HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel

Septembre 2020

Avant-propos du président du HCSF

Institué par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013, le Haut Conseil de stabilité financière, que j'ai l'honneur de présider, a été installé en juin 2014. Le législateur lui a confié une mission fondamentale : celle de préserver la stabilité de l'ensemble du système financier français, afin qu'il puisse contribuer de façon soutenable à la croissance économique.

Jusqu'au début de cette année, le Haut Conseil agissait dans une phase favorable du cycle économique et financier, marquée par une croissance régulière, une baisse du chômage, une augmentation des revenus, une progression du crédit et une hausse des valorisations des actifs.

Durant cette période, le Haut Conseil s'est attaché à détecter et à prévenir les risques pour la stabilité financière, en activant le coussin de fonds propres contra-cyclique des banques, en renforçant les règles relatives à l'exposition des banques aux grandes entreprises les plus endettées et en recommandant aux établissements de crédit de respecter des bonnes pratiques dans l'octroi de crédits immobiliers. Je tiens à remercier l'ensemble des membres qui ont participé à ces travaux, et salue notamment Agnès Benassy-Quéré et Bernard Delas qui ont quitté le Haut Conseil cette année.

La crise économique et financière liée à la pandémie de covid-19 modifie le cadre de l'action du Haut Conseil, mais elle ne change en rien sa mission. En mars dernier, il a participé à l'effort de l'ensemble des autorités publiques pour empêcher un désastre économique, en relâchant intégralement le coussin de fonds propres contra-cyclique des banques pour les aider à financer massivement les entreprises en manque de liquidités. En juin, il a reconduit la mesure visant à limiter l'exposition des banques aux entreprises très endettées. Il poursuit la mise en œuvre de sa recommandation sur le crédit immobilier. Ces actions participent d'un même objectif : faire en sorte que le système financier français soit au service d'une reprise à la fois forte et durable, en veillant à ce que le bon financement de l'économie se fasse sans prise de risque excessive.

Le rapport annuel 2020 rappelle que le système financier français a abordé l'année dans une position solide et qu'il a bien résisté au choc brutal lié à la pandémie de covid-19. Les risques financiers à moyen terme se sont toutefois accrus, en raison de l'impact de la crise sur les acteurs financiers et sur les entreprises. L'action du Haut Conseil, dans son évaluation des risques et dans la mise en œuvre de la politique macroprudentielle, n'en sera que plus essentielle dans les prochains mois.

Bruno LE MAIRE, Ministre de l'Économie, des Finances et de la Relance

Table des matières

RÉSUMÉ 4

ACTION DU HCSF 7

CH.1 DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS 14

A. Situation macroéconomique 14

B. Les marchés de capitaux 14

CH.2 AGENTS NON FINANCIERS 21

A. Ménages 21

B. Entreprises 25

CH.3 AGENTS FINANCIERS 32

A. Banques 32

B. Entreprises d'assurance 38

C. Gestion d'actifs 42

CH.4 INTERCONNEXIONS ET PROPAGATIONS DES CHOCS DANS LE SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS 47

A. La méthodologie mise en place permet d'étudier la propagation des chocs dans le système financier 47

B. Les résultats montrent le rôle important de la contagion 51

CH.5 L'IMPACT DE LA MESURE RELATIVE AUX GRANDS RISQUES DES INSTITUTIONS SYSTÉMIQUES 57

A. Présentation de la mesure 57

B. Un garde-fou qui n'a pas entravé la distribution du crédit 58

C. Continuer de contrôler le risque de concentration en période de crise, sans entraver le financement de l'économie 62

CH.6 RETOUR SUR LA RECOMMANDATION DE DÉCEMBRE 2019 SUR LES CONDITIONS D'OCTROI DES PRÊTS IMMOBILIERS 64

A. Constats 64

B. La recommandation a été calibrée sur la base d'une analyse des données individuelles d'emprunts immobiliers de l'enquête patrimoine de l'Insee 69

C. Un suivi statistique de la recommandation effectif en septembre 2020 71

Ce rapport a été adopté par les membres du Haut Conseil de stabilité financière à l'occasion de la séance du 17 septembre 2020.

Bruno Le Maire
Ministre de l'Économie, des Finances et de la Relance
Président du Haut Conseil de stabilité financière

Francois Villeroy de Galhau
Gouverneur de la Banque de France et Président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
Membre de droit

Robert Ophèle
Président de l'Autorité des marchés financiers
Membre de droit

Jean-Paul Faugère
Vice-président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
Membre de droit

Patrick de Cambourg
Président de l'Autorité des normes comptables
Membre de droit

Raphaëlle Bellando
Professeur, Université d'Orléans
Personnalité qualifiée

Hélène Rey
Professeur, London Business School
Personnalité qualifiée

La rédaction de ce rapport a été arrêtée au 10 septembre 2020.

Ce rapport a été préparé, sous la responsabilité d'Emmanuel Bétry et Morgan Després, secrétaires généraux, par le pôle d'analyse économique du secteur financier de la direction générale du Trésor et la direction de la stabilité financière de la Banque de France, qui assurent conjointement le secrétariat du Haut Conseil de stabilité financière, avec des contributions de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (direction d'étude et d'analyse des risques) et de l'Autorité des marchés financiers (division études, stabilité financière et risques).

Tous les rapports annuels sont sur le site du HCSF.

Résumé

Le rapport annuel du HCSF est traditionnellement l'occasion de présenter l'action du Haut Conseil au cours de l'année écoulée et d'analyser la situation financière des principaux acteurs non financiers (ménages et entreprises) et financiers (banques, sociétés d'assurance, sociétés de gestion et fonds) de l'économie française. La crise économique et financière liée à la pandémie de covid-19 a conduit à repousser la publication du présent rapport annuel à septembre, afin de pouvoir dresser un premier bilan des effets de la crise sur la stabilité financière, en complément des développements sur la situation des acteurs en 2019. Ces analyses sont complétées par trois chapitres thématiques qui approfondissent certains aspects de l'activité du Haut Conseil.

L'année 2019 présentait les signes d'une phase haute de cycle financier

En 2019, l'endettement des ménages a connu une dynamique soutenue. Si cela reflète en partie un environnement de taux très bas, la trajectoire de l'endettement des Français reste singulière au sein de la zone euro, à la fois en niveau et en évolution. L'endettement immobilier s'est en outre accompagné d'une poursuite de la dégradation des conditions d'octroi. Dans le même temps, le taux d'épargne des ménages est resté à un niveau élevé, l'épargne financière s'orientant majoritairement vers des placements liquides et peu risqués (dépôts à vue, livrets réglementés et assurance-vie en euros).

La situation des entreprises a continué de s'améliorer en 2019, avec une hausse de leur valeur ajoutée et de leur taux de marge. Leur situation financière s'est également renforcée, la part d'entreprises moins bien cotées par la Banque de France ayant diminué. Comme pour les ménages, l'endettement des entreprises s'est inscrit en hausse marquée, aussi bien auprès des banques que *via* les marchés financiers. Cela s'est toutefois accompagné d'une accumulation d'actifs liquides, qui a permis de contenir la hausse de la dette nette, et d'un renforcement des fonds propres, le levier des entreprises restant stable.

Les valorisations ont enfin continué leur progression sur les marchés financiers, atteignant des niveaux élevés par rapport à leur moyenne de long terme. Côté actions, le CAC 40 a augmenté de près de 30 %, réalisant sa meilleure performance depuis vingt ans, dans un contexte de hausse généralisée des marchés boursiers dans le monde. Côté obligations, l'encours mondial de dette à taux négatif a atteint un plus haut historique.

Les institutions financières ont abordé la crise dans une situation bien plus solide qu'avant la crise financière de 2008

À la fin de l'année 2019, les banques françaises étaient dans une position financière solide : depuis la crise financière de 2008, elles ont fortement renforcé leurs fonds propres et amélioré la qualité de leur actif, ce qui leur permet de mieux résister à des chocs financiers. Leur rentabilité restait toutefois à un niveau modéré, surtout en comparaison de leurs concurrentes américaines, avec des marges réduites sur certaines activités.

En ce qui concerne le secteur des assurances, la collecte nette s'est stabilisée en 2019. La croissance de la collecte des primes brutes s'est en effet accompagnée d'une légère augmentation des prestations versées en assurance-vie et d'une hausse importante de la sinistralité sur le segment non-vie. Alors que l'environnement de taux bas pèse sur leur rentabilité, les assureurs français ont continué à améliorer leur solvabilité en 2019.

Enfin, les activités de gestion d'actifs sont reparties à la hausse en 2019 : les montants gérés et le nombre d'organismes de gestion immatriculés en France ont augmenté.

Le HCSF avait en outre pris des mesures pour prévenir et contenir les risques pour la stabilité financière

Le Haut Conseil avait adopté en juin 2018 une mesure encadrant l'exposition des banques systémiques françaises aux entreprises très endettées, en les maintenant sous le seuil de 5 % des fonds propres des banques. Le deuxième chapitre thématique de ce rapport annuel y est consacré. La mesure a pour objectif premier de renforcer la résilience bancaire face au risque de défaut de ces grandes entreprises, et permet en outre de sensibiliser les acteurs aux risques liés à la dynamique excessive de l'endettement. Les données disponibles sur la période de mise en œuvre de la mesure montrent que la dynamique de l'endettement des grandes entreprises s'est maintenue, mais que la concentration des risques est restée faible. Davantage que de contraindre l'offre de crédit aux entreprises, la mesure les encourage à diversifier leurs prêteurs. La crise ayant pour effet d'accroître l'endettement des entreprises et leur probabilité de défaut, le Haut Conseil a décidé en juin de prolonger la mesure pour un an, jusqu'à la fin juin 2021.

L'endettement immobilier des ménages est aussi un sujet de vigilance pour le Haut Conseil. En particulier, les conditions d'octroi de crédits immobiliers résidentiels se sont dégradées de façon continue sur les dernières années, avec une hausse des taux d'effort et de la durée des prêts. Le Haut Conseil a publié en octobre 2019 un diagnostic sur le sujet, qui a fait l'objet d'une consultation publique. Il a ensuite adopté, en décembre 2019, une recommandation concernant les conditions d'octroi de crédits immobiliers. Il y rappelle l'importance de respecter les bonnes pratiques en matière de taux d'effort (moins de 33 % du revenu) et de maturité (pas plus de 25 ans) des crédits immobiliers. Une marge de flexibilité de 15 % des nouveaux prêts est laissée aux établissements de crédit, pour permettre une mise en œuvre équilibrée de la recommandation. Le troisième chapitre thématique de ce rapport annuel est consacré à cette recommandation. Il revient sur la conception de la mesure par le Haut Conseil, qui s'est appuyée sur l'analyse de données individuelles fournies par l'Insee et expose la façon dont est suivie la mise en œuvre de la recommandation.

La pandémie de covid-19 a eu un impact immédiat et très marqué sur le système financier

La crise liée à la pandémie de covid-19 a eu un effet immédiat et massif sur les marchés financiers : le CAC 40 a chuté de près de 40 % entre mi-février et mi-mars. Sur la même période, le marché primaire obligataire s'est fortement contracté, celui des obligations à haut rendement restant gelé pendant près de six semaines. La crise a eu aussi un impact marqué sur le secteur de la gestion collective, en particulier pour les fonds actions ou monétaires, qui ont fait face respectivement à une chute de la valeur de leurs actifs et à une décollecte importante. Les banques ont été confrontées à une hausse de leur coût de refinancement et une augmentation du coût du risque, en particulier sur les prêts aux entreprises, mais ont dans l'ensemble bien résisté au choc et pu répondre à la forte demande de crédits engendrée par la crise. L'effet de la crise sur les organismes d'assurance s'est avant tout traduit par une baisse de la valeur de leurs actifs, l'impact sur la sinistralité étant très variable selon les activités.

