpaolo SpA ; LLOY : Lloyds Banking Group Plc ; NDA : Nordea Bank AB ; RBS : Royal Bank of Scotland Group Plc ; SG : Société Générale SA ; STAN : Standard Chartered Plc ; UBS : UBS AG ; UCG : UniCredit SpA.

décrite en note de bas de page). Ainsi, en avril 2017, le COE des banques françaises s'élève encore à 10 %, soit 3 pp au-dessus de la moyenne d'avant-crise, de surcroît avec une fourchette d'incertitude élargie²⁷ (Graphique 19). On observe tout de même une

Graphique 18

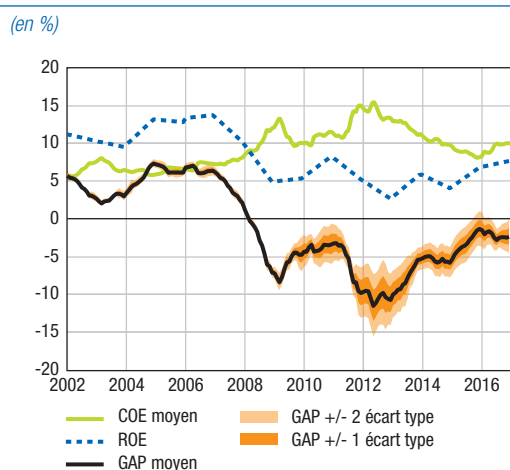
Prime de risque de marché en France



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
 Note : Moyenne de 45 primes de risque calculées selon différentes hypothèses : prévision du taux de croissance des dividendes à 18 mois, 2 ans et 3 ans, du PIB à 3, 4 et 5 ans, taux d'intérêt sans risque, horizon variant de 3 à 10 ans et du taux de dividende de l'Eurostoxx 600.
 +/- 1 (2) écart type = Prime dans un intervalle de sensibilité aux paramètres à +/- 1 (2) écart type.

Graphique 19

COE moyen et ROE des banques en France



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
 Note : COE moyen des banques française/Moyenne de 130 estimations / COE +/- 1 (2) écart type = COE dans un intervalle de sensibilité aux paramètres à +/- 1 (2) écart type.
 GAP moyen = Écart entre la moyenne des COE estimés et le ROE moyen des banques françaises.

27 L'incertitude sur l'évaluation du COE a augmenté depuis la crise étant donné que la fourchette d'estimation (mesure de dispersion des estimations autour de la moyenne) s'est élargie à 4 points depuis 2009, soit un niveau de COE compris entre 8 % et 12 % en 2017.

réduction de l'écart²⁸ entre l'exigence de rentabilité des investisseurs (COE) et la rentabilité des banques (ROE ou return on equity), du fait de l'amélioration des résultats des banques mais cet écart reste tout de même négatif. Cet écart encore présent entre l'exigence de rentabilité des investisseurs et la rentabilité des banques suggère que les investisseurs exigent des efforts supplémentaires sur l'adaptation des modèles d'activités des banques françaises afin qu'elles répondent aux défis structurels et conjoncturels auxquels elles font face.

b. Risques liés à une remontée rapide des taux d'intérêt

Après une longue période de taux bas, la question de l'impact sur les banques d'une remontée des taux (hausse de l'ordre de +72 pb sur l'OAT 10 ans entre le 30 septembre 2016 et le 12 mai 2017), se pose surtout si la hausse devait être importante en niveau et en rapidité.

L'exposition des banques françaises au risque d'augmentation des taux d'intérêt peut être jugée potentiellement significative *a priori*, dans la mesure où les banques françaises ont, dans leur portefeuille bancaire, une proportion élevée d'actifs à taux fixe (moyenne pondérée de 74,8 % pour les six plus grandes banques françaises²⁹).

Dans le cadre de leur gestion actif-passif, les banques évaluent leur risque de taux d'intérêt et mettent en place une stratégie de couverture visant à réduire ou annuler ces risques. Ces couvertures sont réalisées non pas sur les impasses contractuelles mais sur les impasses économiques qui elles-mêmes résultent de modèles d'écoulement (c'est-à-dire des hypothèses de sortie des postes de bilan). **Il en résulte des risques de sous-dimensionnement ou de sur-dimensionnement des couvertures lorsque les écoulements effectivement observés divergent des écoulements modélisés.** Au final, si le risque de taux est donc couvert systématiquement par les banques, l'efficacité de cette macrocouverture dépend des hypothèses sous-jacentes relatives à la vitesse d'écoulement des passifs et actifs.

À la fin février 2017, afin d'appréhender le risque de taux sur le portefeuille bancaire, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé une analyse des effets de différents scénarios de la courbe des taux d'intérêt sur les métriques bâloises du risque de taux dans le portefeuille bancaire³⁰. Les résultats de cette analyse devraient être pris en compte dans le processus de revue et d'évaluation de la surveillance 2017 du Mécanisme de supervision unifiée (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP).

c. Qualité des expositions et conditions d'octroi de crédit

La qualité des actifs des banques françaises a continué de s'améliorer au second semestre 2016, notamment en raison de la baisse des ratios d'encours dépréciés dans le secteur des entreprises. Concernant l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit qui se poursuit, une vigilance particulière reste de rigueur face à un risque de relâchement excessif des conditions. En termes de risques à l'international, les banques françaises ont augmenté leurs expositions internationales de 4 % entre fin 2015 et fin 2016, mais il n'est pas observé de dynamique excessive des expositions sur une zone particulière.

²⁸ Indicateur permettant d'avoir de l'information sur le coût de financement des banques sur les marchés financiers. Théoriquement, si la rentabilité de la banque est trop faible au regard du risque de l'investissement, le prix de l'action de la banque doit baisser du fait de la fuite des investisseurs. Le prix baisse jusqu'à s'ajuster avec la rentabilité exigée par les actionnaires. C'est une mesure imparfaite car il y a une différence d'horizon temporel entre le ROE qui est une mesure comptable constatant la rentabilité à l'instant *t* et le COE qui est une mesure *forward looking* car elle traduit les anticipations de rendements des investisseurs.

²⁹ BNP Paribas, Groupe Crédit Agricole, Société Générale, BPCE et Groupe Crédit Mutuel.

³⁰ ECB Banking Supervision conducts sensitivity analysis focused on effects of interest rate changes, press release, 28 February 2017.

• Qualité des actifs

Entre 2015 et 2016, le taux d'encours dépréciés s'est replié, passant de 4,09 % à 3,93 % (Graphique 20). Cette évolution reflète une hausse des actifs dépréciés (+1 %) inférieure à celle des crédits totaux (+4,9 %). Cette baisse du taux d'encours dépréciée reflète principalement celle observée sur les ménages (-21 pb à 3,88 %) et les sociétés financières (-62 pb à 1,62 %). Le taux d'encours dépréciés sur les administrations publiques est en revanche en légère augmentation (+7 pb à 0,24 %) tandis que celui des sociétés non financières se stabilise à 5,71 %.

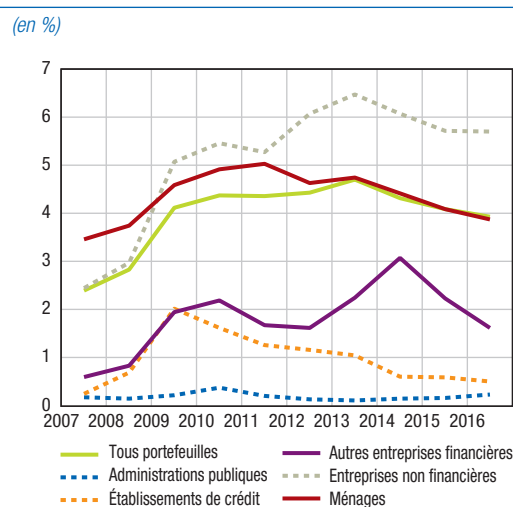
Les banques françaises conservent en outre des taux d'encours dépréciés nettement plus faibles que ceux de leurs concurrentes européennes, comme l'illustre le Graphique 21 : le taux de prêts douteux des principaux groupes bancaires français est stable à 4 % à fin 2016 s'établit ainsi entre le premier quartile et la médiane de l'échantillon.

• Évolution des conditions d'octroi de crédit

Les derniers chiffres publiés par la Banque de France mettent en évidence une hausse des encours de crédit. Les encours de crédits à l'habitat aux particuliers accélèrent en mars (+5,4 %), atteignant un taux de croissance inédit depuis cinq ans. Concernant la production mensuelle des crédits à l'habitat, on observe depuis peu une baisse des renégociations (dont la part dans les crédits nouveaux chute à 52 % en mars après 60 % en février).

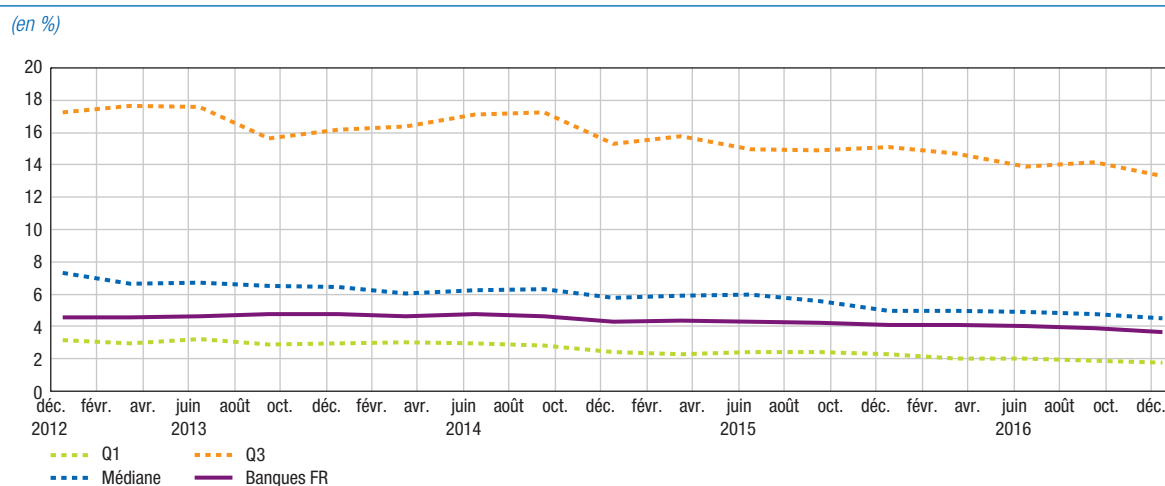
Graphique 20

Taux d'encours dépréciés des principaux groupes bancaires français



Graphique 21

Taux de prêts douteux des banques françaises en comparaison avec un échantillon de banques européennes



Selon l'enquête d'avril 2017 sur la distribution du crédit bancaire de la BCE, cette bonne dynamique de la croissance des crédits s'explique par deux facteurs qui se complètent :

- du côté de l'offre, dans un contexte de nouveau resserrement des marges sur les crédits standards et face à la pression concurrentielle qui reste forte, les banques

ont poursuivi un léger assouplissement de leurs critères d'octroi des prêts aux entreprises en termes nets, de même que pour les conditions d'octroi des prêts à l'habitat consentis aux ménages. Par ailleurs, d'autres facteurs tels que l'impact des mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE et le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE sont cités par les banques comme autres sources de la bonne dynamique de la croissance des crédits ;

- du côté de la demande, si la faiblesse générale des taux d'intérêt a soutenu la vigueur pour toutes les catégories de prêts, les perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel pour le crédit à l'habitat, et les niveaux des stocks et des fonds de roulement pour les prêts des entreprises ont été d'importants facteurs positifs à l'origine de la demande au premier trimestre 2017.

Si cette poursuite de l'assouplissement des conditions d'octroi a permis aux banques de compenser la baisse de leurs marges par un effet volume, elle pourrait cependant 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.

d. Difficultés des systèmes bancaires en Europe et risques de contagion

Malgré une tendance à la baisse sur l'exercice 2016, l'exposition directe des banques françaises au secteur bancaire italien demeure une source de vulnérabilité.

Au 31 décembre 2016, l'Italie reste le deuxième pays parmi les expositions internationales des cinq grandes banques françaises avec un encours de 289,5 milliards d'euros. Les engagements des cinq grandes banques françaises sur les établissements de crédit italiens diminuent également : ils s'établissent à 21,9 milliards d'euros au 31 décembre 2016 en baisse de 2 % sur un an.

Au niveau européen, la situation reste problématique pour certains établissements dont le niveau élevé de prêts douteux³¹ (ou *non performing loans* ou NPL par la suite) constitue l'une des principales incertitudes sur la stabilité du secteur bancaire européen pour les mois à venir. Malgré des améliorations récentes dans la réduction des niveaux de NPL, les progrès restent insuffisants et les obstacles structurels à la résolution des NPL persistent.

- **Une partie du secteur bancaire européen en prise avec des difficultés structurelles liées à la non-résolution des problèmes relatifs aux niveaux élevés de NPL**

Les progrès dans la réduction du niveau des NPL dans certains pays européens (Chypre, Grèce, Portugal, Slovénie, Italie, Irlande) n'ont pas été significatifs depuis décembre dernier. Bien qu'une baisse ait été constatée dans certains pays à haut niveau de NPL, leur niveau reste trop élevé par rapport aux pics historiques. La résolution des problèmes de NPL prendra probablement du temps et nécessitera une stratégie globale, impliquant toutes les parties prenantes concernées. Plusieurs groupes de travail ont été mis en place par diverses institutions européennes avec différentes approches (micro- et macroprudentielles) et ont pour objectif d'apporter des solutions pour les systèmes bancaires à fort taux de NPL. L'Encadré 4 présente l'état des lieux sur le niveau des NPL en Europe ainsi que les initiatives en cours notamment au niveau de la BCE.