La crise a aussi illustré l'importance des liens entre les différents acteurs financiers. Le sujet des interconnexions et de la propagation de chocs dans le système financier français est un axe de travail important du Haut Conseil. Il avait publié en 2018 un document de travail sur les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs français et le reste du système financier français, et y avait consacré un chapitre du rapport annuel 2018. Il a publié en juin 2020 un nouveau document de travail, qui étudie la propagation de chocs dans l'ensemble du système financier français. Les résultats, présentés dans le premier chapitre thématique du rapport annuel, soulignent le rôle majeur de la contagion, qui induit des pertes trois fois supérieures à un choc initial sur le secteur financier. L'analyse montre également le caractère systémique de certains acteurs, en particulier les grandes banques. Ces travaux permettent une

meilleure compréhension des mécanismes de transmission des chocs au sein du système financier et ont vocation à être poursuivis et affinés.

Les conditions financières se sont nettement améliorées grâce à l'intervention rapide et massive des pouvoirs publics

L'action conjuguée des gouvernements, des régulateurs et des banques centrales, en Europe et aux États-Unis, a permis une normalisation progressive des conditions financières. Les cours de bourse ont rattrapé une partie de leur chute du mois de mars et le marché obligataire primaire a retrouvé un fonctionnement normal. Les banques centrales ont assoupli leur politique monétaire afin de réduire les tensions sur les marchés obligataires (programme PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme* - de la Banque centrale européenne) et assurer la liquidité du secteur financier (nouveau programme TLTRO – *Targeted Long-term refinancing Operations*). Les autorités de supervision ont activé les flexibilités réglementaires permettant aux banques d'utiliser leurs coussins de capital, tout en demandant aux banques et aux assurances de ne pas verser de dividendes. Le Haut Conseil a joué son rôle, en décidant de relâcher intégralement en mars 2020 le coussin de fonds propres contra-cyclique des banques, pour leur permettre de répondre à la demande de crédit.

Enfin, les autorités budgétaires ont pris des mesures massives pour limiter l'impact de la crise sur l'économie et pour favoriser le rebond de l'activité. En France, des mesures représentant 450 Md€ ont été adoptées, en particulier un dispositif considérablement renforcé d'activité partielle (30 Md€) et un programme de 300 Md€ de prêts garantis par l'État (PGE). Au niveau européen, le plan *Next Generation EU* va permettre de débourser 750 Md€ sur la période 2021-2027 pour soutenir les plans de relance nationaux.

Les risques qui pèsent sur la stabilité financière restent à un niveau élevé

La crise liée à la pandémie de covid-19 a provoqué une chute sans précédent du produit intérieur brut (PIB) dans la plupart des pays développés. En France, le PIB a baissé de 6 % au premier trimestre, puis de 14 % au deuxième, selon les dernières estimations de l'Insee. Selon les prévisions de juin de la Banque de France, le PIB de la France baisserait de 10,3 % en 2020. La crise a entraîné une chute temporaire de la consommation des ménages, alors que les revenus ont été largement préservés grâce, notamment, au dispositif d'activité partielle. Cela s'est traduit par la constitution d'une importante épargne forcée par les ménages.

La crise a surtout constitué un choc brutal pour les entreprises, réduisant fortement le volume d'activité et créant, pour beaucoup, un fort besoin de trésorerie. Nombre d'entre elles ont ainsi été amenées à augmenter leur endettement, l'octroi de crédit étant facilité par le dispositif des PGE. La hausse du risque sur les portefeuilles de prêts des banques aux entreprises et aux ménages représente un facteur de risque important, sur lequel le Haut Conseil sera particulièrement vigilant.

Action du HCSF

Le HCSF s'est réuni à cinq reprises depuis la publication du dernier rapport annuel en juin 2019. La publication du rapport annuel 2020 a été repoussée à septembre afin de permettre une première appréciation de l'impact de la crise sanitaire et économique liée à la pandémie de covid-19 sur la stabilité financière.

Au cours de l'année écoulée, le Haut Conseil a continué à surveiller les risques et les vulnérabilités potentielles susceptibles d'affecter le secteur financier français. Avant même la crise liée à la pandémie de covid-19, le Haut Conseil avait constaté l'accentuation de certains risques pour la stabilité financière. Ces risques étaient associés à la forte dynamique de l'endettement du secteur privé non financier, ainsi qu'à la valorisation élevée de certains actifs sur les marchés financiers et à la pression que l'environnement de taux d'intérêt durablement bas exerce sur la profitabilité des institutions financières et leur gestion actif-passif. Il a également suivi avec attention les répercussions de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sur le secteur financier français, appelant les acteurs privés à achever leur préparation.

Le Haut Conseil a publié en décembre 2019 sa première recommandation, relative aux conditions d'octroi de crédit immobilier résidentiel

Le Haut Conseil avait fait part à plusieurs reprises de sa vigilance particulière concernant le crédit immobilier, estimant que, si le risque restait contenu, les tendances observées constituaient une vulnérabilité à terme. Un dossier avait été publié sur le sujet dans le rapport annuel 2019 du Haut Conseil. Les vulnérabilités à moyen terme du secteur immobilier résidentiel en France avait aussi fait l'objet en septembre 2019 d'une alerte du Comité européen du risque systémique (CERS).

En octobre 2019, le Haut conseil a publié un diagnostic des risques dans le secteur de l'immobilier résidentiel, qui notait en particulier un assouplissement progressif mais continu des conditions d'octroi et une faible rentabilité des crédits octroyés. Ce diagnostic a fait l'objet d'une consultation publique, qui l'a très largement confirmé. Lors de la réunion de décembre 2019, le Haut Conseil a adopté un plan d'action visant à conforter le modèle français de financement de l'habitat et a émis une recommandation à l'adresse des établissements de crédit sur les conditions d'octroi de crédits immobiliers. Cette recommandation demande aux établissements de crédit de se conformer aux bonnes pratiques en matière d'octroi de crédit, à savoir un taux d'effort à l'octroi maximal de 33 % du revenu net de l'emprunteur et une durée de crédit qui n'excède pas 25 ans. Jusqu'à 15 % de la production peut s'écarter du strict respect de ces critères, dont les trois quarts réservés aux primo-accédants et aux acquéreurs de leur résidence principale, dans la limite d'un endettement inférieur à sept années de revenus.

Le Haut Conseil a demandé à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) de mettre en place un *reporting* détaillé, afin de pouvoir suivre la mise en place de la mesure : ce suivi, dont la mise en œuvre a été retardée en raison de la crise liée à la pandémie de covid-19, donnera lieu à de premiers retours fin septembre 2020. Une notice visant à expliciter les concepts et définitions utilisées dans la recommandation a également été publiée en décembre 2019, puis actualisée en août 2020, pour apporter des précisions et des compléments à la suite du dialogue établi avec les différentes parties prenantes.

L'effet attendu de la recommandation de décembre 2019 est de préserver des pratiques saines, à même d'assurer la résilience du modèle français de financement de l'habitat et de sécuriser l'accession à la propriété. Les analyses qui sous-tendent la recommandation sont présentées dans le chapitre 6 de ce rapport annuel.

En réponse à l'impact de la crise liée à la pandémie de covid-19 sur la stabilité financière, le Haut Conseil a intégralement relâché le coussin de fonds propres contra-cyclique

Lors de sa réunion de mars le Haut Conseil a actualisé son diagnostic à la lumière des développements de la pandémie de covid-19 et des mesures visant à enrayer sa propagation en France, au sein de l'Union Européenne et dans le monde. Il a noté la forte augmentation des risques pour le système financier, mais rappelé que les réformes mises en œuvre depuis une dizaine d'années ont permis au secteur financier français d'aborder la crise dans une position plus solide.

Le 1er avril, le Haut Conseil a décidé de relâcher intégralement le coussin de fonds propres contra-cyclique (*Countercyclical Capital Buffer* - CCyB). Son taux était alors de 0,25 % et devait atteindre 0,5 % à compter du 2 avril 2020, conformément à la décision n°D-HCSF-2019-2 du 2 avril 2019. Le relâchement est intervenu sans délai et le taux du coussin restera à 0 % jusqu'à nouvel ordre. Il doit permettre aux banques de maintenir leur offre de crédit, notamment aux petites et moyennes entreprises qui sont les plus dépendantes du financement bancaire (*cf.* encadré 1).

Lors de sa réunion de juin, le Haut Conseil a en outre décidé de reconduire à compter du 1er juillet 2020 sa décision du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques. Cette mesure vise à limiter la concentration excessive des risques de contreparties des banques vis-à-vis des entreprises les plus endettées, ce qui demeure particulièrement pertinent dans le contexte actuel. Le Haut Conseil s'est, en particulier, assuré que la mesure ne faisait pas obstacle à la mise en œuvre des dispositifs de soutien au financement des entreprises. De premiers éléments sur l'impact de la mesure sont présentés dans le chapitre 5 de ce rapport annuel.

Le Haut Conseil a également recommandé aux banques et aux assurances une attitude responsable concernant la distribution de dividendes, les rachats d'actions et le versement de rémunérations variables.

Enfin, outre la mise en œuvre des outils macroprudentiels dont il dispose, le Haut Conseil a constitué pendant la crise un lieu d'échanges et de coordination entre autorités financières.

Autres travaux

Au cours de l'année écoulée, le Haut Conseil a également poursuivi ses travaux sur les risques liés aux interconnexions au sein du système financier. Après la publication en 2018 d'un document travail sur les liens entre le secteur de la gestion d'actifs et le reste du système financier en France[1], les travaux ont été poursuivis afin d'affiner l'analyse et d'étudier la transmission à l'ensemble du secteur financier d'un choc exogène sur la valorisation des actifs. Un deuxième document de travail a été publié en juin 2020[2] : ses principaux résultats sont présentés dans le chapitre 4 de ce rapport annuel.

Le Haut Conseil a en outre participé à la consultation de l'Agence bancaire européenne (ABE) sur les orientations concernant l'application du coussin pour le risque systémique (*Systemic Risk Buffer* - SyRB) à des expositions au niveau de sous-secteurs de l'économie. Cet outil macroprudentiel actualisé pourra être déployé à compter de la mise en œuvre de la directive européenne sur les fonds propres réglementaires (CRD V) fin 2020. Il fournira au Haut Conseil un instrument plus flexible pour accroître les exigences en fonds propres des établissements du secteur financier, de façon ciblée sur certains types d'expositions.

---

[1] Benhami K., Le Moign C., Salakhova D. et Vinel A., « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d' actifs français et le reste du système financier français », juin 2018 (document sur le site du HCSF).

[2] Chrétien É, Darpeix P.-E., Gallet S., Grillet-Aubert L., Lalanne G., Malessan A., Novakovic M., Salakhova D., Samegni-Kepgnou B. et Vansteenberghe É, « Exposures through common portfolio and contagion via bilateral cross-holdings among funds, banks and insurance companies », juin 2020 (document sur le site du HCSF).

Enfin, le Haut Conseil a publié sur son site Internet son règlement intérieur et adopté, lors de sa réunion de juin, son programme de travail pour l'année 2020-2021, qui accorde la priorité aux conséquences et aux réponses à la crise.

Tableau 1 - Décisions prises par le Haut Conseil de stabilité financière

Date de la décision	Date d'entrée en vigueur *	Outil macro-prudentiel	Décision
10/03/2019	02/04/2020	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux du coussin pour la France est maintenu à 0,5 % à compter du 2 avril 2020.
10/07/2019	12/07/2019	Coussin pour le risque systémique	Réciprocité de la mesure adoptée par l'Autorité estonienne de surveillance financière mettant en place un coussin pour le risque systémique de 1 %.
10/07/2019	12/07/2019	Calcul des pondérations de risque	Réciprocité de la mesure adoptée par l'Autorité suédoise de surveillance financière imposant un seuil de pondération de risque minimale à 25 % appliqué pour les prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Suède.
07/10/2019	02/04/2020	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux pour la France est maintenu à 0,5 % à compter du 2 avril 2020.
13/01/2019	02/04/2020	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux pour la France est maintenu à 0,5 % à compter du 2 avril 2020.
01/04/2019	02/04/2020	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux pour la France est abaissé à 0 % à compter du 2 avril 2020.
01/07/2020	01/07/2020	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux pour la France est maintenu à 0 %.
01/07/2020	01/07/2020	Limite d'exposition aux grands risques	La décision n° D-HCSF-2028-2 du HCSF du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques est prolongée jusqu'au 30 juin 2021.

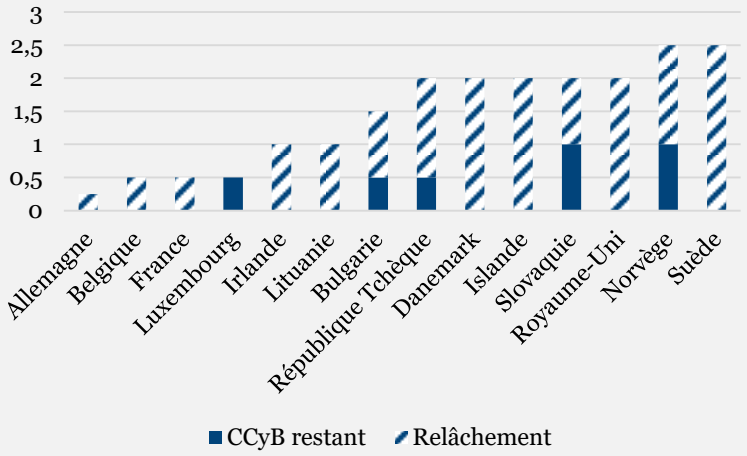
* Pour les décisions relatives au coussin de fonds propres contra-cyclique, les banques ont en règle générale douze mois pour mettre en œuvre la décision en cas de renforcement des exigences à partir de la date de publication de la mesure. L'entrée en vigueur est immédiate en cas de baisse du coussin.

Encadré 1 - L'intérêt du coussin de fonds propres contra-cyclique comme outil de gestion du cycle financier

En 2018 et 2019, le HCSF a décidé d'augmenter progressivement le taux du coussin de fonds propres contra-cyclique (*Countercyclical Capital Buffer* - CCyB) : ce taux a d'abord été porté à 0,25 % des actifs pondérés par les risques au 1er juillet 2019 (décision n°D-HCSF-2018-3 du 29 juin 2018) et devait atteindre 0,5 % au 2 avril 2020 (décision n°D-HCSF-2019-2 du 2 avril 2019).

Face à la brusque détérioration des conditions financières, le HCSF a décidé lors de la séance du 18 mars 2020 d'abaisser le taux du coussin à 0 % (décision n°D-HCSF-2020-2 du 1er avril 2020) : la mesure est entrée en vigueur le 2 avril 2020. La baisse du taux du coussin se traduit par une réduction de 9 Md€ des exigences en fonds propres au niveau français (20 Md€ pour l'ensemble des banques de la zone euro selon la BCE). Le relâchement complet du CCyB a été décidé par la plupart des autorités macroprudentielles en Europe : parmi les 14 pays de l'Espace économique européen (EEE) qui avaient activé leur coussin, 9 l'ont relâché entièrement et 5 partiellement (Graphique 1).

Graphique 1 - Taux du CCyB relâché et restant par pays au 10 août 2020 (% de l'actif pondéré des risques)



Source : CERS.

Le CCyB est un instrument conçu pour faire face à la procyclicité du crédit bancaire, observée notamment pendant la grande crise financière de 2008. En période de cycle haussier, les autorités macroprudentielles renforcent le coussin, obligeant les banques à accumuler davantage de capital car la période y est propice (plus d'activité, plus de dividendes, marchés financiers en bonne santé). Lorsqu'une crise se produit, l'exigence est relâchée, ce qui permet aux banques d'absorber la hausse du risque tout en maintenant leur offre de crédit.

Si l'effet du relâchement est de « libérer » directement du capital bancaire, l'effet des hausses du CCyB est en théorie plus ambigu. D'une part, elles révèlent des informations que le régulateur national peut détenir sur l'état de l'économie, en signalant à la fois l'accumulation de risques financiers et la bonne santé de l'économie. D'autre part, en augmentant l'exigence de fonds propres des banques, elles augmentent la résilience bancaire, mais potentiellement au prix d'un coût du capital plus élevé.

Couaillier et Henricot (2020)[3] utilisent ce cadre théorique pour mesurer l'effet des hausses du CCyB sur les cours boursiers et les primes de dérivés de crédit (*Credit Default Swap* - CDS) des pays et banques concernés. Entre 2013 et mi-2019, il y a eu 41 hausses et 1 baisse du CCyB dans l'ensemble des pays qui disposent du coussin comme instrument macroprudentiel. L'étude tire trois conclusions :

- Les hausses du CCyB n'ont pas eu d'effet sur les indices boursiers et les primes de CDS souverains des pays procédant à la hausse : ceci suggère que les annonces n'envoient pas de signal systématique sur l'état de l'économie.
- Les hausses du CCyB se traduisent par une baisse des primes de CDS des banques concernées : une hausse de 1 point de pourcentage du CCyB spécifique d'une banque est associée à une diminution de 13 points de base de sa prime de CDS, soit une baisse de 18 % en niveau. En pratique, les hausses de coussin ont le plus souvent été bien inférieures à 1 point de pourcentage et il n'est pas garanti que l'effet soit linéaire pour des hausses plus élevées. Cependant, cela signifie bien que les marchés financiers intègrent le bénéfice d'une résilience bancaire améliorée lors des augmentations du CCyB.
- Les hausses du CCyB n'ont pas d'effet sur les cours boursiers des banques soumises à la hausse. Cela peut s'expliquer de trois manières. D'une part, les autorités nationales ont souvent adopté une approche graduelle dans l'augmentation du taux du coussin. Ces hausses ne forceraient donc pas les banques à s'écarter d'un intervalle optimal de structure du passif. La résilience supplémentaire ne serait ainsi pas associée à une hausse du coût du capital. D'autre part, comme ces hausses sont décidées par le régulateur pour l'ensemble des banques, elles ne révèlent pas d'information que les gestionnaires des banques pourraient détenir sur les perspectives de leurs établissements : il n'y a pas de stigmatisation de certaines banques. Enfin, une exigence contra-cyclique comme le CCyB est moins coûteuse qu'une exigence permanente. En effet, elle est relâchée en période de crise : en anticipation, les banques peuvent opérer avec un coussin volontaire plus faible et ainsi rester plus proches de leur structure de passif optimale.

Ces résultats montrent qu'une augmentation graduelle des exigences de fonds propres lorsque la conjoncture est favorable renforce la solidité du système bancaire. Ce renforcement serait à coût nul pour les actionnaires et ne limiterait donc pas la capacité des banques à lever des capitaux. Cela encourage le renforcement du CCyB quand le cycle financier s'y prête afin de bénéficier de son relâchement en cas de choc, comme illustré par la crise liée à la pandémie de covid-19.

[3] Couailler C. et Henricot D., « How Do Markets React to Tighter Bank Capital Requirements? », *Document de Travail n° 772 de la Banque de France*, juin 2020.

Encadré 2 - L'exercice d'évaluation du système financier français par le FMI

Le Fonds monétaire international (FMI) mène périodiquement des évaluations des systèmes financiers (*Financial Sector Assessment Program* - FSAP). Il s'agit pour le FMI d'analyser la réglementation et les pratiques dans un État ou une région (comme l'Union européenne), et de juger de leur pertinence et des progrès effectués depuis les derniers exercices. À cette occasion, le FMI propose des pistes d'amélioration au regard des bonnes pratiques observées dans le monde.

La France a fait l'objet d'un FSAP en 2019[4]. L'exercice a en particulier examiné les enjeux liés à la stabilité financière et l'action du HCSF. Le rapport final, publié le 24 juillet 2019, souligne la bonne situation et la résilience du système financier français ainsi que les progrès accomplis depuis les précédents FSAP (2004[5] et 2012[6]). Le FMI pointe certaines vulnérabilités des agents économiques, particulièrement celles liées à l'endettement des ménages et des entreprises.

Concernant le HCSF, le FMI recommande le développement d'outils macroprudentiels complémentaires visant les entreprises les fonds ou le secteur des assurances, avant tout au niveau européen, ainsi que le renforcement de la gouvernance macroprudentielle *via* notamment l'approfondissement du pouvoir de recommandation du HCSF et du rôle des personnalités qualifiées.

Ces recommandations ont été prises en compte dans la définition du programme de travail du HCSF et ont donné lieu à la publication de son règlement intérieur. Elles feront l'objet d'un suivi lors de la prochaine mission FSAP du FMI concernant la France, qui devrait avoir lieu en 2024.

[4] France Financial System Stability Assessment, *rapport du FMI n° 19/241*, 24 juillet 2019.

[5] France Financial System Stability Assessment, *rapport du FMI n° 04/344*, 3 novembre 2004.

[6] France Financial System Stability Assessment, *rapport du FMI n° 12/341*, 21 décembre 2012.

Encadré 3 - Consultation du site du HCSF

Instauré par la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, et officiellement installé le 3 juin 2014, le Haut Conseil de stabilité financière dispose depuis juin 2015 d'un site Internet sur le portail du ministère de l'économie. Le site contient une présentation des missions, des membres et de la stratégie macroprudentielle du Haut Conseil. Il permet d'assurer la publicité des décisions et recommandations du HCSF, ainsi que la diffusion de ses travaux thématiques et de son rapport annuel.

La fréquentation du site du Haut conseil est en augmentation régulière depuis sa création. Alors que la fréquentation mensuelle ne dépassait le millier de visiteurs uniques que ponctuellement durant les trois premières années d'existence du site, elle a été au-dessus de ce seuil chaque mois depuis septembre 2018 (Graphique 2). La fréquentation du site dépend de l'actualité des décisions du HCSF : sur la période allant jusqu'à la mi-2019, on observe ainsi deux pics de fréquentation, en juin 2018 et en mars 2019, aux moments de l'annonce de l'activation, puis du relèvement, du coussin de fonds propres contra-cyclique.

La fréquentation du site a fortement augmenté sur la période récente, restant au-dessus de 2 750 visiteurs mensuels depuis octobre 2019. Cette fréquentation accrue est à relier aux travaux du Haut Conseil sur l'immobilier résidentiel, avec la publication du diagnostic sur le crédit immobilier résidentiel en octobre 2019 et de la recommandation du 20 décembre 2019 sur les conditions d'octroi.

La fréquentation du site a connu un pic à plus de 5 000 visites en mars 2020. Cet afflux s'explique à la fois par la publicité autour de la recommandation du HCSF sur le crédit immobilier, qui a fait l'objet d'une couverture médiatique importante, et du contexte de crise liée à la pandémie de covid-19, qui a en particulier conduit le Haut Conseil à décider de relâcher intégralement le coussin de fonds propres contra-cyclique lors de la séance du 18 mars.

Graphique 2 - Nombre de visiteurs uniques du site du HCSF par mois

Source : DG Trésor.

Ch.1 Développements récents

A. Situation macroéconomique

En 2019, la croissance du PIB de la zone euro a atteint 1,2 %, contre 1,8 % en 2018. Le ralentissement de l'activité s'est observé dans tous les grands pays de la zone : en Allemagne (0,6 % en 2019 après 1,5 % en 2018), en Italie (0,3 % après 0,7 %), en Espagne (2,0 % après 2,4 %) et en France (1,5 %, après 1,8 %). Pour la France, le ralentissement reflète surtout le moindre dynamisme des exportations (+ 1,9 % après + 4,4 %), dans un contexte de montée des tensions commerciales. À l'inverse, la demande intérieure a accéléré, aussi bien pour la consommation des ménages (+ 1,5 % après + 0,9 %) que pour l'investissement total (+ 4,2 % après + 3,2 %), atténuant ainsi le choc sur la demande mondiale.