31 De manière générale, on entend par « prêt douteux » tout prêt dont il est probable que l'établissement ne percevra pas tout ou partie des sommes dues au titre des engagements souscrits par la contrepartie, conformément aux dispositions contractuelles initiales du fait des difficultés financières de cette contrepartie. Une définition harmonisée des actifs non performants a été donnée par l'Autorité bancaire européenne pour des besoins de reporting. Dans ce cadre, sont considérées comme non performantes toutes les expositions au risque de crédit présentant des impayés de plus de 90 jours ou qui ne pourront probablement pas être recouverts sans recours à la réalisation de la garantie, qu'elles présentent ou non des impayés. C'est la définition de référence retenue par la BCE.

Encadré 4

Situation des NPL en zone euro et initiatives en cours

Fin 2016, le taux moyen pondéré de NPL s'établit à 5,1 % en UE et à 5,4 % en zone euro. Bien que les taux de créances douteuses au niveau de l'UE et de la zone euro poursuivent une tendance baissière, ils demeurent supérieurs à 5 % et n'ont pas renoué avec les niveaux d'avant-crise. Une analyse plus granulaire met en évidence une forte hétérogénéité en fonction des pays membres. Six pays présentent fin 2016 un taux de NPL supérieur à 10 % (Chypre, Grèce, Portugal, Slovaquie, Italie, Irlande) avec des taux substantiels dans le cas de Chypre et de la Grèce aux alentours de 45 % et des taux de couverture de 40 % pour Chypre et 48 % pour la Grèce.

Les taux élevés de NPL au sein de la zone euro font peser des risques importants pour la stabilité financière et leur persistance tend à semer le doute sur la qualité des secteurs bancaires en Europe. Les taux élevés de NPL emportent également des conséquences sur le financement des banques, les investisseurs requérant des primes de risque plus élevées.

La BCE a entrepris, depuis le deuxième trimestre 2015, des travaux importants pour résorber les niveaux de NPL constatés dans les banques européennes ; elle a ainsi adopté des mesures ciblées à l'égard des banques les plus concernées (mise en œuvre de plan de réduction des NPL, *reporting ad hoc* permettant un suivi à la fois plus fin et plus fréquent...). En parallèle, elle a publié le 20 mars 2017 la version finale de ses lignes directrices sur les prêts douteux décrivant les attentes du superviseur en ce qui concerne l'organisation et la gouvernance de la gestion des NPL mais aussi en termes d'identification, de dépréciation et de valorisation des crédits non performants. Enfin, la BCE prévoit de compléter, en l'élargissant à l'ensemble des pays de la zone euro, l'analyse des facteurs réglementaires et juridiques propices ou, au contraire défavorables, à une gestion efficace des créances douteuses, conduite en 2016.

D'autres initiatives européennes sont en cours pour recenser, suivre et apporter des réponses convergentes aux problèmes posés par le poids des NPL. Les pistes envisagées concernent notamment l'amélioration de l'efficacité des procédures légales de recouvrement des créances et de traitement des difficultés des entreprises ou d'insolvabilité des particuliers ainsi que le développement de marchés secondaires des NPL.

e. Évolution des modèles d'activité

Face aux contraintes importantes qui pèsent actuellement sur les banques françaises, une adaptation de leurs modèles d'activité peut être déjà observée.

- Réduction des coûts

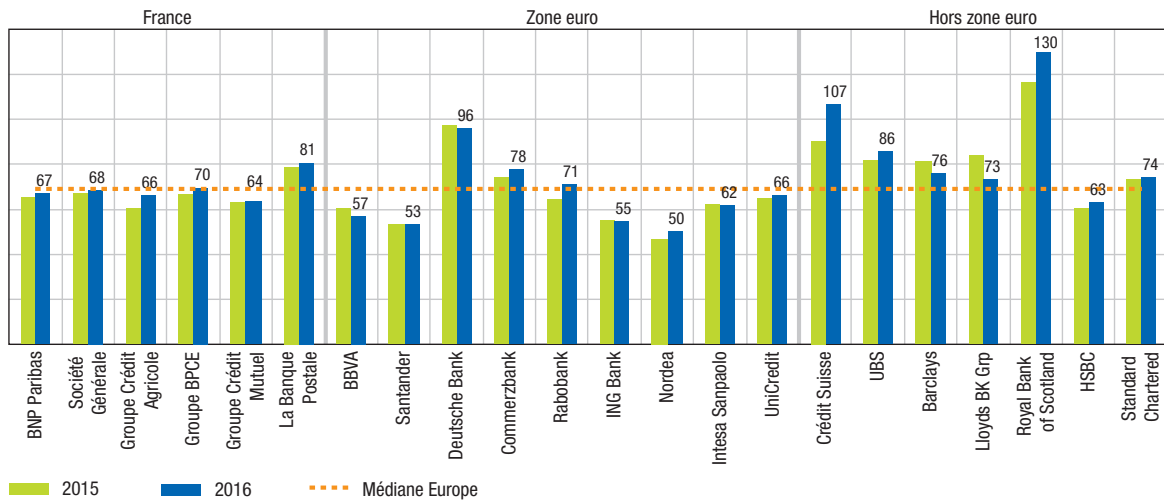
Le coefficient d'exploitation des grandes banques françaises a légèrement augmenté de 2015 à 2016 mais conserve un niveau proche de celui de leurs principales concurrentes européennes : en 2016, à l'exception de la LBP, les coefficients d'exploitation des grandes banques françaises sont proches de la médiane des grandes banques européennes (69,1 %) ou en dessous (Graphique 22). À terme, les politiques de réduction des coûts menées par les grandes banques depuis 2012, ralenties dans l'immédiat par les coûts transitoires et de nouvelles charges accompagnant ces programmes, devraient peser favorablement sur leur coefficient d'exploitation.

- Externalisation

En effet, les banques françaises ont largement recours, de façon croissante, à l'externalisation que l'on peut définir comme un mode d'organisation déléguant à des fournisseurs de services extérieurs une ou plusieurs fonctions essentielles à l'activité de la banque. Cette pratique a pour objectif principal de réduire les coûts (voire de fiabiliser certaines activités spécialisées) alors que les banques sont soumises à une pression croissante sur leur rentabilité par la concurrence ou par l'environnement de taux bas. Ce mouvement est également porteur de risques tels qu'un risque de perte de contrôle

Graphique 22

Coefficient d'exploitation des banques européennes en 2015/2016



Source : ACPR.

des prestations externalisées ou un risque de concentration vis-à-vis d'un prestataire unique dont les dysfonctionnements pourraient avoir des conséquences systémiques sur le système bancaire français.

Encadré 5

Externalisation des fonctions informatiques des banques françaises

L'informatique, définie au sens large comme l'ensemble des moyens techniques et humains dédiés au système d'information, apparaît comme l'une des principales activités pour laquelle les banques recourent à des prestataires externes (contrat de prestation de service, en anglais *outsourcing*). En 2016, la part externalisée du budget d'informatique représentait 35 % du total des budgets informatiques des banques françaises. Celles-ci privilégient toutefois l'externalisation auprès de fournisseurs propres à leur groupe (prestation intragroupe), ce qui représente plus de 50 % de la valeur des contrats. Elles se caractérisent également par un recours aux services de *cloud computing* même si la part de ce dernier (2 %) dans les budgets informatiques reste marginale. De manière plus générale, il est notable que le recours à l'externalisation des activités bancaires se développe, en conséquence de la recherche d'économies liée notamment au contexte de taux bas. Ce mouvement dépasse le seul cadre des prestations informatiques et concerne les activités de paiement, ainsi que la gestion des opérations (*back-offices*), y compris des opérations de marché. La mutualisation entre plusieurs banques de leurs activités de production en est une manifestation.

Si l'externalisation peut apporter de nombreux avantages aux banques en termes de réduction de coûts, voire de fiabilisation de certaines activités spécialisées, elle est également porteuse de risques. Ces risques sont d'autant plus élevés qu'il existe une dépendance à l'égard de certains prestataires. Le superviseur est d'abord attentif à ce que les activités soumises à agrément ne soient pas transférées à des entités non agréées, ce qui restreint le champ de l'externalisation à des prestations techniques de support et non à des opérations bancaires. Par ailleurs, le superviseur veille à ce que les banques gardent de manière effective le contrôle sur les prestations qu'elles délèguent à leurs prestataires, par exemple en disposant d'un droit d'audit sur ceux-ci. Enfin, l'ACPR reste également attentive au risque de concentration d'une banque vis-à-vis d'un prestataire avec lequel elle serait liée au point de ne pas pouvoir librement cesser une prestation ou renforcer le niveau de service attendu. En France, les dix premiers prestataires informatiques sont destinataires de près d'un tiers des dépenses informatiques globales des banques françaises. Le niveau réel de risque dépend toutefois au niveau individuel du nombre de fonctions critiques concernées par un même prestataire informatique.

Sur l'ensemble des contrats d'externalisation signés par les grandes banques, la part des domaines critiques – tels que la continuité d'activité, la sécurité du système d'information ou l'ensemble des processus informatiques – est élevée en France. Cependant, ce résultat n'est pas une source de vulnérabilité accrue dans la mesure où la nature particulière de certains domaines comme la continuité d'activité ou la sécurité du système d'information fait que l'absence du recours à l'externalisation ne serait pas une situation susceptible de réduire le risque pour la banque. L'enjeu pour les banques réside moins dans le champ des domaines couverts que dans la maîtrise des clauses juridiques grâce auxquelles elles parviennent à maîtriser leur politique d'externalisation tant au niveau global qu'au niveau de chaque contrat.

f. Rupture digitale et risques cyber

• Incidence de la rupture digitale sur les modèles d'activité

Si certains nouveaux acteurs, comme les néobanques ou les banques nativement digitales, se présentent comme des concurrents directs des acteurs établis en adoptant un modèle d'affaire équivalent (allant de la relation client à la conception produit et à la gestion des risques), **la majorité des nouveaux acteurs fintech se concentre sur un éventail limité de biens et de services bancaires** (les paiements, le crédit pour les plates-formes alternatives, les services d'investissement et la gestion d'actifs pour les *robo-advisors*).

Toutefois, les modèles de relation commerciale et de distribution des acteurs bancaires sont particulièrement mis à l'épreuve par la rupture digitale : (i) baisse de la fréquentation des agences ; (ii) augmentation très rapide des autres canaux (e-mail, téléphone, Internet, application mobile etc.) ; (iii) ouverture des données de paiement aux agrégateurs.

La rupture digitale représente, pour les banques françaises, une opportunité pour diminuer les coûts d'exploitation dont l'importance constitue un frein à leur rentabilité. Cette rupture génère également de nouveaux risques ou un accroissement des risques existants notamment : (i) opérationnels (contrôle des prestataires tiers, cyberrisques, utilisation du *cloud computing* public) ; (ii) stratégiques et sociaux liés à l'exécution des stratégies digitales ; (iii) de conformité (protection des données, protection du consommateur, lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme).

• L'augmentation du risque de cyberattaques

Le secteur bancaire est particulièrement exposé au développement exponentiel des cyberattaques opérées par menace persistante avancée, hameçonnage ou déni de service principalement, voire *ransomware* (« rançongiciel »).

Les systèmes de détection des banques permettent de déjouer de nombreuses attaques, mais plusieurs incidents récents de grande ampleur – dépassant le seul secteur financier – montrent le caractère évolutif, de plus en plus sophistiqué et protéiforme de ces attaques, voire le risque systémique qu'elles peuvent porter, comme l'illustre l'attaque du *malware* « Wannacry » à mi-mai 2017.

Sous l'égide des autorités internationales et européennes, ces risques font l'objet de nombreux travaux en vue de les prévenir et en limiter l'impact.

g. Les évolutions réglementaires en cours

Depuis décembre 2016, la révision du cadre réglementaire international et européen s'est poursuivie. En ce qui concerne les initiatives internationales, l'achèvement des éléments restants du cadre de Bâle III n'a pas progressé et l'incertitude réglementaire subsiste. Les propositions du Comité de Bâle sur la révision du cadre G-SIBs sont en cours de consultation. Au sein de l'UE, une révision complète du cadre CRR/CRD, qui

visé à compléter les réformes mises en œuvre dans l'Union européenne à la suite de la crise financière de 2008, est également en cours, sans que sa mise en œuvre ne pose de difficulté particulière pour le secteur bancaire français.

Dans ce contexte encore incertain, les banques ont poursuivi le renforcement de leurs bilans, accéléré leur adaptation au nouveau cadre européen de gestion et de résolution de crise bancaire (BRRD) et se sont préparées à la mise en place de la nouvelle norme comptable IFRS 9.

- **Une amélioration de la solvabilité et de la liquidité des banques**

Les banques françaises sont parfaitement en phase avec les exigences réglementaires en termes de solvabilité et liquidité. La progression des ratios de solvabilité au deuxième semestre 2016, légèrement plus forte comparativement au semestre précédent, s'explique essentiellement par la mise en réserve des résultats. Le ratio de levier agrégé s'améliore également grâce à une hausse substantielle des fonds propres *Tier 1* et à une légère contraction du dénominateur du ratio. Les ratios de liquidité, en particulier le NSFR, continuent de progresser bien au-delà des exigences réglementaires. L'insuffisance globale en NSFR s'est quant à elle fortement contractée depuis décembre 2015 mettant en évidence un effort d'adaptation des bilans bancaires bien avant l'échéance de 2018. Enfin, les banques françaises ont intégré les nouvelles exigences relatives à la capacité totale d'absorption des pertes (TLAC).

Encadré 6

Solvabilité et liquidité des banques françaises

Au cours du deuxième semestre 2016, le ratio CET1 agrégé des cinq principaux groupes français progresse de +0,4 point de pourcentage pour atteindre 13,22 %. Cette progression, comparable à celle du semestre précédent (0,35 pp) s'explique essentiellement par la politique active de mise en réserve des résultats, le niveau des RWA ayant légèrement augmenté (+1 % contre 0,7 % au premier semestre 2016). Le ratio global agrégé augmente pour sa part de +0,6 pp pour s'établir à 16,77 %, essentiellement en raison d'une hausse des émissions de titres supersubordonnés éligibles au titre du *Tier 1* et des titres subordonnés (+4,4 milliards d'euros), en plus de la mise en réserve des résultats.