Les économies européennes ont été confrontées à partir de février 2020 à une crise sanitaire majeure liée à la pandémie de covid-19, qui a nécessité l'adoption de mesures de confinement dans de nombreux pays. Des mesures d'urgence, budgétaires, monétaires et prudentielles, ont été prises en France et en zone euro afin d'amortir le choc économique lié à la baisse brutale de l'activité et de favoriser une reprise rapide à l'issue de la crise sanitaire (*cf.* encadré 4). Conséquence de la crise sanitaire, le PIB a baissé de 3,6 % dans la zone euro au premier trimestre 2020 : le recul a été de 5,9 % en France, 5,4 % en Italie, 5,2 % en Espagne et 2,0 % en Allemagne. La chute du PIB a été encore plus prononcée au second trimestre : - 12,1 % en zone euro, - 18,5 % en Espagne, - 13,8 % en France, - 12,4 % en Italie et - 10,1 % en Allemagne, selon les premières estimations.

Selon les prévisions de juin 2020 de la Banque de France, le PIB de la France pourrait baisser au total de 10 % en 2020, avant de rebondir de 7 % en 2021. Ces projections sont entourées de davantage d'incertitudes qu'habituellement, car elles dépendent en partie de l'évolution de la situation sanitaire dans le monde.

Après une période de remontée jusqu'en 2018, l'inflation définie à partir de l'indice des prix à la consommation harmonisé est retombée à 1,3 % en 2019 (après 2,1 % en 2018). Un mouvement similaire a été observé en Allemagne (1,4 % en 2019 après 1,9 % en 2018), en Italie (0,6 % après 1,2 %) et en Espagne (0,8 % après 1,7 %). À la suite de la crise liée à la pandémie de covid-19, les prix de l'énergie, et dans une moindre mesure les prix des produits manufacturés, ont baissé et ont accentué la tendance baissière de l'inflation. L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 0,2 % sur un an en France en août et baissé de 0,2 % dans la zone euro.

B. Les marchés de capitaux

Une année 2019 marquée par une hausse des valorisations des actions et des obligations

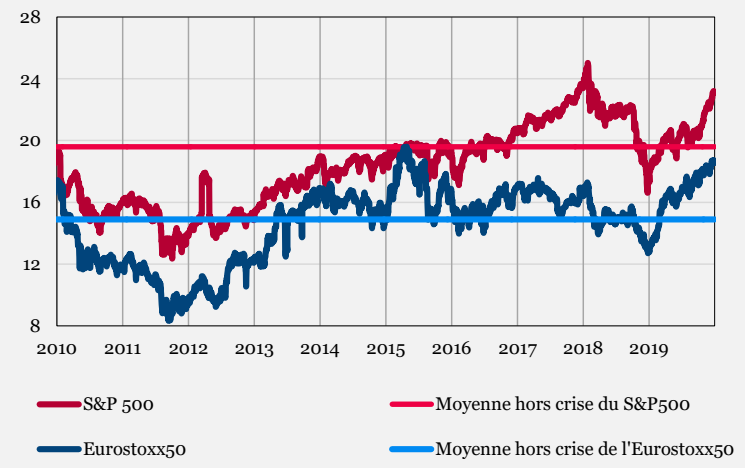
Les valorisations sur les marchés financiers ont nettement augmenté en 2019.

Côté action, l'indice CAC 40 a ainsi gagné 27 % sur l'ensemble de l'année 2019, le S&P 500 a gagné 29 % et l'indice européen STOXX 600 a augmenté de 23 % (Graphique 4)[7]. Les ratios « cours sur bénéfices » (*Price-to-earnings ratios*) s'inscrivaient nettement au-dessus de leur moyenne de long terme

[7] En tenant compte du réinvestissement des dividendes, la hausse était de 30,5 % pour le CAC 40 sur l'ensemble de l'année 2019, 31,5 % pour le S&P 500 et 26,1 % pour le STOXX 600.

(Graphique 3). Le niveau élevé des cours pouvait s'expliquer en partie par la faiblesse des taux d'intérêt, qui augmentent mécaniquement la valeur actualisée des flux de bénéfices futurs des entreprises, et par la persistance d'une faible volatilité des prix des actions.

Graphique 3 - Ratios « cours sur bénéfices » prospectifs en Europe et aux États-Unis



Source : Reuters. Dernier point : décembre 2019. La période « hors crise » correspond aux années 2000-2007 et 2012-2019.

Côté obligations, la baisse des taux directeurs et le resserrement des primes de risque obligataires (Graphique 5) ont conduit l'encours de dette à taux négatif à atteindre un record en août 2019 : une part importante des obligations de sociétés non financières notées *investment grade* (notation de crédit comprise entre AAA et BBB-) présentait un taux négatif, tout comme, de manière anecdotique, quelques obligations de sociétés non financières à haut rendement (*high yield*, notation de crédit inférieure ou égale à BB+). Cette situation a suscité l'arrivée de nouveaux émetteurs, en général moins bien notés, et a contribué à une hausse des émissions.

L'année 2019 a en outre été une période de ralentissement économique, sur fond de tensions commerciales sino-américaines. Dans ce contexte, les gestionnaires d'actifs ont procédé à une réallocation géographique de leurs portefeuilles avec des flux sortants des marchés émergents vers l'Europe et les États-Unis.

La crise du coronavirus a eu un impact très marqué sur les marchés financiers

La très forte dégradation de la situation macroéconomique mondiale et le changement des anticipations des participants de marché ont provoqué une correction brutale des prix d'actifs à partir de la fin février 2020. D'une part, la révision à la baisse des prévisions économiques et de bénéfices des entreprises a eu un impact immédiat et majeur sur la valorisation des actions et des obligations. La volatilité implicite des principaux indices boursiers et des autres instruments financiers a en outre fortement augmenté. D'autre part, les besoins de liquidité, engendrés par la baisse des revenus des entreprises comme par la demande de liquidité de certains investisseurs, ont suscité des ventes d'actifs considérés comme défensifs (obligations souveraines, or). Cette recherche de liquidité a été amplifiée par les besoins accrus de couverture (collatéral) des positions financières (compensées ou non par les chambres de compensation) induits par l'augmentation de la volatilité, pour les différents intervenants financiers, que ce soit les banques ou leurs clients. Il en a résulté un double mouvement, qui a peu de précédent historique, de ventes des actifs risqués et des actifs non risqués. Les fonds monétaires français

ont été particulièrement affectés, faisant face à des rachats massifs concentrés sur une période de temps très brève (voir partie sur la gestion d'actifs).

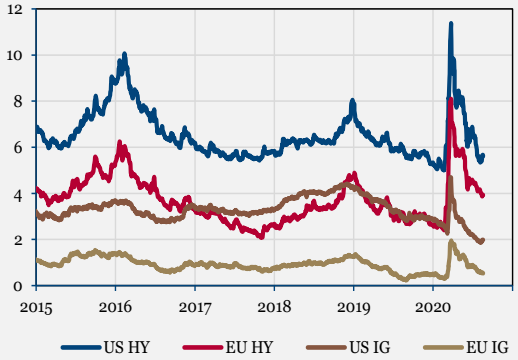
Les marchés boursiers de la zone euro ont subi une correction brutale : l'indice des actions européennes STOXX 600 et le CAC 40 français ont perdu près de 40 % entre le 19 février et le 18 mars 2020. Hors d'Europe, le S&P 500 a chuté de 34 %, tandis que les actions des marchés émergents ont baissé de 31 % (Graphique 4). Certains secteurs ont enregistré une baisse encore plus marquée des cours, comme le secteur de l'énergie en lien avec l'effondrement des prix pétroliers, mais également les secteurs du tourisme, du transport et des biens de consommation, touchés par les mesures sanitaires et l'effondrement de la consommation. Les cours des banques et des assurances ont aussi plus fortement baissé que la moyenne du marché, dans un contexte de forte hausse des risques financiers et de la perspective d'un environnement de taux bas durable. À l'inverse, les valeurs technologiques et de la santé ont bien résisté.

Le segment des obligations a aussi été très fortement touché. Les rendements obligataires en euros se sont inscrits en forte hausse : ils sont passés de 0,3 % mi-février 2020 à 2,0 % fin mars 2020 pour les obligations *investment grade* des sociétés non financières et de 2,5 % à 8,2 % pour les obligations *high yield* (Graphique 5). En Europe, comme aux États-Unis, l'activité sur le marché primaire des obligations a fortement diminué : entre le 17 février et le 13 mars 2020, les émissions obligataires des sociétés non financières européennes ont reculé de 80 % (6,5 Md€ émis seulement) par rapport à la même période de l'année précédente. Le marché obligataire français s'est tari pendant plusieurs semaines, avec seulement trois émissions entre le 5 février et le 20 mars 2020, pour un total de 2 Md€. Le marché européen des obligations à haut rendement est resté gelé pendant près de 6 semaines entre le début mars et la mi-avril.

Graphique 4 - Évolution des marchés actions

Source : Bloomberg, calculs Banque de France, dernier point : 12 juin 2020.

Graphique 5 - Primes de risque sur les obligations *high yield* (en %)



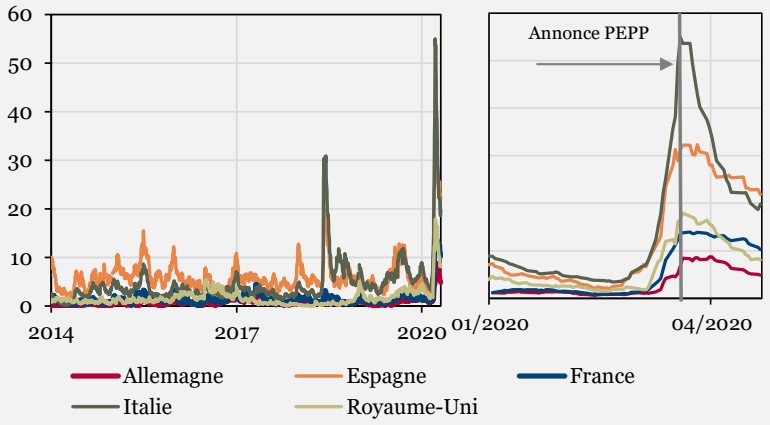
Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, calculs Banque de France.

Notes : HY = *high yield*, IG = *investment grade*. Indices ICE BofA US High Yield Index et ICE BofA Euro High Yield Index.

L'incertitude soudaine a asséché la liquidité des marchés, y compris les plus dynamiques

La liquidité sur les marchés obligataires souverains de la zone euro s'est détériorée dans un contexte de risque de crédit élevé et d'aversion au risque accrue. Mesurée à partir de l'écart entre les prix demandés à l'achat et ceux demandés à la vente (*bid-ask spread*), la liquidité a atteint vers le 18 mars 2020 son niveau le plus bas des six dernières années (Graphique 6). Parmi les grands pays de la zone euro, les obligations d'État italiennes ont connu la plus forte baisse de liquidité.

Graphique 6 - Liquidité sur le marché des obligations souveraines



Source : Tradeweb (valeurs de l'indice Tradeweb LCI pour les obligations d'État dans une fourchette d'échéance de 5,5 à 11,5 ans et calculées sur la base des écarts entre les cours acheteur et vendeur).

Note : un indice plus élevé indique une liquidité plus faible.

La baisse de la liquidité sur les marchés obligataires observée en mars a également affecté les fonds négociés en bourse (*exchange-traded funds* - ETF), dont le montant des actifs a connu une croissance rapide depuis la crise financière de 2008. Elle a en effet provoqué un écartement temporaire du prix de marché des parts de fonds, qui est devenu inférieur à sa valeur liquidative (valeur nette d'inventaire). Cet écart reflétait la baisse de la liquidité sur le marché des obligations sous-jacentes, alors que les ETF continuaient d'être échangés même si les sous-jacents ne sont plus traités. Ce différentiel a pu atteindre jusqu'à 6 % lors des fortes tensions sur les marchés.

Les tensions sur la liquidité sur les marchés financiers et la remontée du risque de crédit ont ainsi mis en lumière les conséquences collectivement sous-optimales qu'ont pu avoir des comportements individuellement justifiés : par exemple, en cherchant à renforcer leur position de liquidité, certains acteurs financiers comme non financiers ont augmenté les problèmes au niveau global, créant des tensions de liquidité pour d'autres parties prenantes.

L'intervention des autorités monétaires et budgétaires a permis une normalisation des conditions financières

Les interventions publiques et la perception d'une amélioration de la crise sanitaire avec une sortie progressive du confinement ont favorisé un rebond de grande ampleur et très rapide des cours (*cf.* encadré 4). Les marchés actions ont rebondi nettement, effaçant la majeure partie de la baisse constatée en mars. Au 19 août 2020, l'indice d'actions européennes STOXX 600 se situait 15 % en dessous de sa valeur d'avant la crise, soit un rebond de 32 %. Le S&P 500 affichait une reprise encore plus prononcée de 52 % et se situait au 18 août à son plus haut niveau historique.

Les conditions se sont améliorées en parallèle sur les marchés obligataires : les émetteurs de catégorie *investment grade*, d'abord ceux les mieux notés puis le segment des émetteurs BBB, ont retrouvé un accès au marché. Les émissions sur le marché primaire ont atteint 49,5 Md€ en avril sur ce segment. En zone euro, la forte hausse des coûts d'emprunt pour les entreprises les moins bien notées (catégorie *high*

yield) a également été enrayée et a permis à certaines entreprises de revenir sur le marché de la dette, mais les taux d'intérêt restaient en août à des niveaux plus élevés que les années précédentes.

Sur le marché des titres souverains, les tensions se sont réduites à la suite de l'annonce du programme d'achat d'urgence PEPP de la BCE le 18 mars. Le rendement des obligations souveraines allemandes à 10 ans, qui avait plongé en raison de la hausse de l'aversion au risque (de - 0,2 % au 1er janvier à - 0,9 % au 9 mars 2020) est remonté à - 0,5 % en août. L'écart de rendement par rapport aux obligations allemandes, qui avait atteint respectivement 64, 153 et 280 points de base pour les obligations françaises, espagnoles et italiennes, s'est fortement réduit sous l'effet des achats massifs de titres publics et privés de l'Eurosystème (29, 78 et 140 points de base le 19 août).

L'intervention de l'Eurosystème sur le marché des billets de trésorerie (*commercial papers*) a enfin permis de normaliser les conditions de financement de marché de court terme des sociétés non financières puisque dès la troisième semaine après le lancement du programme d'achat, 9 Md€ ont pu être levés par les entreprises, soit un volume comparable à celui du début de l'année, contre 1,8 Md€ la semaine précédant l'intervention de l'Eurosystème. Les encours de titres négociables à court terme (*Negotiable European Commercial Paper - NEUCP*) émis par les sociétés non financières atteignaient ainsi au 31 juillet 2020 un montant de 71 Md€, contre 58 Md€ fin janvier 2020.

Des risques toujours élevés à l'échelle mondiale

Les risques pour les marchés actions et obligataires des pays développés restent toutefois très élevés, le scénario d'un retour progressif à la normale de la situation économique étant conditionné aux développements sanitaires. Si ces développements étaient moins favorables, une nouvelle correction sur les marchés des actions pourrait survenir, tandis que les marchés obligataires pourraient à nouveau se tendre en cas de hausse marquée des dégradations de notation ou d'augmentation des défaillances d'entreprises. De tels épisodes seraient probablement accompagnés d'un rebond de la volatilité voire d'un nouveau choc de liquidité. Le fort endettement des entreprises, qui avaient, notamment pour les plus grandes, optimisé leur coût de financement en profitant des taux bas, pourrait être une source de propagation de tels chocs.

Enfin, les tensions récentes ont fortement pesé sur les pays en voie de développement : la chute de la demande mondiale et la baisse des prix de matières premières ont entraîné des sorties de capitaux, qui ont engendré une baisse du cours des devises et une ponction sur les réserves de changes. Le risque de crise de balance des paiements pour les pays les plus fragiles s'est ainsi fortement accru, ce qui a nécessité une action des bailleurs publics étrangers (institutions internationales et pays prêteurs). La décision du 15 avril 2020 des pays du G20 de suspendre le service de la dette des pays les plus pauvres pour l'année 2020 permet d'alléger la contrainte financière de ces pays, sans toutefois écarter entièrement le risque de possibles défauts souverains.

Encadré 4 - Mesures adoptées par les autorités nationales et européennes en réponse à la crise liée à la pandémie de covid-19

La crise liée à la pandémie de covid-19 a amené l'ensemble des pays développés à mettre en œuvre très rapidement des mesures de soutien à l'économie, tant au niveau de la politique monétaire et budgétaire, que sur le plan de la supervision prudentielle.

Les autorités de supervision prudentielle ont, dès le début de la crise, activé les flexibilités prévues par le cadre législatif et réglementaire instauré à la suite de la crise financière de 2008

En parallèle de la décision du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) du 18 mars 2020 de relâcher intégralement le coussin de fonds propres contra-cyclique (à 0 % contre 0,5 % prévu au 2 avril), des décisions similaires ont été prises par les autorités de supervision macroprudentielle dans la plupart des pays européens, en particulier en Allemagne et au Royaume-Uni.

Les autorités de supervision microprudentielle ont également rappelé aux établissements de crédit placés sous leur supervision la possibilité d'utiliser leurs coussins de capital. Le Mécanisme de supervision unique (MSU) a le 12 mars 2020 permis aux banques d'exercer temporairement leur activité en deçà du niveau minimum de fonds propres défini au titre du pilier 2 (*Pillar 2 Guidance* – P2G), du coussin de conservation des fonds propres (*capital conservation buffer*) et du ratio de liquidité (*liquidity coverage ratio* – LCR). Le MSU a également anticipé une mesure prévue par la directive sur les exigences de fonds propres en cours de transposition (*Capital Requirements Directive* – CRD V) assouplissant les exigences au titre du pilier 2 (*Pillar 2 Requirements* – P2R), en permettant d'intégrer partiellement des instruments de fonds propres additionnels de catégorie 1 ou des instruments de fonds propres de catégorie 2. L'ACPR a, en France, adopté la même mesure pour les entités dont elle assure le contrôle. Ces assouplissements ont permis de « libérer » environ 120 Md€ de fonds propres CET1, permettant aux banques d'absorber le choc économique et d'assurer le financement de l'économie durant la crise.

Les autorités compétentes (MSU, AEAPP, CERS) ont recommandé aux entités financières (établissements de crédit, organismes d'assurances, chambres de compensation) de ne pas distribuer de dividendes jusqu'au 1er janvier 2021, afin de préserver leur capital. La suspension couvrirait *a minima* 27,5 Md€ de dividendes jusqu'en octobre 2020, un effet de rattrapage étant toutefois possible en 2021.

Le Parlement européen et le Conseil ont par ailleurs pris des mesures pour soutenir l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages en adoptant, en juin 2020, des ajustements ciblés (dits *quick fix*) du règlement sur les exigences de fonds propres (*Capital Requirements Regulation* – CRR II). Ces ajustements permettent notamment de modifier certaines règles de calcul du ratio de levier des établissements de crédit et d'adapter le traitement des prêts non performants. Un deuxième *quick fix*, centré sur les règles relatives aux marchés de capitaux et à la titrisation, a été annoncé le 24 juillet et vise à soutenir la relance économique après la crise sanitaire.

L'application de nouvelles règles ou de certaines mesures de supervision a également été reportée pour le secteur bancaire (tests de résistance de l'ABE reportés en 2021, mise en œuvre de la finalisation de Bâle III décalée d'un an) et pour le secteur assurantiel (report de l'avis final de l'AEAPP sur la revue 2020 de Solvabilité 2).

Les principales banques centrales, parmi lesquelles la BCE, ont renforcé leurs mesures non conventionnelles afin d'assurer la liquidité du secteur financier

Si les principaux taux directeurs de la BCE sont restés inchangés (0 % pour le taux de refinancement et - 0,5 % pour le taux de la facilité de dépôt), la Federal Reserve américaine (Fed) et la Banque d'Angleterre ont abaissé leurs taux de refinancement, qui se situent à des niveaux historiquement bas

(respectivement 0-0,25 % et 0,1 %). Afin de renforcer l'offre de crédit, la BCE a baissé ses taux de refinancement de long-terme (*Targeted longer-term refinancing operations* - TLTRO III), qui sont indexés sur le volume de crédits effectivement octroyés par les banques : ils peuvent désormais descendre jusqu'à - 1 %, alors qu'ils restaient supérieurs au taux d'intérêt de la facilité de dépôt auparavant.

Les banques centrales ont aussi accru leurs rachats d'actifs : la BCE a lancé un programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme* - PEPP) de 1 350 Md€ au moins jusqu'en juin 2021 (plus de 450 Md€ d'achats effectués début août 2020), la Banque d'Angleterre a fixé une nouvelle cible de 745 Md£ pour ses rachats d'actifs et la Fed estime son soutien à l'économie à plus de 2 000 Md$ (rachats d'actifs privés et publics).

Ces programmes d'achats ont été l'occasion d'élargir les possibilités d'intervention des banques centrales. Dans le cadre du PEPP, la BCE peut désormais acquérir des billets de trésorerie (*commercial papers*) émis par les établissements de crédit ou les entreprises. La Fed a aussi mis en place un dispositif de soutien spécifique aux fonds monétaires américains (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*).

Les autorités budgétaires, aussi bien au niveau français qu'européen, ont pris des mesures fortes pour répondre à la crise et limiter l'impact sur l'économie

En France, des mesures budgétaires permettant d'atténuer l'impact du choc sur les entreprises et les ménages ont été prises dès la loi de finances rectificative (LFR) du 23 mars 2020, complétée par les LFR du 25 avril et du 30 juillet 2020. Le dispositif d'activité partielle a été sensiblement renforcé (pour un budget dépassant 30 Md€) : de mars à mai, les pouvoirs publics ont pris en charge l'intégralité de l'indemnité versée par les entreprises à leurs salariés, qui représente 70 % du salaire brut (84 % du salaire net). Un fonds de solidarité a été instauré afin de soutenir les petites entreprises privées d'activité, avec un versement de 1 500 € par mois pour le premier volet et un second volet complémentaire permettant d'octroyer jusqu'à 10 000 €. Des reports d'échéances sociales et fiscales (pour 50 Md€), et dans certains cas des exonérations, ont été accordés. Afin de maintenir l'offre de financement pour les entreprises, le dispositif de prêts garantis par l'État (PGE), doté de 300 Md€, a été mis en place. L'État assume jusqu'à 90 % du risque de défaut, afin d'inciter les établissements de crédit et les sociétés de financement à prêter davantage. Au 31 juillet, plus de 115 Md€ de PGE ont été accordés. Des mesures ciblées de soutien en fonds propres ont enfin été mises en œuvre, notamment dans le cadre de plans sectoriels visant à soutenir les secteurs les plus touchés, comme le tourisme, l'aéronautique ou l'automobile.

Des mesures fortes ont également été prises au niveau européen. Dès mars 2020, l'application du pacte de stabilité et de croissance a été suspendue et les règles en matières d'aides d'État assouplies, afin de permettre aux États membres de prendre toutes les mesures nécessaires. Le dispositif SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), doté de 100 Md€ sous la forme de prêts aux États, vise à aider à couvrir les coûts liés à la création ou l'extension de dispositifs nationaux d'activité partielle et de mesures similaires. Jusqu'à 200 Md€ de financements ont été débloqués par la Banque européenne d'investissement *via* la création d'un Fonds de garantie paneuropéen, afin de soutenir les PME. Le Mécanisme européen de stabilité permet également aux États membres de la zone euro de disposer de lignes de crédit pouvant représenter jusqu'à 2 % de leur PIB, pour une enveloppe globale de 240 Md€.

En juillet 2020, les États membres se sont mis d'accord pour le lancement d'un nouvel instrument budgétaire européen, *Next Generation EU*, doté d'une enveloppe de 750 Md€ levés sur la période 2021-2024 et adossés au budget pluriannuel 2021-2027 (1 074 Md€). Ces fonds, constitués de 390 Md€ de subventions et de 360 Md€ de prêts aux États membres et financés *via* des emprunts au niveau européen, permettront de venir en aide aux pays les plus touchés et de cibler les priorités européennes, telle que la transition énergétique ou la numérisation, dans les plans de relance de l'économie.