À fin décembre 2016, en « full Bâle III », le ratio de levier agrégé s'élève à 4,7 % (légère hausse de 0,2 pp par rapport à juin 2016).

Au 31 décembre 2016, le LCR consolidant l'échantillon des cinq banques s'élève à 129,6 %, constant par rapport au deuxième semestre de 2016.

Le NSFR consolidé sur les six grandes banques françaises s'élève à 105,8 % soit une hausse de 3,5 points par rapport à juin 2016.

À moyen terme, l'achèvement de la réforme de Bâle III et l'examen par la BCE des modèles internes pourraient encore avoir un impact sur les exigences de fonds propres des banques. Concernant les modèles internes, la BCE a lancé une revue des modèles internes (TRIM³²) de toutes les banques sous sa supervision. L'objectif principal de TRIM est de réduire les incohérences dans les modèles internes et la part de la variabilité des actifs pondérés par les risques jugée injustifiée ; cette revue devrait être finalisée en 2019.

³² L'examen ciblé des modèles internes, ou TRIM, est un projet visant à déterminer si les modèles internes actuellement utilisés par les banques sont conformes aux exigences réglementaires et s'ils sont fiables et comparables.

Encadré 7

Revue du Dodd-Frank Act (DFA), cinq ans après

Le 3 février 2017, le président des États-Unis Donald Trump a signé différents « *executive orders* » **conduisant à remettre en cause le Dodd-Frank Act**. Cependant, plusieurs facteurs pourraient s'opposer à sa revue complète et rapide :

- la minorité démocrate au Sénat possède un pouvoir de blocage ;
- il est difficile d'envisager des changements majeurs en termes de réglementation financière avant le remplacement complet des présidents des cinq régulateurs (Fed, FDIC, Department of Treasury – including OCC, CFTC, SEC).

La réforme du Dodd-Frank Act est surtout à analyser au regard du Financial CHOICE Act, porté par les représentants républicains pour une réforme complète du système financier vers des exigences allégées, en cours de discussion à la Chambre des Représentants.

Impact sur la réglementation internationale

Face au doute désormais systématique concernant la mise en œuvre des réformes de réglementation financière aux États-Unis et à la logique de dérégulation dans laquelle semble s'inscrire l'administration Trump, l'intérêt à poursuivre les négociations internationales peut apparaître limité alors que les réformes entreprises sont pourtant indispensables. Ces réformes seraient largement vidées de leur sens si le principe d'égalité de traitement au niveau international n'était pas respecté.

Intermediate Holding Company

Parmi les différentes dispositions relatives aux exigences prudentielles accrues pour les établissements systémiques, le Dodd-Frank Act impose aux filiales de banques étrangères ayant un montant total d'actifs au moins égal à 50 milliards de dollars US de constituer une « *Intermediate Holding Company* (IHC) ». Cette IHC devient alors l'entité unique faitière aux US, soumise à la supervision des autorités US. Actuellement, seules trois des huit G-SIBs supervisées dans le cadre du Mécanisme de supervision unique en Europe, dont un groupe bancaire français (BNPP), ont constitué une IHC.

En réaction, dans son projet de réforme de BRRD/CRR/CRD IV, la Commission européenne a proposé d'imposer la constitution d'une « entreprise mère intermédiaire (*Intermediate EU Parent Undertaking* – IPU) aux filiales de banques de pays tiers : (i) identifiées comme des G-SIBs non européennes ; (ii) ou ayant au moins deux filiales dans l'UE et dont le total d'actifs est supérieur à 30 milliards d'euros (succursales comprises).

Comme l'IHC, l'IPU a pour objectif de faciliter le mécanisme de supervision et de résolution des entités de pays tiers au sein d'une juridiction. Toutefois, cette nouvelle exigence juridique peut aussi être interprétée comme un outil de défiance vis-à-vis des autorités « *home* » et ne doit donc pas conduire à une moindre coopération internationale. En outre, il convient d'analyser et de répondre aux éventuelles incompatibilités en termes d'organisation des activités (articulation avec la règle Volcker aux États-Unis par exemple) et de préserver une égalité de traitement en termes d'exigences prudentielles pour les banques de pays tiers en Europe par rapport à ce qui est imposé aux banques de pays tiers dans d'autres juridictions.

- **Les mécanismes de résolution**

La recommandation finale du FSB relative à la TLAC (*total loss absorbing capacity*) ayant été adoptée en novembre 2015, elle doit maintenant être transposée dans le cadre européen et être articulée avec l'exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles MREL (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*), en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016. Dans ce cadre, la Commission européenne a transmis au Parlement européen et au Conseil, le 23 novembre 2016, un rapport accompagné d'une proposition législative. Cette proposition fait l'objet d'un trilogue Commission/

Conseil/Parlement européen depuis début 2017, dans le cadre de la révision du paquet CRR (*Capital Requirements Regulation*)/CRD (*Capital Requirements Directive*)/BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*).

Les principaux éléments de la proposition sont les suivants :

La TLAC est transposée en droit européen sous la forme d'exigences MREL de Pilier 1. Son niveau est calqué sur celui de la TLAC : à partir du 1^{er} janvier 2019, les exigences seront fixées à 16 % des RWA (*risk-weighted assets*) et 6 % des expositions de levier et, à partir de 2022, à 18 % des RWA et 6,75 % des expositions levier.

L'exigence (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities – MREL*) est constituée :

- pour les G-SIBs (*Global systemically important banks*), du Pilier 1 (TLAC) et d'un éventuel Pilier 2 ;
- pour les non-G-SIBs, d'un Pilier 2.

L'exigence est complétée, pour tous les établissements, d'une « guidance » décidée au cas par cas et dont le non-respect n'entraîne pas, contrairement au *requirement*, de conséquences en matière de restriction automatique de distribution.

Enfin, le projet de révision de la BRRD (article 108) relatif à l'harmonisation de la hiérarchie des créanciers prévoit la création d'une nouvelle catégorie de passifs subordonnés (*non-preferred senior debt*) éligibles à l'exigence TLAC/MREL. La Commission souhaite, à juste titre, que ce projet soit adopté rapidement, afin d'assurer une égalité de traitement au sein de l'UE et permettre aux banques d'émettre de la dette éligible. L'adoption de cette proposition permettra, par ailleurs, de faciliter la mise en œuvre du *bail-in* dans un contexte transfrontalier et, pour les G-SIBs, de se conformer plus facilement aux exigences de subordination de la TLAC. Il conviendra cependant de clarifier l'éligibilité de ces titres au refinancement BCE et d'éviter toute forme de rétroactivité de la réforme sur le stock de dette senior existant.

• IFRS 9 et potentiels effets procycliques

En juillet 2014, l'*International Accounting Standards Board* (IASB) a achevé la norme IFRS 9, établie pour répondre aux lacunes en matière de comptabilité des instruments financiers relevées pendant la crise. L'adoption de la norme IFRS 9 a été votée par le Parlement européen, elle entrera donc en vigueur au 1^{er} janvier 2018.

Les résultats de la première étude d'impact du passage à IFRS 9 auprès d'un échantillon d'une cinquantaine d'établissements européens comprenant les cinq grands groupes bancaires français lancé par l'Autorité bancaire européenne (EBA) début 2016 a mis en évidence un impact négatif moyen de 59 pb sur le CET1, les groupes français étant en moyenne moins impactés (autour de 25 pb environ en moyenne). Un second exercice a été lancé dès la fin de l'année 2016 afin d'affiner les résultats de cette première étude : un rapport devrait être publié par l'EBA à l'été 2017 et permettre de confirmer le caractère relativement modéré des impacts sur les fonds propres du passage à IFRS 9, tout en apportant un éclairage sur l'état de préparation des établissements à la nouvelle norme. Par ailleurs, cette norme, laissant une part significative au jugement, pourrait être appliquée de manière hétérogène par les banques européennes.

Le modèle de provisionnement des pertes attendues vise à anticiper les pertes et permettre la constitution de stocks de provisions tout au long du cycle économique.

Un point qui suscite toutefois une attention particulière du point de vue de la stabilité financière est l'impact de l'utilisation de données *point-in-time* (non ajustées du cycle économique) pour le calcul des pertes attendues et du provisionnement du risque de crédit dans IFRS 9. Cette méthodologie s'oppose à la logique *through the cycle* sur la base de laquelle sont estimées les pertes attendues dans les modèles prudentiels. Elle implique davantage de volatilité dans les mesures de pertes attendues. Dans une méthodologie *point-in-time*, les mesures du risque de défaut des contreparties (qui déterminent le montant des provisions) doivent répliquer l'amplitude des mouvements cycliques, là où une méthodologie *through the cycle* vise à éliminer l'impact de ces mouvements (il faut considérer le niveau moyen du risque de défaut sur le cycle à chaque date d'arrêt). La norme promeut également le principe de neutralité, ce qui proscriit la constitution délibérée de réserves destinées à faire face à des situations imprévues, les banques devant démontrer que les provisions constituées sont proportionnées aux risques envisagés. Ce principe pourrait faire dépendre de manière excessive le provisionnement des banques du consensus ambiant, avec un risque d'amplifier la réalité du cycle économique dans les prédictions *ex ante* des banques (sous-estimation des pertes à venir en phase de croissance, sur-estimation en phase de retournement).

À noter également qu'à la demande du Parlement européen, le Conseil européen du risque systémique (ESRB) a engagé des travaux en vue d'évaluer les conséquences sur la stabilité financière de la norme IFRS 9.

2. RISQUES PESANT SUR LES ORGANISMES D'ASSURANCE

L'environnement inédit de taux d'intérêt très bas diminue les marges et rendements des assureurs qui doivent repenser leur modèle traditionnel d'activité. La prolongation d'un tel environnement comme une sortie brutale constituent un risque dont il convient d'anticiper le plus en amont possible les conséquences et l'ampleur.

a. La résilience des assureurs dans un environnement de taux d'intérêt bas³³

- **Impact sur la rentabilité et sur l'attractivité des rémunérations des produits d'épargne**

Les assureurs détiennent une part substantielle de leurs placements en titres obligataires amortissables : les placements amortissables obligataires à taux fixe, et donc à rendement déterministe, des 15 principaux assureurs-vie représentaient 68 % des placements fin 2013 et 64 % fin 2015 (Tableau 3). La tendance baissière des rendements des émissions

Tableau 3

Allocation en valeur nette comptable des placements directs (hors unités de compte) des 15 principaux assureurs-vie et mixtes

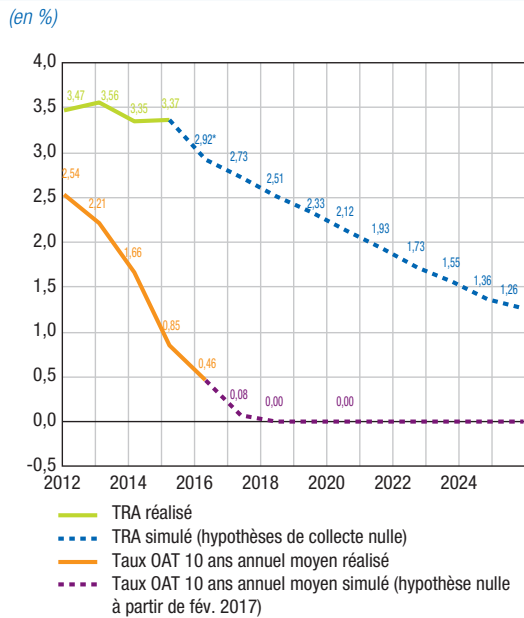
	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2015
Part des titres relevant de l'article R343-9 du code des assurances à coupons fixes (actifs amortissables à coupons fixes)	68 %	65 %	64 %
Part des autres titres relevant de l'article R343-9 du code des assurances (actifs amortissables principalement à coupons variables)	6 %	7 %	6 %
Part des titres relevant de l'art. R343-10 du code des assurances (dits « actifs non amortissables », actifs principalement de type actions et assimilés, immobilier)	26 %	28 %	29 %

Source : ACPR.

³³ Une analyse plus complète des assureurs-vie français en environnement de taux a été publiée par l'ACPR en mai 2017 : https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acpr/publications/analyses-syntheses/201705_AS08_taux_bas.pdf

Graphique 23

Projection du taux de rendement de l'actif (TRA) des 15 principaux assureurs-vie et mixtes à horizon 2025



Source : ACPR.

* Une partie significative de l'écart entre 2015 et la première année de projection provient de l'hypothèse d'absence de cession de titres dans la projection et donc de réalisation des plus- ou moins-values. En effet, les plus- ou moins-values réalisées représentaient 40 pb du TRA du Top 15 en 2015.

Aide à lecture : le TRA sur les années 2016 à 2025 est projeté sous l'hypothèse que le réinvestissement des coupons et des nominaux obligataires arrivant à échéance est effectué au taux de rendement moyen des émissions OAT de l'année courante.

obligataires souveraines a donc une incidence directe sur le rendement de leur portefeuille³⁴. Sur les dernières années, les placements en obligations ont donc été réduits au profit des actifs non amortissables (principalement actions et assimilés ou immobilier), pour lesquels les revenus sont potentiellement supérieurs mais plus volatils.

Les rendements des placements – hors ceux en représentation des contrats en unités de compte – des 15 principaux assureurs-vie et mixtes français ont fait l'objet d'une étude prospective. Fondée sur les remises prudentielles, cette analyse a permis d'évaluer, pour les dix prochaines années, les produits financiers nets « déterministes » qui peuvent d'ores et déjà être escomptés à partir des titres amortissables obligataires à taux fixe détenus à fin 2015 et qui seront toujours en portefeuille, au moins en partie, dans les années à venir, compte tenu de leurs échéances et de l'évolution de leur valeur nette comptable (sous les hypothèses fortes d'absence d'événement de crédit avéré portant sur les émetteurs de ces titres et de détention à maturité). Ainsi, le taux de rendement de l'actif (TRA) des assureurs a été évalué sous l'hypothèse que ces derniers réinvestissent les liquidités issues des titres amortissables à taux fixe arrivés à maturité dans des obligations dix ans au pair à taux nul³⁵. Sous ces conditions, le taux de rendement de l'actif connaîtrait une baisse d'environ 20 pb par an à horizon 2025, revenant de 3,37 % en 2015 à 1,26 % en 2025 (Graphique 23).

La dilution du rendement des actifs vient renforcer les risques encourus par les organismes :

- **Risque de rachat massif en cas de hausse brutale des taux** : ce point est traité en détail dans la section suivante ;
- **Risque de pertes financières pour les acteurs qui garantissent des taux techniques élevés ou qui verseraient immédiatement une participation aux bénéfices trop élevée** par rapport au rendement récurrent de leur actif (Graphique 24). L'analyse agrégée du marché français dissimule des disparités fortes entre les organismes considérés de façon individuelle, les écarts étant eux-mêmes variables dans le temps, et de façon un peu plus significative pour le TRA que pour le taux de revalorisation (Graphique 25) ;
- **Risque de coût**, pour les acteurs prélevant des chargements sur encours insuffisants pour couvrir leur frais et qui n'équilibreraient leur résultat qu'à l'aide de la part de produits financiers qu'ils prélèvent.

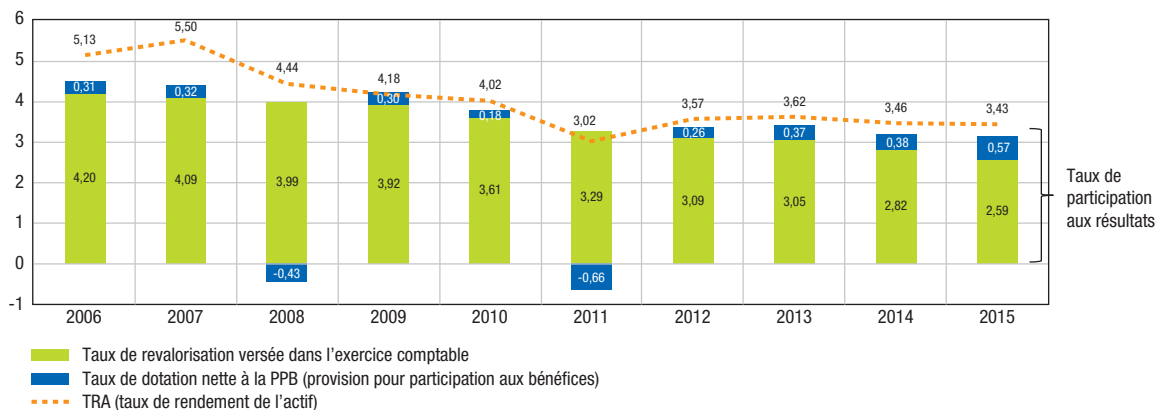
34 Le rendement des placements des assureurs-vie est impacté par une baisse des taux notamment à l'occasion du réinvestissement des liquidités provenant des actifs arrivant à maturité et du placement des liquidités liées à une collecte nette positive. Si l'écart entre le rendement des actifs et les taux servis aux assurés s'amenuisent, la rentabilité se dégrade et le risque d'insolvabilité est plus élevé.

35 Pour les fins de l'étude, les hypothèses suivantes ont été faites afin de réaliser une projection du taux de rendement de l'actif à horizon 10 ans : (i) collecte nette annuelle nulle (ii) stratégie d'allocation d'actifs constante (iii) les liquidités (coupons, remboursements, dividendes, loyers...) issues des placements sont réinvesties de sorte à respecter l'hypothèse précédente (iv) le réinvestissement des liquidités dans des titres amortissables à taux fixe se fait dans des obligations 10 ans au pair à taux nul (v) le revenu annuel des autres actifs en portefeuille (obligations à taux variables, actions, immobilier...) est égal à 3 % de leur valeur nette comptable d'ouverture (vi) la valeur nette comptable des autres titres n'est pas modifiée (absence de dotations/reprises pour dépréciation) et aucun de ces titres n'est vendu (vii) le taux de frais de gestion des placements (hors UC) en proportion de la moyenne des valeurs nettes comptables d'ouverture et de fermeture des placements est égal à la moyenne des ratios observés en 2014 et 2015 (-0,32 %).

Graphique 24

Comparaison du taux de rendement de l'actif (TRA) et de la participation aux résultats des 12 principaux assureurs-vie et mixtes français

(en %)



Source : ACPR.

Note de lecture : le taux de participation aux résultats se décompose entre le taux de revalorisation accordé, auquel s'ajoute la dotation nette à la provision pour participation aux bénéficiaires (PPB). 2008 et 2011 constituent des années exceptionnelles avec des reprises nettes de PPB.

- **L'environnement de taux d'intérêt bas a eu un impact relativement limité sur l'allocation d'actifs entre grandes poches d'investissement**

L'Autorité européenne des assurances et des pensions (EIOPA) a organisé, de décembre 2016 à février 2017, une collecte *ad hoc* d'informations afin de mesurer l'évolution des portefeuilles d'investissement des groupes d'assurance européens les plus significatifs.

Selon les informations collectées auprès de 13 groupes français, la part des classes d'investissement risquées s'est accrue de 2011 à 2015, bien que restant minoritaires dans l'ensemble du portefeuille ; 85 % des groupes d'assurance interrogés indiquent ainsi avoir augmenté depuis 2011 la part des placements les moins liquides dans leurs portefeuilles. Cette tendance recouvre toutefois des réalités diverses selon les groupes, tant en termes de supports concernés (prêts directs à l'économie, financement de projets d'infrastructure, actions non cotées, parts de *hedge funds*, placements immobiliers...) qu'en termes de motivations (recherche de rendement, ajustement de la liquidité de l'actif aux contraintes de passif, diversification du portefeuille...) ou d'ampleur.

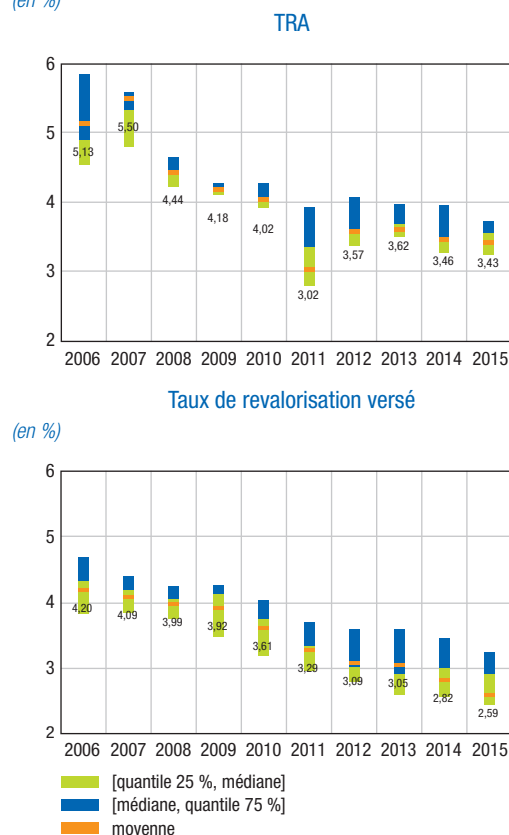
Plus généralement, les groupes affichent une diminution des expositions aux dettes souveraines (de 35,5 % en 2011 à 33,8 % des placements en 2015) et au secteur financier (de 16,2 % à 15,6 %).

La notation des lignes obligataires détenues par les assureurs depuis 2011 est en baisse d'AA à AA-. Néanmoins, cette évolution résulte principalement de la baisse depuis 2012 de la notation de l'État français,

Graphique 25

Dispersion du taux de rendement de l'actif (TRA) et du taux de revalorisation versé dans l'exercice comptable

(en %)



Source : ACPR.

Note de lecture : la barre mesure l'écart interquartiles, c'est-à-dire un intervalle dans lequel se situent 50 % des valeurs de l'échantillon, 25 % au-dessus de la médiane et 25 % en dessous. Le chiffre sous chaque barre indique la moyenne observée.

auquel les assureurs français sont fortement exposés, ainsi que de souverains moins bien notés de la zone euro (notes autour de BBB). Cependant, les assureurs confrontés à ces dégradations de notation ont conservé en majorité leurs expositions.

• Tests de résistance menés en 2016 par l'EIOPA

EIOPA a publié en décembre 2016 les résultats d'un exercice de *stress tests* centrés sur les risques portés par les assureurs-vie en environnement de taux durablement bas. L'impact des deux scénarios de choc instantané à appliquer sur les comptes au 31 décembre 2015 a été mesuré : le premier scénario (dits « *low-for-long yield* » et noté LY) correspondant à un aplatissement de la courbe des taux, signe de taux bas durable, le second scénario (dit « *double hit* » et noté DH) consistant en un choc simultané à la baisse sur le taux d'actualisation et à la hausse sur les spreads de crédit.

Les résultats de l'exercice de *stress tests* EIOPA 2016³⁶ montrent une assez bonne résilience du marché tant à l'échelle européenne (236 organismes ont participé à cet exercice) qu'en France (34 organismes). En situation initiale, pour tous les organismes de l'échantillon français, les fonds propres couvrent le capital de solvabilité requis (SCR), avec un ratio moyen fonds propres éligibles/SCR de 198 % légèrement supérieur à celui de l'échantillon européen (196 %), dans lequel deux organismes ne couvrent pas leur SCR.

Les spécifications publiées par EIOPA, qui ne demandaient pas de nouveau calcul du SCR post-choc, rendent impossible la mesure de l'impact des scénarios sous forme de variation du ratio de couverture. L'analyse des chocs testés dans les scénarios a en particulier reposé sur le ratio actifs/passifs, qui n'intègre pas de mesure du risque à la différence du SCR, et son évolution. En situation initiale, le ratio moyen observé sur l'échantillon français est inférieur à la moyenne européenne (respectivement : 105,7 % contre 109,6 %). La variation absolue du ratio actifs/passifs, après les chocs simulés dans les deux scénarios, est plus faible pour le marché français que pour le reste de l'Europe dans son ensemble (1,61 pp pour l'ensemble des organismes français contre 2,19 en UE pour le scénario *double hit* et 1,32 pp en France contre 2,22 en UE pour le scénario LY).

b. Les risques portés par les assureurs en cas de remontée des taux d'intérêt

Une remontée des taux d'intérêt long terme brutale et significative (+200 pb) ne déplacerait pas le rendement de l'actif des assureurs-vie français considérés dans leur ensemble à un niveau les rendant vulnérables à la concurrence d'acteurs nouveaux entrants.

Le TRA des 15 principaux assureurs-vie ou mixtes français a été projeté depuis fin 2016³⁷ sous la contrainte d'un taux OAT 10 ans supérieur de 200 pb à celui de la clôture 2016³⁸ (Graphique 26).

Il apparaît ainsi que le taux de rendement des assureurs demeurerait – dans l'éventualité d'un choc de +200 pb sur les taux longs – d'un niveau relativement équivalent à celui dont disposerait un assureur nouvel entrant. Ceci découle de la grande inertie du portefeuille obligataire des sociétés de l'échantillon, aujourd'hui encore largement

³⁶ EIOPA a publié un rapport détaillant le résultat de cet exercice de stress tests, disponible sur le lien suivant :

<https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/EIOPA-BOS-16-302%20Insurance%20stress%20test%202016%20report.pdf>

La position des organismes français par rapport au marché européen doit être analysée en considérant que le marché français est plus concentré que les autres et comprend des acteurs de grande surface financière, impliquant une meilleure mutualisation des risques et plus de diversification. L'ACPR a rendu également publique son analyse des résultats des organismes français :

https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acpr/publications/analyses-syntheses/201703-AS77-stress-tests-eiopa.pdf

³⁷ Sous les hypothèses exposées dans la partie 1.

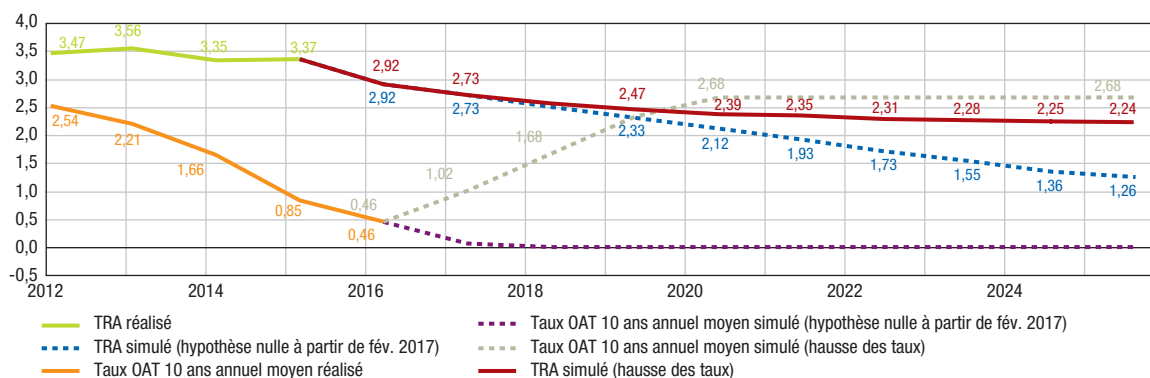
³⁸ La seule hypothèse différant de celles du graphique 26 concerne le réinvestissement dans des obligations 10 ans au pair sur la période de projection pour le TRA simulé dont la courbe est en rouge : chaque année, le réinvestissement se fait dans des obligations 10 ans dont le taux de coupon est égal à celui du scénario taux OAT 10 ans correspondant.

Graphique 26

Taux de rendement de l'actif projeté en cas de remontée des taux d'intérêt

(en %)

Taux de rendement de l'actif de tous les placements hors UC projetés et scénarios de taux correspondants



Source : ACPR.

Aide à lecture : le TRA sur les années 2016 à 2025 est projeté sous l'hypothèse que le réinvestissement des coupons et des nominaux obligataires arrivant à échéance est effectué au taux de rendement moyen des émissions OAT de l'année courante.

composé d'obligations à taux d'intérêt facial élevé, de duration longue et détenu généralement à terme.