Ch.2 Agents non financiers

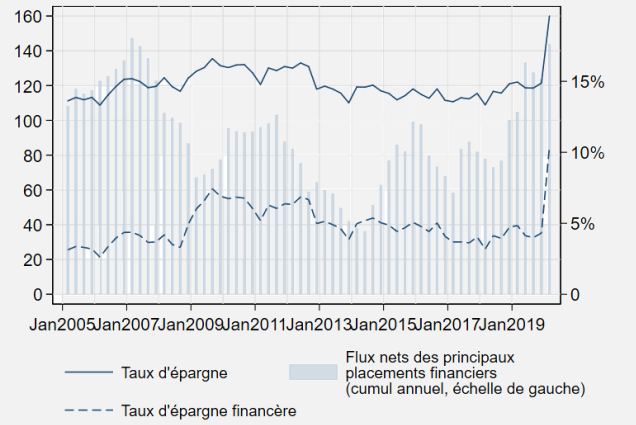
A. Ménages

A.1. En 2019, les ménages ont privilégié les placements liquides

En 2019, le taux d'épargne des ménages est resté élevé

Selon les chiffres de la comptabilité nationale, le pouvoir d'achat des ménages a accéléré en 2019 (+ 1,9 % après + 1,2 % en 2018). Le taux d'épargne des ménages est resté stable, à 15,0 % du revenu disponible brut (RDB). Cette épargne se décompose entre l'épargne financière (4,6 % du RDB, 67,4 Md€ en 2019) et l'épargne non financière (10,4 % du RDB), qui inclut en particulier l'achat de logements (Graphique 7). Selon les dernières données publiées par Eurostat, qui utilise une définition différente[8], le taux d'épargne français (13,9 %) était supérieur en 2018 à la moyenne de la zone euro (12,5 %).

Graphique 7 - Taux d'épargne et flux nets (Md€) des principaux placements financiers des ménages



Source : Banque de France, Insee. Dernier point : premier trimestre 2020.

Les flux nets de placements financiers des ménages ont été en forte hausse

En 2019, selon les données de la Banque de France, les flux nets des principaux[9] placements financiers des ménages, y compris titres, ont progressé nettement : ils atteignaient 124 Md€ sur un an à la fin 2019, après 99 Md€ en cumul annuel à fin 2018 (Graphique 8). Il s'agit du plus haut niveau depuis 2007.

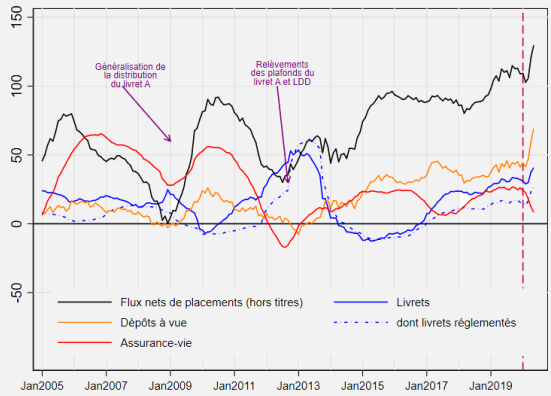
[8] Eurostat et Insee définissent le taux d'épargne brut des ménages comme l'épargne brute, c'est-à-dire la partie du revenu disponible brut qui n'est pas dépensée sous forme de consommation finale, divisée par le revenu disponible brut des ménages. L'Eurostat ajuste toutefois le RDB de la variation des droits des ménages sur les fonds de pension, ce que ne fait pas l'Insee.

[9] Le champ comprend les numéraires et dépôts, les titres hors actions non cotées et autres participations, les actifs de crédit, les droits sur les provisions techniques d'assurance-vie et d'épargne retraite. Il exclut donc les actions non cotées. Le secteur

L'allocation de portefeuille continue de montrer une préférence pour les placements peu risqués et liquides (Graphique 8) :

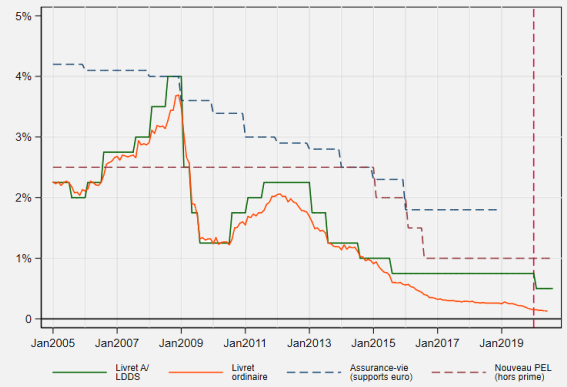
- le flux de dépôts à vue ont atteint 41 Md€ en cumul annuel en décembre 2019, proche du point haut de mai 2017 (45 Md€) : le coût d'opportunité de la détention de tels actifs était en effet faible dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement bas (Graphique 9) ;
- la collecte annuelle sur les livrets d'épargne a encore augmenté (32 Md€ en décembre 2019 après 27 Md€ en décembre 2018). En leur sein, les dépôts nets sur les livrets réglementés ont atteint 15,6 Md€ en cumul annuel en décembre 2019, contre 14,2 Md€ en décembre 2018.
- La collecte nette sur l'assurance-vie s'est élevée à 20 Md€ en 2019, un niveau stable par rapport à 2018.

Graphique 8 - Flux nets des placements financiers[10] des ménages hors titres, cumul sur douze mois en Md€



Source : Banque de France. Dernier point : juin 2020.

Graphique 9 - Taux créditeurs sur certains placements des ménages



Source : Banque de France. Dernier point : juin 2020, décembre 2019 pour les supports euros d'assurance-vie.

La crise liée à la pandémie de covid-19 a entraîné la constitution d'une importante épargne forcée

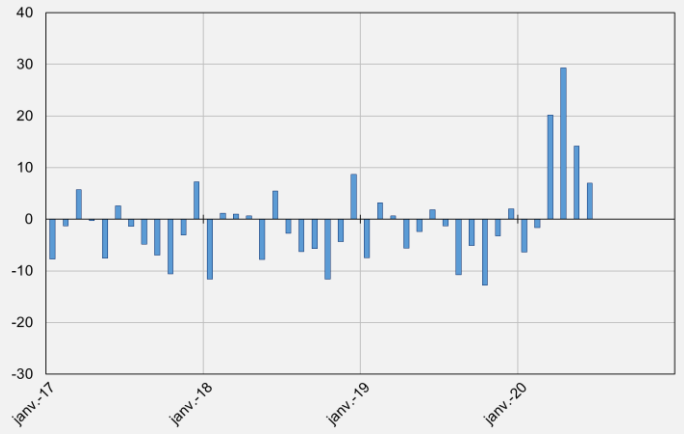
Les mesures de confinement en réponse à la pandémie ont entraîné une chute temporaire de la consommation des ménages, alors que les revenus étaient largement préservés grâce aux dispositifs de soutien public comme l'activité partielle. Cela s'est traduit par une nette augmentation de l'épargne bancaire nette des ménages : la somme des dépôts bancaires et du numéraire (c'est-à-dire la détention des pièces et billets) moins les crédits a ainsi augmenté de 74,4 Md€ sur les mois de mars à juin 2020 selon les chiffres de la Banque de France (Graphique 10).

Les dépôts bancaires et la détention de pièces et billets ont ainsi bondi (+ 88,2 Md€ sur les quatre mois). Les dépôts à vue des ménages, incluant les entrepreneurs individuels, progressent de 52,3 Md€ sur les quatre mois, soit 13,1 Md€ par mois. L'encours de comptes rémunérés, largement représentatifs de l'épargne réglementée (livret A, livret de développement durable et solidaire), a également augmenté (28,7 Md€). En comparaison, entre janvier 2017 et février 2020 les flux mensuels de dépôts bancaires et numéraire s'élevaient à + 6,5 Md€ (dont + 3,2 Md€ pour les dépôts à vue, + 2,7 Md€ pour les dépôts rémunérés et + 0,6 Md€ pour le numéraire).

institutionnel retenu est celui des « Ménages et Institutions sans but lucratif au service des ménages (associations principalement) ».

[10] À la différence du champ précédent, ces flux de placements financiers excluent l'ensemble des titres.

Graphique 10 - Flux d'épargne bancaire nette (numéraire et dépôts moins crédits) des ménages (Md€)



Source : Banque de France. Dernier point : Juin 2020.

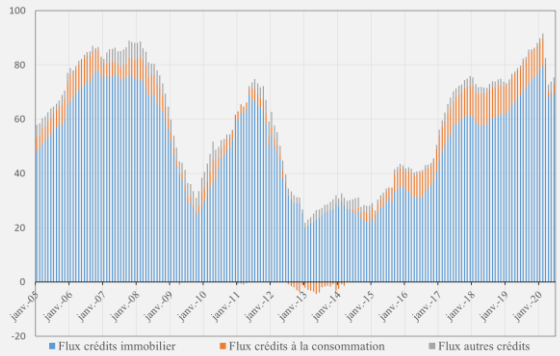
A.2. Les ménages ont par ailleurs accru leur endettement

Le crédit aux ménages a cru à un rythme soutenu en 2019, ce qui a entraîné une hausse de l'endettement des ménages

Les flux nets d'emprunts des ménages (c'est-à-dire les nouveaux prêts moins les remboursements) ont été très dynamiques en 2019 : ils atteignaient 88,1 Md€ en 2019, après 73,8 Md€ en 2018 (Graphique 11). Ce niveau est comparable à celui enregistré juste avant la crise financière de 2008 (+ 88,0 Md€ en 2007). Ces évolutions reflètent la poursuite de la production de crédits à l'habitat à un rythme soutenu, qui est allée de pair avec un assouplissement tendanciel des conditions d'octroi de crédit.

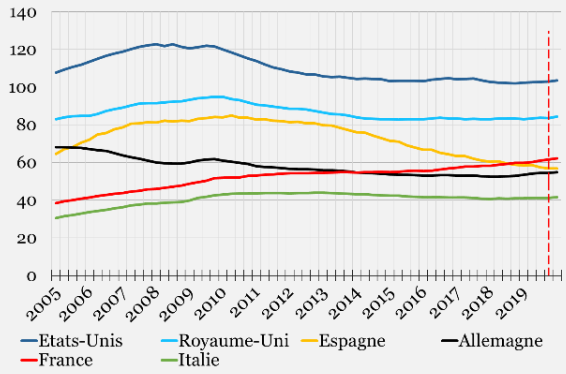
L'endettement des ménages français a ainsi continué d'augmenter : il est passé de 59,8 % du PIB au quatrième trimestre 2018 à 61,6 % du PIB au quatrième trimestre 2019 (Graphique 12). La hausse continue du taux d'endettement des ménages sur les dix dernières années est singulière au niveau international : ce taux était plutôt stable en Allemagne et en Italie ou orienté à la baisse aux États-Unis et en Espagne. L'endettement des ménages français était le plus élevé parmi les grands pays de la zone euro, même s'il restait inférieur aux niveaux des États-Unis ou du Royaume-Uni.

Graphique 11 - Flux nets d'emprunts cumulés sur un an des crédits aux ménages (Md€)



Source : Banque de France. Dernier point : décembre 2019.

Graphique 12 - Endettement des ménages en comparaison internationale (en % du PIB)



Source : Banque de France et BCE. Dernier point : premier trimestre 2020.

Les rachats et renégociations ont alimenté la production de crédit à l'habitat début 2020

Il est encore trop tôt pour voir dans les tendances observées au cours des premiers mois de 2020 les effets de la recommandation du HCSF de décembre 2019, pour trois raisons principales :

- Compte tenu du délai s'écoulant entre les propositions commerciales et la mise en force des prêts, l'essentiel des opérations observées au cours du premier semestre 2020 ont été initiées avant que la recommandation n'ait été émise.
- La période de confinement, qui a retardé une partie des transactions, a influé sur la structure des opérations enregistrées au deuxième trimestre.
- Le suivi statistique détaillé de la mise en œuvre de la recommandation a été reporté à septembre 2020, pour alléger la charge administrative des établissements de crédit pendant la période de confinement.