Ces conclusions sont à nuancer dans le cas d'une prolongation de l'environnement de taux d'intérêt bas sur une plus longue période, au terme de laquelle le portefeuille obligataire des assureurs aurait été intégralement renouvelé avec des obligations à faible rendement. Au terme d'une telle période, le redressement brutal des taux d'intérêt constituerait un avantage commercial pour un assureur nouvel entrant qui proposerait des rémunérations garanties plus compétitives que les acteurs historiques et pourrait déclencher une vague d'arbitrages.

À ce jour, les assureurs historiques disposent cependant de la provision pour participation aux bénéfices pour maintenir leur attractivité prospective, ainsi que de la réserve de capitalisation et d'un stock de plus-values important. En cas de remontée rapide et brutale des taux, les assureurs devront mobiliser ces réserves pour relever la revalorisation des contrats garantis : dans le cas contraire, les assurés risqueraient en effet de se détourner de leurs contrats euros pour des supports d'épargne plus rémunérateurs ou plus liquides.

• Scénario de remontée brutale des taux d'intérêt

L'évaluation économique prospective de l'impact d'une remontée brutale et significative des taux longs (+200 pb) et d'une pentification des taux courts fait apparaître que la situation des assureurs dépend très fortement des comportements de rachats.

L'exercice a consisté à appliquer des chocs instantanés et à mesurer leurs impacts sur un bilan prudentiel représentatif de sociétés d'assurance-vie françaises, agrégeant des engagements d'épargne à capital garanti (supports dits « en euros »). S'agissant des risques financiers, un choc de +200 pb a été appliqué à la courbe de taux zéro-coupon sans risque sur les maturités longues³⁹ et les poches actions et immobilier ont été choquées de respectivement -15 % et -10 %. La loi comportementale permettant de modéliser les rachats conjoncturels sur les polices dans le scénario de base a également

³⁹ Le choc appliqué sur la courbe de taux correspond à +200 pb sur les maturités de long terme et liquides (10 à 20 ans), +50 pb sur les taux courts, suivi d'un ajustement continu entre les taux 9 ans et 10 ans. La courbe des taux sans risque pour les termes supérieurs à 20 ans a été construite conformément à la réglementation (Ultimate Rate Forward égal à 4,2 %) et à la méthodologie publiée par EIOPA (extrapolation de la courbe des taux avec la méthode de Smith-Wilson).

été remplacée par une loi plus sensible à l'écart entre le taux de revalorisation des encours servi par les assureurs et le taux de marché alternatif. L'impact des chocs financiers est alors amplifié par les mouvements de sortie des assurés.

En premier lieu, il convient de relever que le choix de loi de rachat influe au premier ordre la *value in force* (VIF)⁴⁰ du portefeuille, intégrée dans la réserve de réconciliation et faisant donc partie des fonds propres prudentiels : en l'absence de chocs financiers, la VIF est divisée par deux lors du passage à la loi de rachat conjoncturel plus sévère. La remontée des taux combinée au choc sur les actions et l'immobilier entraînerait une diminution du ratio de couverture du capital de solvabilité requis de 67 points lorsque la loi de rachat conjoncturel la plus sensible est utilisée. L'utilisation de la loi de rachat conjoncturel la plus sévère conduit à des pics de rachats dans le scénario de stress financier autour de la cinquième année, s'approchant en moyenne de 20 % du portefeuille.

Ces différents résultats alertent sur la sensibilité des métriques prudentielles aux hypothèses comportementales des assurés. Les entreprises pourraient tester différents jeux d'hypothèses dans le cadre de l'*Own Risk and Solvency Assessment* (ORSA), déviant de leurs tables d'expérience, notamment en cas de changements rapides des marchés.

Ces résultats, obtenus à partir d'une agrégation d'engagements, pourraient être plus défavorables dans des situations individuelles de sociétés disposant de réserves de richesse (plus-values latentes, réserve de capitalisation, provision pour participation aux bénéfices) limitées.

c. Assurance et risque réglementaire

La mise en œuvre de Solvabilité II continue de faire l'objet d'une attention particulière de la part des autorités de contrôle, afin d'assurer le respect du nouveau cadre réglementaire. La nouvelle réglementation impose aux organismes d'assurance une gestion optimisée de leurs risques et une transparence accrue. Plusieurs éléments sont à souligner en distinguant l'impact sur les assureurs français des évolutions réglementaires au niveau international et en France.

Tout d'abord, au niveau international, après les premiers mois d'application de Solvabilité II, des premiers affinements de la réglementation ont été adoptés. Afin d'être plus adaptée à la réalité économique, la méthodologie de calcul de l'UFR (*ultimate forward rate*, taux d'intérêt *forward* 1 an implicitement déductible de la courbe des taux sans risque à l'ultime), utilisé pour l'actualisation des provisions techniques, a récemment été revue. Cette nouvelle méthodologie conduira à une baisse de l'UFR de 4,2 à 4,05 % au 1^{er} janvier 2018, et à 3,65 % à terme.

Par ailleurs, le règlement délégué, pris en application de la directive Solvabilité II, prévoit une revue de la formule standard du capital de solvabilité requis d'ici au 31 décembre 2018. Dans cette optique, l'EIOPA travaille actuellement à des propositions de modifications de la formule standard, lesquelles seront remises à la Commission européenne d'ici février 2018.

Enfin, sur le marché français, la mise en place de l'accord national interprofessionnel (ANI) a augmenté la concurrence entre assureurs santé : la situation nécessite donc toujours une vigilance particulière. Dans le domaine de l'assurance automobile, habitation et emprunteur, la loi Hamon a provoqué des effets similaires, ayant renforcé la mobilité des assurés par des facultés nouvelles de résiliation. Enfin, l'entrée en application de la faculté de résiliation annuelle – en complément des dispositions de la loi Hamon relatives à la première année d'assurance – des contrats d'assurance emprunteur liés à un crédit à l'habitat à compter du 1^{er} janvier 2018 pourrait rendre ce marché plus concurrentiel et en réduire les marges.

⁴⁰ Valeur actuelle des profits futurs sur les contrats en portefeuille.

4 Risques des marchés financiers

Les marchés financiers ont fait preuve d'une résilience croissante face à des nouvelles politiques au potentiel perturbateur important au cours de l'année 2016. L'indice VIX, qui mesure la volatilité implicite sur les marchés financiers américains, se maintient aux alentours de 12 depuis début 2017, un niveau très faible compte tenu des incertitudes élevées pesant sur le système économique et financier⁴¹, sur les orientations de la politique économique aux États-Unis et sur la finalisation du Brexit encore incertaine. Le principal risque est donc celui d'un retournement des anticipations conduisant à une correction brutale des prix des actifs, caractérisés par des valorisations élevées.

1. RISQUE POLITIQUE ET STABILITÉ DES MARCHÉS

a. Des marchés calmes en dépit de l'incertitude politique

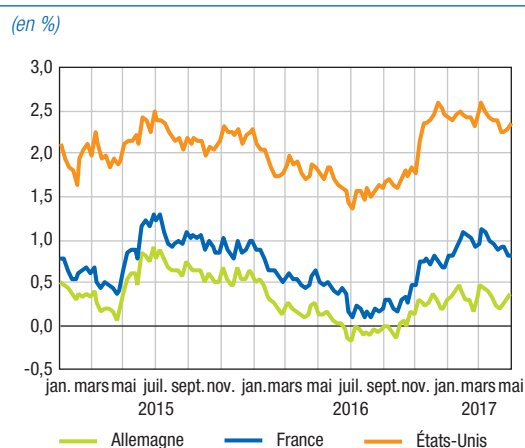
Les marchés financiers mondiaux sont actuellement caractérisés par une volatilité historiquement basse et des valorisations élevées – notamment sur les marchés d'actions américains – **en dépit d'incertitudes persistantes sur les politiques économiques.**

Début mai 2017, la volatilité implicite des marchés d'actions américains (mesurée par l'indice VIX) a touché un point bas depuis 1993 avec un VIX inférieur à 10 points, très en dessous de sa moyenne de long terme de 20 points (Graphique 28). La volatilité sur le marché des changes et sur les marchés obligataires évolue également à de faibles niveaux, témoignant de l'apathie des marchés.

Les valorisations sont élevées sur la plupart des marchés financiers, alimentées par le regain d'optimisme des investisseurs quant aux perspectives de croissance et d'inflation et par la persistance d'une liquidité abondante fournie par les banques centrales (notamment en zone euro et au Japon). La hausse des taux d'intérêt souverains des pays avancés au second semestre 2016 (Graphique 27) a été exacerbée par l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis. Cette hausse, d'environ 60 pb aux États-Unis et 30 pb en Europe, s'est interrompue début 2017. Les taux d'intérêt évoluent malgré tout à des niveaux historiquement bas et par conséquent les valorisations se situent toujours à des niveaux élevés. En France, à l'approche de l'élection présidentielle, le taux de l'OAT 10 ans

Graphique 27

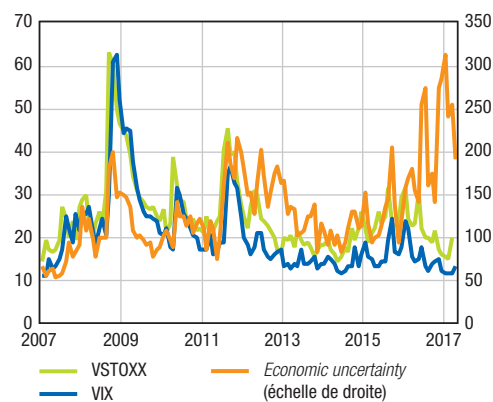
Taux d'intérêt souverains à 10 ans



Source : Bloomberg.

Graphique 28

Volatilité implicite des marchés actions et indice d'incertitude de politique économique globale



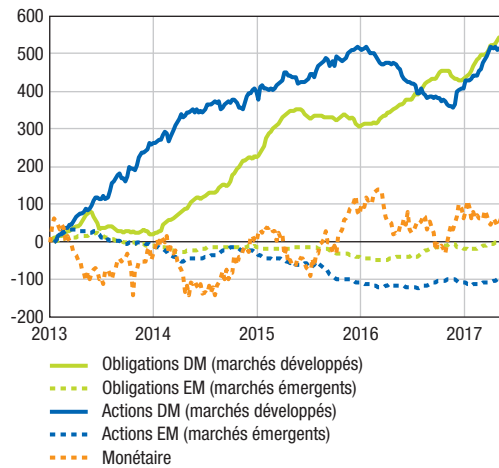
Sources : Bloomberg, Economic Policy Uncertainty.

⁴¹ Pour rappel, le VIX avait atteint 80 pendant la crise de 2008, dépassé 40 à l'été 2010 et 2011, atteint 25 suite au référendum sur le Brexit en juin et dépassé 20 en novembre 2016 en lien avec les élections américaines.

Graphique 29

Flux d'investissement nets cumulés par types de fonds et zone géographique (en mds USD)

(mds USD)



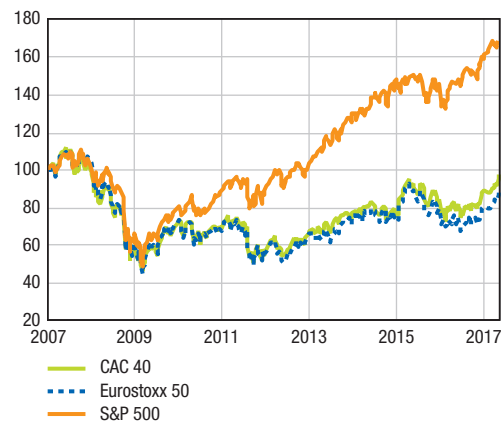
Source : EPFR.

a continué de progresser entre février et avril 2017, le *spread* avec l'Allemagne s'écartant de façon marquée avant de se resserrer après le second tour de l'élection.

Contrairement au *Taper Tantrum* de 2013, ce mouvement de hausse n'a pas entraîné de rééquilibrage massif des portefeuilles au niveau mondial (ou grande rotation). Après quelques semaines de flux d'investissement sortants des marchés émergents et des fonds obligataires, la tendance s'est inversée avec une hausse généralisée des flux vers les actions et les obligations, aussi bien dans les pays émergents que les pays avancés (Graphique 29), situation inédite pointant vers une surabondance de liquidité dans le système financier. Sur les marchés obligataires *corporate*, les *spreads* de crédit des entreprises demeurent resserrés, correspondant à des valorisations se situant à des niveaux historiquement élevés. Les marchés actions ont, quant à eux, progressé de façon marquée depuis novembre 2016 de part et d'autre de l'Atlantique (Graphique 30), les indicateurs de valorisation indiquant même une surévaluation aux États-Unis (voir Encadré 8).

Graphique 30

Indices boursiers (base 100 en janvier 2007)



Source : Bloomberg.

Parallèlement, le risque de politique économique demeure élevé au niveau global, en lien avec les incertitudes sur la capacité de l'administration américaine à mettre en place les réformes annoncées, les élections à venir en Europe et le rythme de resserrement de la politique monétaire de la Fed.

La déconnexion entre le risque politique et les primes de risque, apparente sur les marchés d'actions américains, s'illustre également à travers les facteurs qui sous-tendent les taux OIS⁴² européens à 10 ans. La remontée de 46 pb entre juillet 2016 et avril 2017 du taux OIS à 10 ans serait essentiellement expliquée par la perspective d'une remontée des taux d'intérêt de court terme sur la période, la composante taux courts représentant 38 pb, contre 8 pb pour la composante prime de terme⁴³. En effet, les primes de risque d'inflation et de taux, qui composent la prime de terme, demeurent faibles, malgré la persistance du risque politique élevé en Europe sur la période.

b. Des risques de turbulence sur les marchés financiers

La déconnexion entre une volatilité faible, des valorisations élevées et des incertitudes de politique économique paraît correspondre à un équilibre fragile.

Ainsi, un blocage dans la mise en place de la politique budgétaire de l'administration Trump ou un resserrement monétaire mal anticipé par les intervenants de marché pourraient entraîner **un rebond de la volatilité, un écartement des *spreads* de crédit,**

⁴² Overnight indexed swap, dérivé de taux d'intérêt équivalent à l'échange d'un taux au jour le jour (Eonia) contre un taux fixe sur une maturité donnée (10 ans ici).