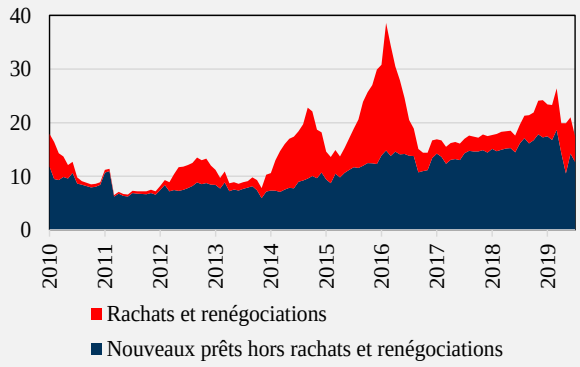
Après une année 2019 très dynamique, le début de 2020 a été marqué par une baisse du nombre de transactions immobilières à partir de la mise en place des mesures de confinement (- 1,2 % en avril 2020 sur douze mois glissants, la première baisse depuis juillet 2015).

Si la production de crédit (incluant les rachats et les renégociations de crédits) est restée soutenue au premier trimestre (+ 27,5 % par rapport au premier trimestre de 2019 d'après les chiffres de la Banque de France), elle a fortement ralenti au deuxième trimestre (+ 4,7 %). Sur l'ensemble du premier semestre, la production s'est toutefois encore inscrite en hausse de 16 %.

Cette hausse globale encore marquée reflétait toutefois la très forte augmentation des rachats et des renégociations de crédits (Graphique 13), dont la part dans la production mensuelle est passée de 17,8 % au premier semestre de 2019 à 31,8 % au premier semestre de 2020. En excluant ces rachats et renégociations, la production semestrielle s'inscrivait en baisse de 3,8 % par rapport au premier semestre de 2019.

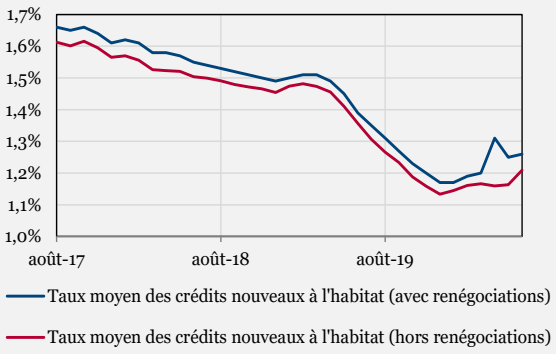
Les ménages ont continué à bénéficier de taux d'intérêt très favorables (Graphique 14).

Graphique 13 - Production mensuelle de crédits à l'habitat (en Md€)



Source : Banque de France. Dernier point : juin 2020.

Graphique 14 - Taux des crédits à l'habitat, toutes durées



Source : Banque de France, Taux effectif au sens étroit, moyenne pondérée par les flux des taux à long terme et à court terme, en %. Dernier point : juin 2020.

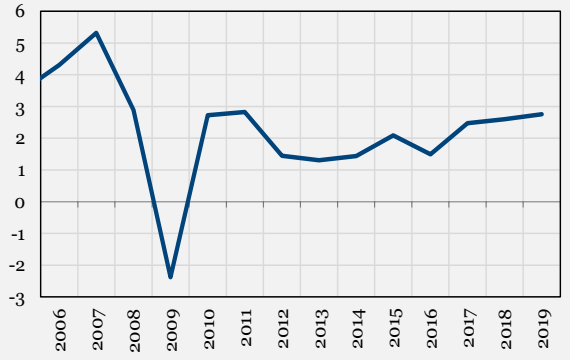
B. Entreprises

B.1. La situation économique et financière des entreprises s'est de nouveau améliorée en 2019

La valeur ajoutée (VA) des sociétés non financières (SNF) a continué à progresser en 2019, augmentant de 2,8 % après + 2,6 % en 2018 (Graphique 15). Les données par catégorie d'entreprises de la Banque de France, qui ne sont pas encore disponibles pour 2019, montraient une croissance particulièrement soutenue de la VA des petites et moyennes entreprises (PME, *cf.* Lexique) en 2018 (+ 4,8 %). En revanche, la valeur ajoutée créée par les grandes entreprises (GE, *cf.* Lexique) n'avait crû que de 1,7 % en 2018, en baisse de plus de 2 points de pourcentage par rapport à 2017.

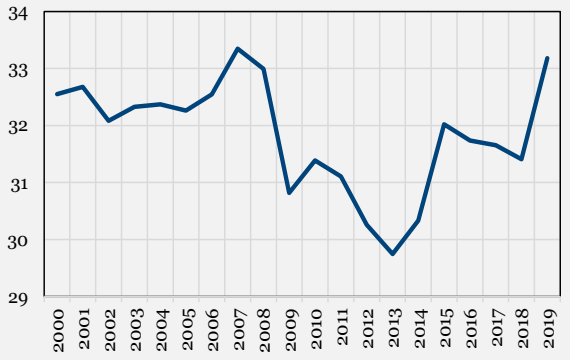
Le taux de marge, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée, a augmenté fortement en 2019 (33,2 % après 31,4 % en 2018) et atteignait presque son niveau record enregistré en 2007 (33,3 %). Cela reflétait toutefois en partie l'effet lié au « double CICE » en 2019, qui améliore artificiellement le taux de marge pour cette année (Graphique 16). Les données de la Banque de France (qui ne sont pas encore disponibles pour 2019) indiquaient une baisse du taux de marge en 2018 (- 0,8 point de pourcentage par rapport à 2017), plus marquée pour les GE (- 1,5 point).

Graphique 15 - Variation de la valeur ajoutée (en %)



Sources : Banque de France. Dernier point : 2019.

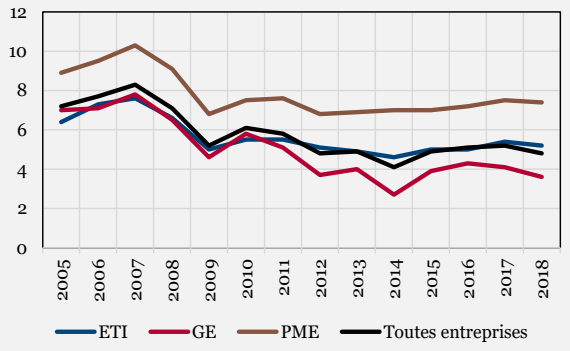
Graphique 16 - Taux de marge des SNF (en % de la VA)



Source : Insee. Dernier point : 2019.

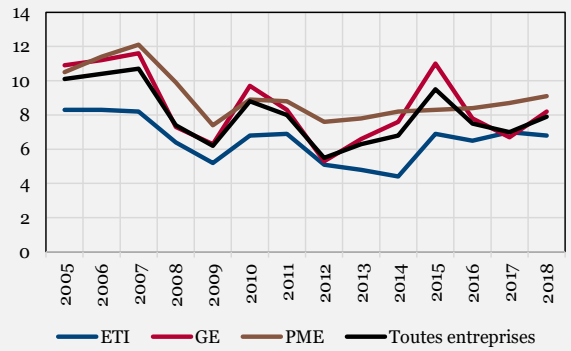
La rentabilité économique, mesurée par le ratio de l'excédent net d'exploitation (ENE, *cf.* Lexique) sur le capital d'exploitation, est passée de 5,2 % en 2017 à 4,8 % en 2018 (Graphique 17). Cette baisse s'explique par la stagnation de la rentabilité économique des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI, *cf.* Lexique), tandis que celle des GE a baissé de 0,5 point. La rentabilité financière (Graphique 18), mesurée par le ratio de la capacité nette d'autofinancement (*cf.* Lexique) sur le capital d'exploitation, était en revanche en nette hausse (+ 0,9 point), grâce au redressement de la rentabilité financière des GE (+ 1,5 point).

Graphique 17 - Rentabilité économique (excédent net d'exploitation / capital d'exploitation), en %



Source : Banque de France Fiben. Dernier point : 2018.

Graphique 18 - Rentabilité financière (capacité nette d'autofinancement / capital d'exploitation), en %



Source : Banque de France Fiben. Dernier point : 2018.

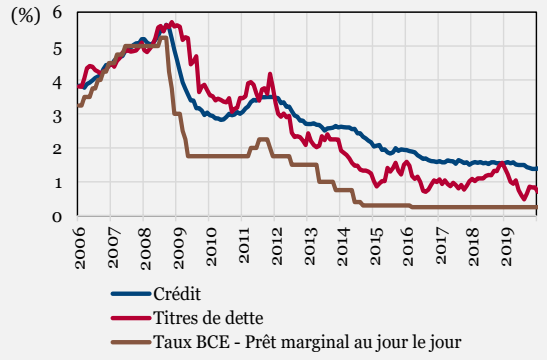
Ce renforcement de la situation financière des SNF s'est traduit par une amélioration de leur capacité de remboursement, mesurée par la cotation Banque de France. Ainsi, la part des entreprises moins bien cotées (de 5+ à 9, reflétant une capacité à honorer ses engagements entre assez faible et compromise) diminue depuis 2018 chez les PME et les GE, et depuis 2019 pour les ETI, après avoir augmenté tendanciellement depuis la crise financière de 2008.

B.2. Le recours aux financements externes est resté dynamique en 2019, les conditions d'accès au crédit étant particulièrement favorables

Les taux des crédits octroyés aux entreprises ont poursuivi en 2019 leur baisse entamée depuis 2011 et se situaient au plus bas historique : ils s'établissaient à 1,38 % en décembre 2019 (Graphique 19). Le coût des financements de marché a suivi la même tendance baissière et atteignait 0,7 % en décembre 2019, également au plus bas. Cette persistance d'un environnement de taux très bas explique la poursuite de la baisse du poids des intérêts dans le résultat global des entreprises : il est passé de 16,6 % en 2018 à 14,9 % en 2019 selon les données de l'Insee (Graphique 20).

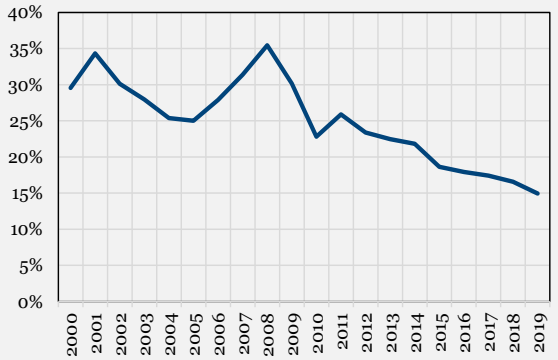
L'enquête SAFE (*Survey on the access to finance of enterprises*) conduite par la BCE confirme le caractère très favorable de conditions d'accès au crédit en 2019 : l'accès au financement n'était plus cité comme « principal problème » que par 7,7 % des PME et TPE en France dans l'enquête couvrant la période avril – septembre 2019. Il s'agissait du plus bas niveau jamais enregistré et l'accès au financement était loin derrière d'autres obstacles, notamment la disponibilité de travailleurs qualifiés, le niveau de la demande et la réglementation.

Graphique 19 - Coût du financement par dette des SNF



Source : BCE. Dernier point : décembre 2019.

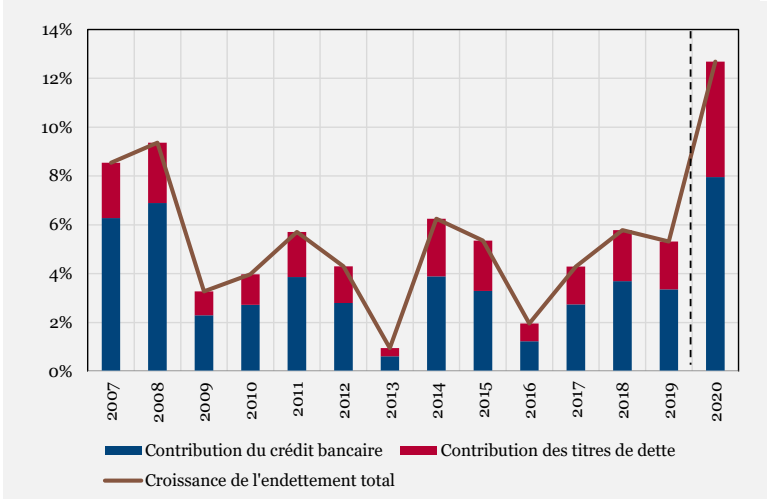
Graphique 20 - Poids des intérêts versés dans le résultat brut (EBE)



Source : Insee. Dernier point : 2019.