⁴³ La décomposition est réalisée à l'aide d'un modèle de structure par terme dans lequel le taux de court terme a la possibilité de rester pour une durée prolongée à un niveau plancher. Ce plancher peut varier dans le temps (A. Monfort, F. Pegoraro et D. Sabes (2017) : « Euro Area Affine Term Structure Model with Time-Varying Lower Bound »).

ou une correction des marchés d'actions. De même, un choc financier dans les pays émergents – notamment en Chine – provoquant une vente massive de leurs réserves de change, une résurgence du risque politique (en Europe ou au Moyen-Orient) ou encore la réapparition de craintes sur la solidité des banques de certains pays européens pourraient entraîner une hausse de la volatilité et un ajustement des valorisations à la baisse.

Quel que soit le scénario sous-jacent, une « retarification » brutale des primes de risque entraînerait des moins-values importantes sur les portefeuilles de titres des investisseurs français comptabilisés en valeur de marché, ce d'autant plus que l'environnement de taux bas⁴⁴ et les stratégies de recherche de rendement ont dans une certaine mesure poussé les institutions financières à une prise de risque accrue.

Au deuxième trimestre 2016, les sociétés d'assurance françaises (vie et mixtes) détenaient plus de 2000 milliards d'euros de placements financiers, dont 1345 milliards d'euros d'obligations et autres titres de créance et 72 milliards d'euros d'actions cotées⁴⁵. Hors couverture, un choc de 200 pb à la hausse sur le portefeuille obligataire, couplé à un choc de 10 % à la baisse sur les actions, entraînerait ainsi une perte potentielle en valeur de marché d'environ 140 milliards d'euros⁴⁶ sur ces deux portefeuilles de placement. Un choc similaire entraînerait une perte potentielle de 55 milliards d'euros sur la valeur de marché des titres détenus par les banques françaises. La valeur du portefeuille des personnes physiques résidentes en France, d'un montant de 375 milliards d'euros à fin 2015, baisserait également substantiellement. Les effets de richesse étant faibles en France, l'effet potentiel sur le PIB en France resterait limité.

Facteur aggravant, on ne peut pas écarter le risque que la faible volatilité pourrait également avoir incité certains investisseurs à ne pas couvrir leur risque de façon adéquate, ils seraient donc particulièrement exposés à une dégradation des conditions de marché. *A contrario*, une augmentation brutale de la volatilité pourrait rendre plus coûteuse la couverture du risque par les institutions financières.

Encadré 8

Le marché des actions aux États-Unis est-il surévalué ?

Le marché des actions aux États-Unis a atteint ses niveaux les plus élevés depuis 2000, conduisant le PER à un niveau équivalent à 17,5 fois les bénéfices (Graphique A), bien au-dessus de sa moyenne à long terme (14x). La croissance du marché américain, très forte depuis 2011, s'est encore fortement accélérée depuis l'élection de Donald Trump en novembre 2016 (+12 % pour le S&P500 contre +5 % de janvier à octobre 2016). Ce sont les valeurs financières qui profitent le plus de cette hausse des cours depuis novembre 2016 (+20 %).

Cette hausse historique de l'indice américain peut s'expliquer en temps réel par la compression de la prime de risque autour de sa moyenne historique¹ et dans une approche prospective par des anticipations de bénéfices futurs très élevées (+15 % par an sur les trois prochaines années, contre une moyenne de 5 % depuis 2006).

Si la hausse prononcée du marché des actions est cohérente avec l'optimisme des entreprises et des ménages, elle apparaît déconnectée de la croissance de l'économie réelle. En pratique, la liquidité apportée par la politique monétaire depuis la crise financière de 2008 pourrait avoir favorisé une inflation des prix des actifs (Graphique B). Cependant, une correction à la baisse des cours boursiers pourrait intervenir dans les circonstances suivantes :

- i) un resserrement de la politique monétaire plus rapide que prévu ;

¹ Calculée à partir de janvier 2006.

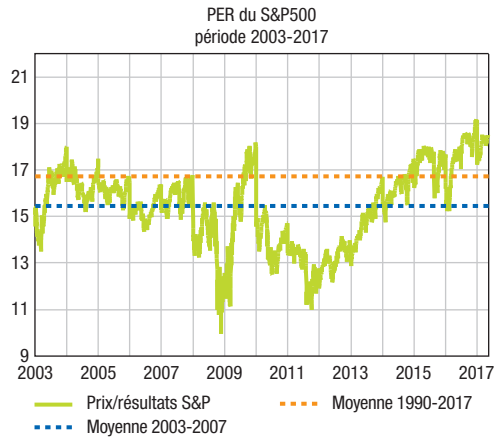
⁴⁴ La convexité des obligations implique que leur prix est plus sensible à une variation de taux d'intérêt dans un environnement de taux bas.

⁴⁵ Source : Webstat.

⁴⁶ Avec une hypothèse de durée du portefeuille obligataire de 5 ans.

Graphique A

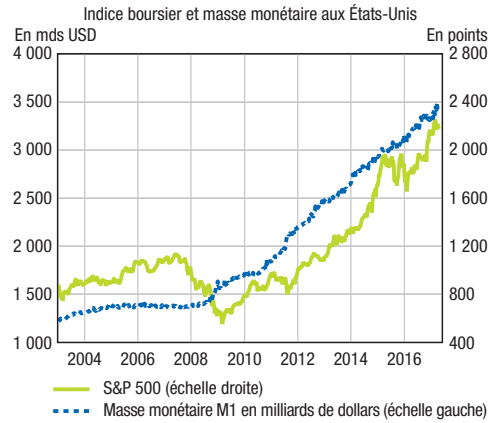
Le PER aux États-Unis est au-dessus de sa moyenne historique à long terme



Source : Bloomberg.

Graphique B

Les dynamiques des valorisations boursières et la masse monétaire aux États-Unis sont liées

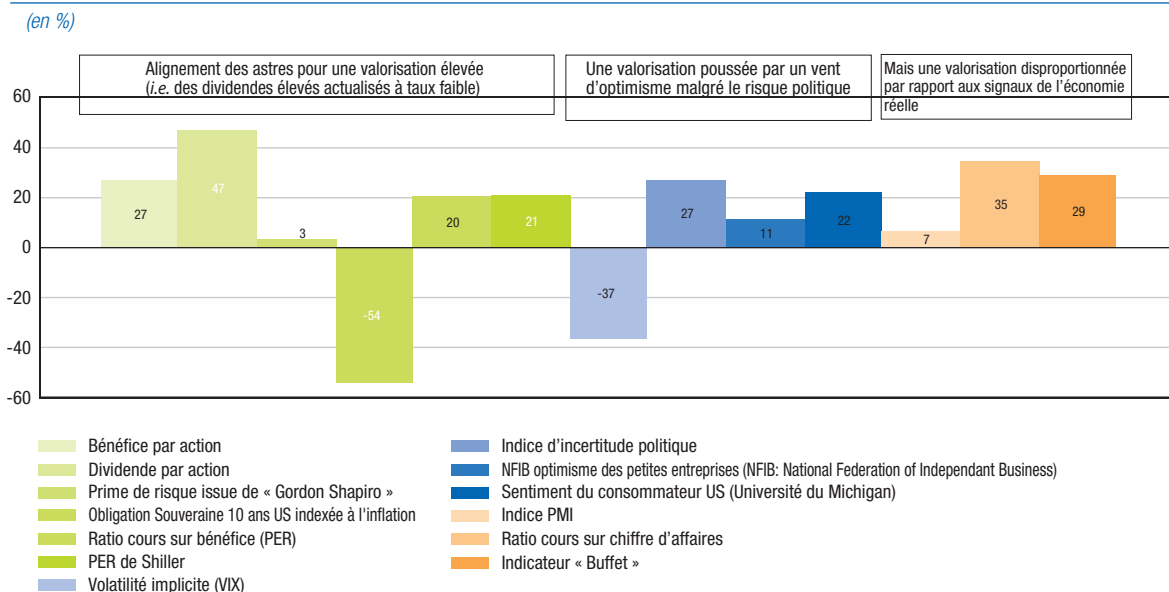


Sources : Bloomberg, Federal Reserve Bank of Saint Louis.

- ii) une croissance économique qui se révélerait décevante (le cours actuel du S&P500 étant appuyé sur une hypothèse de croissance supérieure au consensus actuel de 2,2 %) ;
- iii) un repli significatif des *buybacks* en cas de blocage de la réforme fiscale annoncée par Donald Trump (réduction de l'impôt sur les sociétés à 15 % et amnistie sur le cash détenu à l'étranger).

Graphique C

Sous-jacents de la valorisation des actions US : comparaison pour chaque indicateur de sa moyenne depuis novembre 2016 versus sa moyenne depuis janvier 2006



Sources : Bloomberg, www.policyuncertainty.com, NFIB, University of Michigan. L'indicateur « Buffet » est obtenu en divisant le cours de l'indice Wilshire 5 000 par le PIB nominal.

2. DES TENSIONS CROISSANTES SUR LE MARCHÉ DU REPO (PENSION LIVRÉE)

a. Impact de la réglementation sur le marché du repo : état des lieux

Les nouvelles règles s'appliquant aux banques sont souvent citées comme étant l'un des facteurs principaux de l'évolution du marché du repo⁴⁷. Les changements les plus importants à cet égard concernent le ratio de levier, le ratio de liquidité de court terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR) et le ratio de financement de moyen terme (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR).

Le LCR est en vigueur comme norme de Pilier 1⁴⁸ depuis le 1^{er} janvier 2015, avec une phase de transition jusqu'en 2018, date à laquelle il devra être respecté à hauteur de 100 % par les banques. Le NSFR, quant à lui, est une norme de Pilier 2⁴⁹, qui fait l'objet d'une exigence de publication pour les banques. Le 23 novembre 2016, la Commission européenne a publié une proposition législative visant à introduire au niveau européen le ratio de levier et le NSFR comme normes de Pilier 1 en sus du ratio de solvabilité.

Le ratio de levier complète le ratio de solvabilité par une mesure non assise sur les risques. À ce titre, l'ensemble des éléments de bilan et de hors-bilan sont intégrés au dénominateur du ratio pour leur valeur comptable, sous réserve de quelques retraitements, et sont non pondérés en risque contrairement au dénominateur du ratio de solvabilité. En outre, le ratio de levier, à la différence du ratio de solvabilité, ne tient pas compte, sauf exceptions très ciblées, des techniques de réduction du risque de crédit. À titre d'exemple, en méthode standard, une obligation souveraine d'un pays de la zone euro induit une charge en fonds propres plus faible qu'une obligation d'entreprise au titre du ratio de solvabilité, alors que ces deux expositions engendrent une charge en fonds propres de même montant dans le ratio de levier. Concernant plus spécifiquement les opérations de repo, très consommatrices en fonds propres du fait de leur volume, mais peu risquées car assimilées à un prêt collatéralisé, le ratio de levier est plus contraignant que le ratio de solvabilité. En effet, l'opération de repo (emprunt de cash contre prêt de titres) accroît la taille du bilan (hausse du montant de trésorerie et conservation des titres au bilan), ce qui dégrade, toutes choses égales d'ailleurs, le ratio de levier pour lequel les possibilités de compensation des positions sont moindres que pour le ratio de solvabilité. Les banques ont toutefois trouvé un moyen de pallier cet effet mécanique en accroissant leur recours aux chambres de compensation, ce qui permet de faciliter le *netting* de leurs opérations de repo/reverse repo dans le cadre du calcul de leur ratio de levier.

Au titre du LCR, les banques doivent détenir suffisamment d'actifs liquides (*High quality liquid assets* – HQLA) pour couvrir leurs sorties de trésorerie pendant trente jours, évaluées de manière prudente. Ceci a pour conséquence directe de rendre le financement à court terme (moins de trente jours) moins attractif et la détention de HQLA plus attractive. Dans ce contexte, la demande de structures de financement à plus long terme s'accroît (par exemple des transactions *evergreen*, c'est-à-dire des repos à maturité fixe qui incluent des clauses de reconduction tacite de l'emprunt). De même, certaines banques recourent à des transactions dites de « *collateral upgrade* », qui les conduisent à mettre en pension des titres de qualité inférieure en échange de HQLA.

Enfin, au titre du NSFR, les banques sont incitées à réduire leur dépendance à l'égard du financement à court terme et à augmenter la part de leur financement sous forme de ressources stables. Le NSFR est un ratio intégrant (i) au numérateur le montant de

47 La BRI a publié en avril 2017 un rapport relatif au fonctionnement du marché du repo : « Repo market functioning », CGFS Papers, n°59 <http://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>

48 Norme contraignante dont le niveau est fixé de manière forfaitaire pour l'ensemble des banques.

49 Son niveau est décidé par le superviseur de manière individuelle pour chaque banque.

financement stable disponible (*Available Stable Funding* – ASF), composé des passifs (ex : fonds propres, dépôts, emprunts) pondérés selon leur niveau de stabilité et leur maturité résiduelle, et (ii) au dénominateur les besoins en financement stable (*Required Stable Funding* – RSF) correspondant à l'ensemble des éléments d'actifs du bilan et de hors-bilan pondérés selon le type de contrepartie et leur maturité résiduelle. Ainsi, les opérations de repo/reverse repo avec une contrepartie financière constituent à la fois une source de financement stable (repo) et un besoin de financement stable (reverse repo) dans le cadre du calcul du NSFR. Ces deux opérations font toutefois l'objet d'un traitement asymétrique lorsqu'elles sont d'une maturité inférieure à six mois : 0 % d'ASF pour l'opération de repo, 10 % ou 15 % de RSF pour l'opération de reverse repo (standard bâlois).

b. Des tensions inhabituellement fortes en fin d'année

L'effet de la réglementation est particulièrement marqué en fin de trimestre et en fin d'année, au moment où les banques doivent produire leurs états réglementaires. À ces dates les banques peuvent avoir intérêt à réduire fortement leurs expositions, afin notamment d'être plus largement au-dessus de leurs exigences de ratio de levier. Ceci est l'une des raisons de la forte baisse des taux de repo et de la nette contraction des volumes d'opérations constatés en fin de période. Les participants non bancaires au marché du repo (notamment les OPC monétaires) qui souhaitent prêter des espèces en échange de titres risquent alors de devoir placer leurs liquidités à des taux nettement plus négatifs que sur le reste de l'année.

Ces tensions de fin de trimestre, certes traditionnelles, ont atteint un niveau sans précédent au tournant de l'année 2016. Certains titres souverains français, hollandais ou allemands notamment ont été négociés à des niveaux proches de -5 % à -6 % sur le passage de fin d'année, des taux très largement inférieurs à ceux observés les semaines précédentes et à la facilité de dépôt de l'Eurosystème (-0,40 %). En outre, la notion de vrac, qui désigne le taux applicable à une catégorie générique de collatéral, a perdu une grande partie de sa signification, les prêts/emprunts de titres ayant généralement été négociés à des niveaux très différenciés. On observe également une divergence entre les taux pratiqués dans le cadre du repo compensé et le repo négocié hors compensation.

La portée de ces évolutions de fin d'année mérite néanmoins d'être relativisée :

- **les tensions ont été très ponctuelles**, le marché s'étant tendu en toute fin d'année avant de se normaliser très rapidement. Les volumes négociés ont été assez faibles, ce qui montre la relative bonne préparation du marché en anticipation du passage de fin d'année. Le marché a continué à fonctionner ; il a certes connu des frictions, mais sans que celles-ci conduisent à une augmentation significative du volume d'incidents de livraison ;
- les tensions n'ont concerné que les titres issus des juridictions les plus demandées par les investisseurs ;
- enfin, la fin du premier trimestre de l'année 2017 n'a pas occasionné de tensions similaires. La valeur du collatéral générique s'est certes légèrement renchérie en France et en Allemagne et, dans une bien moindre mesure, en Italie, mais, au total, les taux de repo sont demeurés à des niveaux contenus. Une meilleure accoutumance du marché à l'utilisation des facilités de prêt de titres déployées par l'Eurosystème peut également expliquer les moindres tensions observées dans certaines juridictions (Encadré 9). Dans ce contexte, il convient de noter que l'Eurosystème a continué de se conformer au principe de neutralité dans l'exécution du programme de *quantitative easing*, afin de ne pas créer de distorsions de marché (Encadré 10).

Encadré 9

Adaptation des facilités de prêts de titres de l'Eurosystème

Afin de fluidifier l'accès aux facilités de prêts de titre de l'Eurosystème, le conseil des gouverneurs a annoncé le 8 décembre 2016 autoriser le prêt de titres acquis dans le cadre du *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) contre du cash comme collatéral. Dès le 15 décembre 2016, certaines banques centrales de l'Eurosystème ont utilisé cette nouvelle possibilité, en complément des facilités existantes de prêts de titres contre titres.

La possibilité de fournir du cash comme collatéral des opérations avec l'Eurosystème a suscité un intérêt croissant des participants de marché, notamment en fin d'année et à la fin du premier trimestre 2017, contribuant ainsi à réduire les tensions, notamment sur les titres les plus demandés (Allemagne, France, Pays-Bas notamment).

Les données publiées par la BCE montrent ainsi une nette augmentation des encours de la facilité contre cash et plus généralement de l'activité de prêt de titres. Ainsi, en avril 2017, l'encours moyen de prêts de titres de l'Eurosystème a dépassé 52 milliards d'euros dont 18 milliards contre cash.

Encadré 10

Conséquences du *quantitative easing* (QE) sur les marchés

"Price impact of bond supply shocks: Evidence from the Eurosystem's asset purchase program", William Arrata, Benoît Nguyen (2017), Banque de France Working Paper Series no. 623¹

L'article s'intéresse aux conséquences des programmes d'achat de l'Eurosystème sur les marchés obligataires de la zone euro, en se basant sur la première année de mise en œuvre. Plusieurs effets possibles des programmes d'achat sur les prix des titres sont étudiés : effet stock, effet flux, effet stock anticipé.

L'effet stock est l'impact des achats cumulés sur les prix. Les auteurs mettent en évidence que **les prix des titres, un an après le début des achats, ont évolué en rapport avec les quantités achetées** : l'achat d'1 % de l'encours d'un titre est corrélé avec une baisse moyenne de son taux de 1,3 à 2,5 pb.

Cet impact se situe dans la fourchette des estimations effectuées pour d'autres programmes, comme celle de Joyce et Tong (2012) sur le QE de la Bank of England (BOE) et de D'Amico et King (2013) sur celui de la Fed. L'impact est plus important sur les obligations indexées et les titres de maturités éloignées. L'effet stock est aussi moins prononcé à un an qu'à trois ou six mois, suggérant une rentabilité décroissante des achats du *Public Sector Purchase Programme* (PSPP).

L'effet flux est l'impact des transactions sur les prix des titres au moment où celles-ci sont effectuées. Il se matérialise alors par une distorsion locale de la courbe des taux. Dans le cadre de la première année du PSPP, **aucun effet flux n'a été détecté par les auteurs, hormis circonstances très particulières** (comme les premiers jours d'achat, etc.). Andrade *et al.* (2016) font le même constat sur le PSPP.

Le mode opératoire du PSPP fournit une explication. À l'opposé d'autres programmes d'achat, le PSPP cherche à limiter les perturbations sur les marchés, en respectant le principe de « *market neutrality* ». En particulier, s'agissant de ce programme, la distribution des emprises de la banque centrale sur les titres est infiniment plus resserrée qu'avec les programmes de la Fed ou de la Banque d'Angleterre (Graphique A).

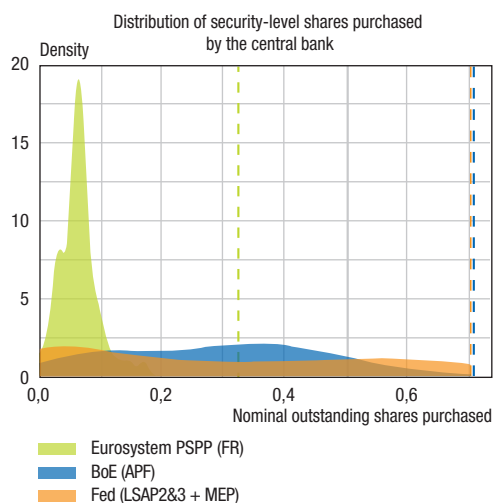
Enfin, l'effet stock anticipé est l'impact des anticipations d'achats totaux sur les taux. Les auteurs s'intéressent ici à la corrélation entre le niveau du taux à dix ans auquel emprunte l'État français et l'emprise anticipée de l'*Asset Purchase Programme* (APP) sur la dette française sur la période avril-juillet 2015, période caractérisée par une remontée des taux souverains de 80 pb.

¹ <https://publications.banque-france.fr/en/price-impact-bond-supply-shocks-evidence-eurosystems-asset-purchase-program>

Les auteurs mettent en évidence qu'entre avril et juillet 2015, la médiane des anticipations de taille totale d'achats de titres par le marché recule de 1,15 à 1,01 milliard d'euros, et peut expliquer la remontée des taux obligataires (Graphique B).

Graphique A

Distribution des emprises par programme

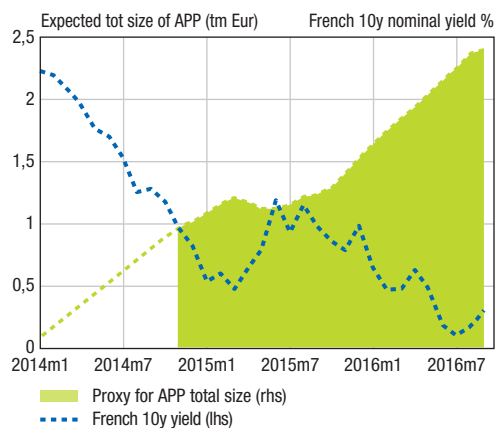


Sources : Bloomberg, BOE, FRB, Banque de France.

Notes : Vertical dashed lines: issue limit 33% (Eurosystem) 70% (BoE and Fed). Eurosystem PSPP data as of 9th March 2016.

Graphique B

Taux 10 ans de la dette de l'État français et anticipations de taille totale de l'Asset Purchase Programme



Sources : Bloomberg, Reuters, calculs des auteurs.

c. Perspectives : l'adaptation du marché à une réglementation plus contraignante

Dans un environnement réglementaire plus contraignant, le marché pourrait adapter ses pratiques :

- **Par de nouveaux types de transactions.** Certains participants de marché rapportent un développement de transactions sans échange de cash, notamment le prêt de titres en blanc, déjà très répandu au Japon. Alors qu'un repo consiste à prêter un titre en échange de cash (avec versement d'intérêts au dénouement de l'opération), un prêt de titres en blanc consiste à prêter un titre sans contrepartie en cash (avec toujours un versement d'intérêts au dénouement de l'opération). Ces prêts de titres « secs » peuvent avoir lieu entre une entreprise non financière (prêteuse des titres) et une banque (emprunteuse de ces titres), ou bien parfois entre deux banques.
 - Pour la banque qui emprunte les titres, la transaction permet une augmentation du LCR (si les exigences opérationnelles sont satisfaites), mais sans financement des titres comme c'est le cas avec un repo ou un reverse repo.
 - Dans le cas où c'est une banque qui prête les titres, l'absence d'échange de cash est avantageux en ce qui concerne le ratio de levier par rapport à un repo.
- **Par une standardisation des dates de maturités afin de faciliter le netting.** Un aspect clé pour les banques commerciales est la capacité à réaliser le *netting* des transactions, afin d'alléger le coût bilanciel et partant réglementaire des opérations de repo. De fait, les taux négociés sur les passages de fin de trimestre entre le repo compensé et les prix pratiqués en dehors d'une chambre de compensation sont devenus très différenciés.

Or, une standardisation des maturités négociées pourrait faciliter le *netting* des transactions pour les banques commerciales : seules les transactions ayant la même date de maturité pouvant être compensées, une concentration des transactions sur une même date de maturité facilite la compensation. Des participants de marché rapportent ainsi qu'une pratique de plus en plus courante consiste à traiter sur une date de maturité au premier jour ouvré du trimestre suivant.

- **Par un possible développement des transactions entre clients finaux.** Les investisseurs finaux qui doivent placer ou emprunter des titres sur ces périodes sont pénalisés par des *bid/offer spreads* plus élevés de la part des banques, reflétant la prise en compte de leurs coûts bilanciaux sur ces périodes. Une possibilité serait que les investisseurs finaux puissent traiter directement entre eux, pratique qui reste toutefois très limitée à ce jour.

Encadré 11

Conséquences du Brexit sur les infrastructures de marché

Le Royaume-Uni comporte de nombreuses infrastructures de marché d'importance systémique pour le reste de l'Union européenne, et notamment pour la zone euro. En particulier, deux contreparties centrales (CCP) britanniques compensent l'essentiel des transactions sur les marchés de gré à gré d'instruments dérivés, y compris en euro : plus de 95 % des *swaps* de taux d'intérêt sont compensés par LCH Ltd, et 80 % des CDS compensés dans l'Union européenne le sont par ICE Clear Europe. En outre, ces CCP sont également présentes sur des marchés essentiels pour la stabilité financière et la politique monétaire, comme les repos (30 % des repos compensés libellés en euro le sont par LCH Ltd) et les dérivés listés de taux courts (*Short Term Interest Rate futures – STIR*, quasi intégralement compensés par ICE Clear Europe, y compris les futures sur l'Euribor). Par ailleurs, les deux principaux MTF (*Multilateral Trading Facilities*) européens sont situés au Royaume-Uni, et traitent 30 % des négociations d'actions dans l'Union européenne. Enfin, quatre des six référentiels centraux de données (*Trade Repositories*) auxquels les banques déclarent leurs transactions sur dérivés y sont localisés.

Le maintien d'activités significatives de compensation libellées en euro dans les CCP britanniques crée un risque pour la stabilité financière de l'Union européenne. En effet, les CCP britanniques ne seront plus soumises aux exigences prudentielles du règlement EMIR, ni à la supervision collégiale, prévue par ce règlement, impliquant des autorités de toute l'Union européenne. Or, aucune coopération entre superviseurs ne peut valablement se substituer à une supervision directe d'activités établies sur le sol européen : dans les situations de crise que les CCP peuvent être amenées à gérer au cœur des marchés financiers, leur comportement peut engendrer un risque de contagion (procyclité des appels de marges, diffusion des pertes aux banques européennes) et seuls les superviseurs nationaux sont capables de réduire ce risque. Outre le risque d'un affaiblissement du cadre réglementaire, ces activités d'importance critique génèrent un risque de liquidité en euro très important, évalué à plusieurs dizaines de milliards d'euros, qui crée un aléa moral très fort pour l'Eurosystème, dans la mesure où ce dernier pourrait être contraint de fournir de la liquidité d'urgence en cas de crise.

C'est pourquoi la Banque de France promeut une politique de localisation dans l'Union européenne des activités de compensation libellées dans les monnaies de l'Union européenne. Dans le cadre d'une prochaine révision *ad hoc* du règlement EMIR, il est nécessaire de faire en sorte que les CCP de pays tiers ne puissent être reconnues pour fournir des services dans l'Union européenne si elles compensent des transactions dans ces monnaies au-dessus de seuils prédéfinis, ces services ayant vocation à être fournis au sein de l'Union européenne. De plus, s'agissant des activités de compensation de CCP de pays tiers dans d'autres monnaies que celles de l'Union, mais qui sont également d'importance systémique pour l'Union européenne au regard des expositions des banques européennes, ces activités devraient faire l'objet d'une supervision directe par les autorités européennes pour vérifier leur conformité aux exigences du règlement EMIR. Cela suppose une révision du règlement pour renforcer le dispositif de contrôle des CCP de pays tiers.

Compte tenu de la prépondérance de la place de Londres dans la compensation des transactions financières en euro, la sortie du Royaume-Uni fait peser un risque pour la stabilité financière de l'Union européenne à 27. La conjugaison d'une politique de localisation des chambres de compensation et du développement d'alternatives au sein de l'Union européenne à 27 pour assurer la continuité de la fourniture de ces services constitue la seule voie pour préserver dans de bonnes conditions l'objectif premier de maintien de la stabilité financière. Bien entendu, des modalités adéquates pour la relocalisation doivent être envisagées pour limiter le risque opérationnel lié au transfert des positions.

3. GESTION D'ACTIFS : FOCUS SUR LES FONDS MONÉTAIRES

Les fonds d'investissement monétaires (*Money Market Funds* – MMF en anglais, Organismes de placement collectifs monétaires – OPC monétaires en français) jouent un rôle clé dans le financement à court terme de l'économie, en particulier pour les institutions financières, et permettent aux investisseurs institutionnels de placer leur excédent de trésorerie à court terme en bénéficiant d'une liquidité au jour le jour. Pour autant, la crise financière de 2008 a montré que le comportement des fonds monétaires était susceptible de mettre en danger la stabilité financière.

a. Les risques sont exacerbés par le contexte de taux d'intérêt bas

• L'environnement de taux d'intérêt bas actuel met en difficulté les fonds monétaires

Deux grands modèles de fonds monétaires coexistent en fonction de la méthode de calcul de leur valeur liquidative (VL) : (i) les fonds dits « VNAV » (pour *Variable Net Asset Value*) ont une VL qui fluctue quotidiennement en fonction de la valeur des titres sous-jacents et (ii) les fonds CNAV (pour *Constant Net Asset Value*) qui présentent eux une valeur liquidative constante (1 dollar ou 1 euro). Cette VL constante est artificiellement assurée au moyen d'une linéarisation comptable qui lisse les performances. Alors que **tous les fonds français sont bâtis sur le modèle VNAV avec valorisation quotidienne en *mark-to-market***, le modèle CNAV persiste dans quatre des cinq marchés les plus importants (États-Unis, Chine, Irlande et Luxembourg). Fin 2014, **les fonds CNAV représentaient plus de 60 % de l'encours des MMF européens**⁵⁰.

Or la crise financière a montré que **le modèle CNAV pouvait créer un risque systémique** : en septembre 2008, suite à la faillite de Lehman Brothers, le *Reserve Primary Fund* – un fonds monétaire américain totalisant 62,5 milliards de dollars d'actifs sous gestion – n'était plus capable de maintenir sa VL à 1 dollar. Ceci a entraîné le rachat massif de parts, un stress important sur le marché monétaire américain et l'intervention des autorités américaines. On parle de « *break the buck* » quand l'écart entre la VL faciale (1 dollar ou 1 euro) et celle des titres sous-jacents en portefeuille devient trop élevé, de sorte que le fonds CNAV est contraint de « casser » le seuil du 1 dollar.

Un autre risque des OPC monétaires est lié au fait que ces véhicules de placement collectif ont pu être à tort perçus par les investisseurs comme un équivalent sans risque aux dépôts bancaires, or contrairement à ces derniers, ils ne sont couverts par aucun mécanisme de garantie.

• En dépit de rendements très faibles, les fonds monétaires continuent de bénéficier de flux de souscription positifs

Ces risques sont particulièrement prégnants dans le contexte de taux d'intérêt bas qui prévaut dans la zone euro depuis la baisse des taux directeurs de la BCE qui ancre les

⁵⁰ IOSCO, *Peer Review of Regulation of Money Market Funds : Final Report, Septembre 2015*. Disponible ici <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD502.pdf>

taux du marché monétaire à un niveau proche de la facilité de dépôt (actuellement -0,4 %, négative depuis juin 2014). Or, les MMF cherchent à délivrer une performance proche de celle des taux du marché monétaire en investissant essentiellement dans des instruments dudit marché ainsi que des dépôts de faible maturité, comme les y contraint la réglementation.

Ainsi, en Europe, le *Committee of European Securities Regulators*⁵¹ avait créé en 2010 deux catégories de fonds monétaires en fonction de leur profil de maturité (« monétaire » et « monétaire court terme »). Pour les fonds de la première catégorie, la maturité résiduelle de chaque titre en portefeuille est limitée à 2 ans et ils ne peuvent afficher une durée de vie moyenne pondérée (WAL⁵²) supérieure à 12 mois et une maturité moyenne pondérée (WAM⁵³) de 6 mois. Pour les fonds monétaires court terme, ces seuils sont respectivement de 397, 120 et 60 jours.

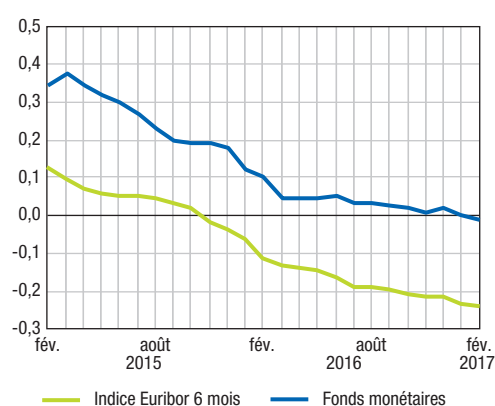
Aussi **l'environnement de taux d'intérêt bas met-il sous tension les fonds monétaires** qui ne peuvent compenser la baisse des taux monétaires en investissant dans des titres à plus fort rendement.

Pour la première fois en février 2017, les MMF ont réalisé, en moyenne, une performance annuelle négative de -0,01 % sur 12 mois (Graphique 31). Plus généralement, en 2016 on note une dégradation marquée de la performance des OPC monétaires accompagnée d'une dispersion relativement faible (Graphique 32) : sur le mois de février 2017, 87 % des fonds sont en valorisation négative (contre 62 % en février 2016).

Graphique 31

Performance annuelle des OPC monétaires

(en %)

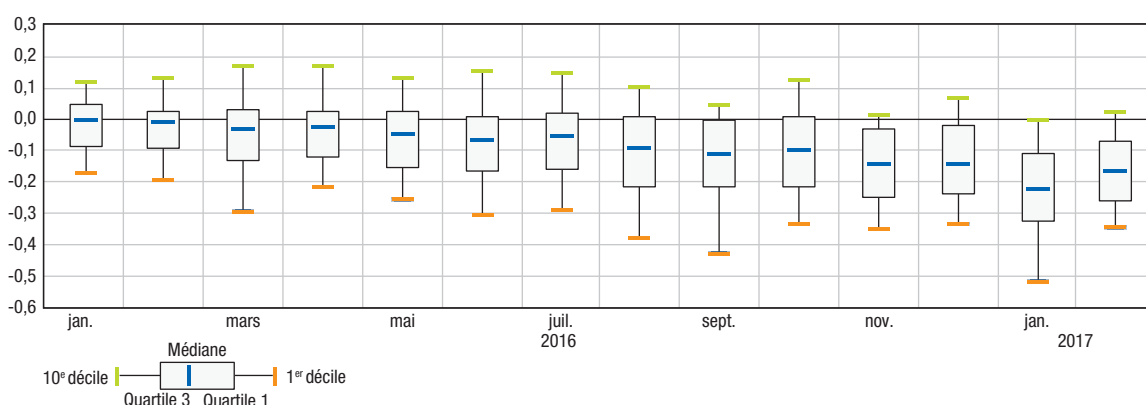


Source : Banque de France.

Graphique 32

OPC monétaires : distribution individuelle de performance mensuelle annualisée

(en %)



Source : Banque de France.

51 Devenu l'ESMA (European Securities and Markets Authority) en 2011.

52 La WAL (weighted-average life) désigne la moyenne pondérée des maturités maximales des titres détenus par le fonds. Il s'agit d'une mesure du risque de liquidité.

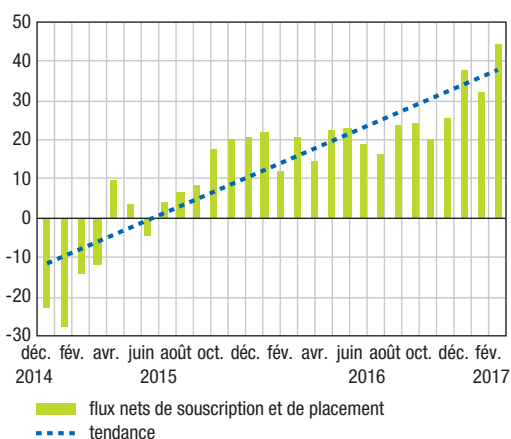
53 La WAM (weighted-average maturity) est, elle, une mesure du risque de taux. La WAM est déterminée en reprenant le même calcul que la WAL mais en prenant comme maturité des instruments à taux variable le temps résiduel jusqu'à la prochaine actualisation du taux.

En dépit de ces rendements très faibles voire négatifs, les fonds monétaires français ont renoué depuis mi-2015 avec des flux de souscription positifs : 44 milliards d'euros de flux en mars 2017 (12 mois glissants) pour 350 milliards d'encours consolidés, soit l'évolution la plus forte depuis juillet 2009 (Graphique 33). Cette collecte positive auprès de toutes les catégories d'investisseurs semble traduire une allocation d'attente. Sur l'année 2016 en France, la maturité résiduelle moyenne pondérée des portefeuilles (WAL) diminue tandis qu'elle augmente à nouveau début 2017 dans un contexte de performance très faible (Graphique 34). On constate également une concentration du secteur et une réduction des encours des fonds monétaires court terme (50 % des encours totaux des fonds monétaires français fin 2012 contre 16 % en février 2017).

Graphique 33

Flux nets de souscriptions et de placements sur 12 mois glissants

(milliards d'euros)

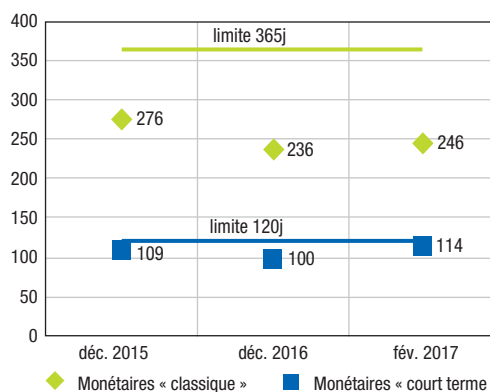


Source : Banque de France.

Graphique 34

Durée de vie moyenne pondérée (WAL) des titres en portefeuille pour chaque type de contrat monétaire (nombre de jours)

(nombre de jours)



Source : Banque de France.

b. Enjeux de la nouvelle réglementation européenne des fonds monétaires pour la structure du marché monétaire en France

L'encadrement des fonds monétaires s'inscrit dans le plan d'action des autorités européennes visant à réglementer le système financier parallèle. L'objectif initial est de prévenir les risques de retraits massifs (« runs ») qui ont pu peser sur le bilan des fonds avec un risque de contagion à d'autres acteurs du système financier, dont les banques pourvoyeuses de liquidité à ces fonds. La version finale du règlement a été votée par le Parlement européen le 5 avril 2017, le nouveau règlement européen devrait s'appliquer dès juillet 2018. Les fonds devraient s'y conformer pour le début de l'année 2019.

Le principal apport du règlement réside dans des **mesures d'encadrement spécifiques des fonds à valeur liquidative constante** (fonds CNAV). Les fonds CNAV ne seront autorisés à investir que dans de la dette publique à hauteur de 99,5 % minimum de leur encours. Une nouvelle catégorie de fonds à valeur liquidative de faible volatilité (**fonds LVNAV**) est instituée par le règlement. La valeur liquidative peut varier à condition de rester dans une limite de 20 pb par rapport à la valeur de marché.

De manière générale, de **nouvelles exigences** seront applicables à l'ensemble des fonds : valorisation quotidienne, encadrement plus strict du risque de taux et du risque de

liquidité⁵⁴, mise en place de *stress tests*, obligation de justifier d'une capacité d'évaluation interne du risque de crédit et exigences accrues de transparence sur le passif.

Le nouveau règlement devrait avoir des **conséquences sur la structure du marché monétaire en France**. Le marché français va en effet devoir s'adapter à l'accueil de fonds CNAV. De plus, le périmètre des fonds monétaires pourrait être modifié. Certains fonds utilisés pour de la gestion de trésorerie devront être requalifiés à cause d'une maturité des actifs en portefeuille supérieure à deux ans ou de non-respect des contraintes d'investissement. Enfin, les schémas maître-nourricier et de fonds dédié pourraient être remis en cause : une contrainte pesant sur le passif d'un fonds (hors épargne salariale) interdit la détention par un unique investisseur en capacité d'influencer le profil de liquidité du fonds. Plus généralement, le règlement aboutit à une situation paradoxale où les fonds CNAV, principaux vecteurs de contagion pendant la crise de 2008 et auparavant interdits en France, seront autorisés.

⁵⁴ Ainsi un double ratio de liquidité est introduit pour tous les MMF : pour les VNAV, ratio minimal de 7,5 % de l'actif pour la liquidité à 1 jour et de 15 % pour la liquidité à une semaine. Ces seuils sont respectivement de 10 % et 30 % pour les CNAV de dette publique et les LVNAV. À noter que les actifs qui peuvent être pris en compte dans ces ratios sont définis par leur maturité résiduelle et non par leur liquidité de marché comme c'est le cas dans la réglementation américaine.

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs – 75001 Paris

Directeur de la publication

Nathalie AUFAUVRE

Directeur de la rédaction

Ivan ODONNAT

Comité éditorial

Franck AUBERGER
Anne-Lise BONTEMPS-CHANEL
Laurent CLERC
Thomas FERRIERE
Sébastien FRAPPA
Sophie HAINCOURT
Natacha ISSLAME-ROCHER
Pauline LEZ
Jean-Stéphane MESONNIER
Frédéric VISNOVSKI
Jonathan ZRIBI

Traduction et réalisation

Direction de la Communication

Dépôt légal

Juin 2017

Internet

<https://www.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-sur-levaluation-des-risques>