Dans ce contexte favorable au recours aux financements externes, l'endettement des SNF a progressé de 85 Md€ sur l'année et s'est inscrit en hausse de 5,3 % sur un an à la fin 2019 (Graphique 21), en léger ralentissement par rapport à la fin 2018 (5,8 %). Cette progression marquée résulte du dynamisme du crédit bancaire (hausse de 43 Md€ de l'encours, + 5,1 % en glissement annuel) mais aussi de celle de l'endettement de marché (+ 42 Md€, + 7,3 %). Au sein des crédits bancaires, les crédits d'investissement ont augmenté nettement (+ 6,0 % en glissement annuel) et représentaient 76 % des encours de crédit fin 2019, tandis que les crédits de trésorerie reculaient (- 1,2 %). Par catégorie d'entreprise, les encours de crédit ont connu une croissance particulièrement forte pour les PME (+ 6,1 %), alors qu'ils ont stagné pour les GE (+ 0,6 %) et peu varié pour les ETI (- 0,1 %).

Graphique 21 - Contributions du crédit bancaire et des titres de dette à la croissance de l'endettement des SNF



Source : Banque de France. Dernier point : décembre 2019.

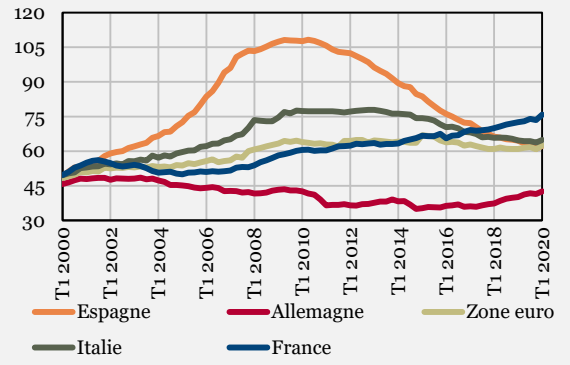
B.3. Le taux d'endettement des SNF a encore augmenté en 2019, tout comme l'accumulation des actifs liquides

L'endettement des SNF françaises rapporté au PIB était supérieur à celui des autres grands pays européens : il s'établissait à 73,5 % du PIB au quatrième trimestre 2019, contre 41,5 % pour l'Allemagne ou 63,7 % pour l'Italie, et 60,9 % en moyenne pour la zone euro (Graphique 22). Ce ratio d'endettement

est en hausse régulière en France depuis la crise de 2008, alors qu'il est stable ou en baisse ailleurs en Europe. L'encours de dette brute des SNF s'élevait en décembre 2019 à 1 683 Md€, dont 620 Md€ de titres de dette et 1 062 Md€ de crédits bancaires. Cette progression est commune à toutes les catégories d'entreprises.

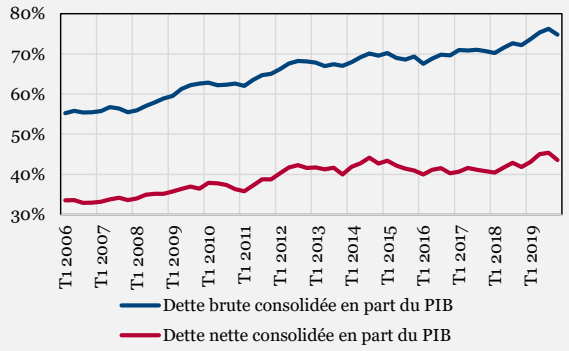
Les risques liés à cette hausse de l'endettement doivent toutefois être relativisés, car elle s'est accompagnée d'une progression également marquée des actifs à court terme des entreprises (comme les dépôts sur les comptes courants), qui peuvent être mobilisés pour rembourser la dette : au quatrième trimestre 2019, le montant de ces actifs s'établissait à 703 Md€ (+ 8,1 % sur un an). Ainsi, si la dette brute consolidée des entreprises (Graphique 23) s'élevait à 73,5 % du PIB au quatrième trimestre 2019 (+ 17,5 points de pourcentage depuis le troisième trimestre 2008), la dette nette des actifs à court terme n'atteignait que 43,6 % du PIB (+ 8,4 points depuis le troisième trimestre 2008).

Graphique 22 - Taux d'endettement des SNF en pourcentage du PIB



Source : Banque de France. Dernier point : quatrième trimestre 2019.

Graphique 23 - Endettement consolidé brut et net des SNF, en pourcentage du PIB



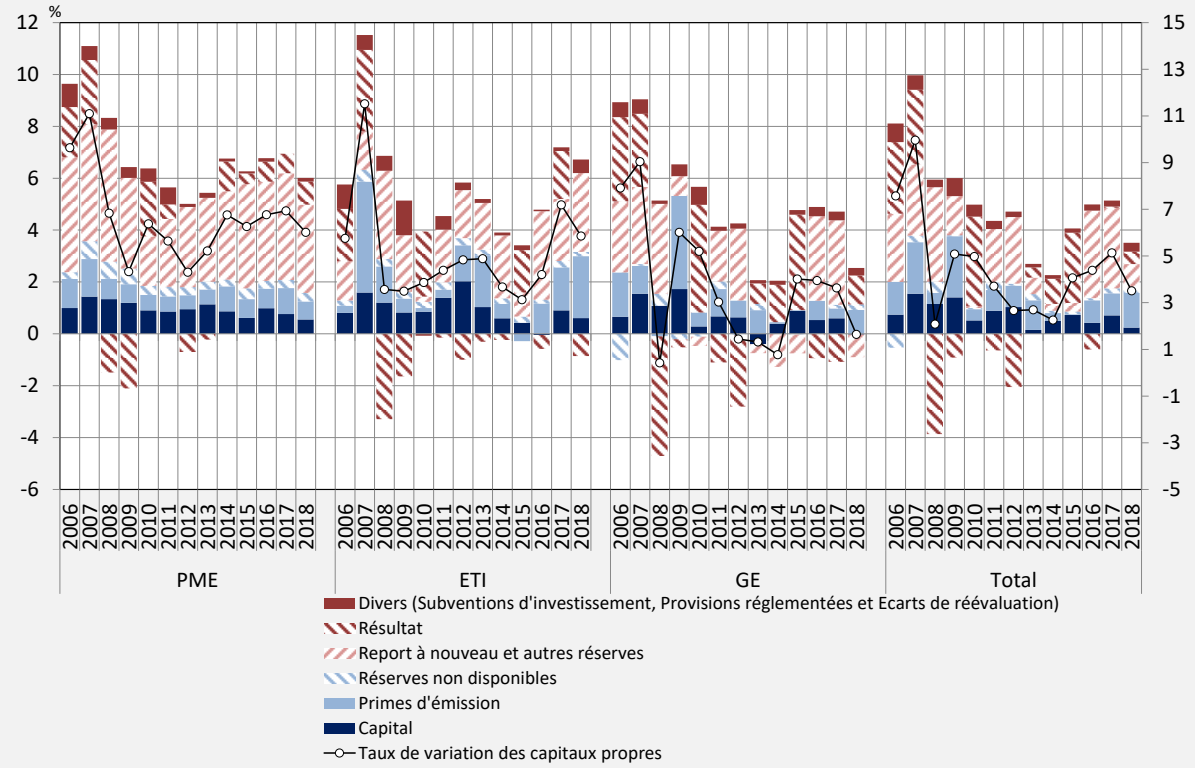
Source : Banque de France, comptes nationaux financiers. Dernier point : quatrième trimestre 2019.

B.4. En 2018, le renforcement des fonds propres s'était poursuivi, à un rythme toutefois moindre qu'en 2017

Les données relatives aux fonds propres des entreprises, publiées par la Banque de France, ne sont disponibles que jusqu'à 2018. Après une forte hausse en 2017 (+ 5,1 %), la croissance des fonds propres avait fléchi en 2018 et s'établissait à 3,5 % (Graphique 24), légèrement en deçà de la moyenne des cinq dernières années (3,7 %). Cette baisse était commune à toutes les catégories d'entreprises, avec une nette décélération pour les GE (+ 1,6 % après + 3,6 %) et les ETI (+ 5,9 % après + 7,2 %). L'accumulation des résultats *via* le report à nouveau restait la première source de fonds propres des PME et des ETI (dont les primes d'émission contribuaient également à la constitution de fonds propres). Pour les GE, l'évolution des fonds propres était tirée par les primes d'émission et le résultat, avec une contribution négative du report à nouveau et de l'augmentation du capital.

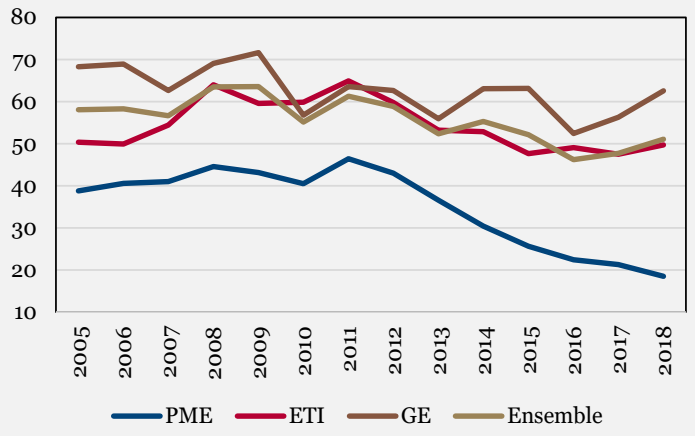
L'évolution des capitaux propres peut être mise en regard de celle de la dette brute ou nette afin de calculer des ratios de levier (*cf.* Lexique), qui permettent de mieux apprécier la dynamique d'endettement des entreprises (Graphique 25). En 2018, le ratio de levier net (endettement financier net des liquidités par rapport aux capitaux propres) avait augmenté et dépassait 50 %, après avoir atteint en 2016 son niveau le plus faible depuis 2008. Cette moyenne masquait des divergences marquées entre les catégories d'entreprises : le ratio de levier des PME a connu une baisse continue et marquée depuis 2011, et n'était plus que de 19 % en 2018. Les ETI et les GE suivaient la tendance générale, avec des ratios en hausse, à 50 % et 63 % en 2018.

Graphique 24 - Ventilation de la variation des capitaux propres



Source : Banque de France Fiben. Dernier point : 2018.

Graphique 25 - Taux d'endettement financier net (endettement financier net/capitaux propres) en %



Source : Banque de France Fiben. Dernier point : 2018.

B.5. La crise liée à la pandémie de covid-19 a eu un impact particulièrement marqué sur les entreprises

La propagation de la pandémie et les mesures de confinement ont confronté les entreprises à un double choc négatif d'offre et de demande, et ont conduit à une chute brutale du chiffre d'affaires d'une partie des entreprises, qui n'a été que partiellement compensée par l'ajustement des charges variables. Les

entreprises ont ainsi fait face à des contraintes de trésorerie qui les ont obligées à réduire leurs dépenses, reporter leurs projets d'investissement et chercher des financements externes.

Les mesures de soutien ont permis d'absorber une grande partie du choc. La prise en charge des salaires par l'État et l'Unedic, grâce au dispositif renforcé d'activité partielle, a été particulièrement efficace en France. Dans une note de juin 2020, l'OFCE[11] estime que ce dispositif permettrait de ramener la part d'entreprises illiquides de 13,8 % à 10,1 % à l'horizon de janvier 2021. En termes de solvabilité, l'activité partielle permettrait de réduire la part d'entreprises insolvables, et donc en risque important de défaillance, de 4,4 % à 3,2 % au même horizon. Une étude réalisée par la DG Trésor[12] montre que l'ensemble des mesures de soutien (activité partielle, fonds de solidarité, report d'échéances fiscales et sociales, versement anticipé de crédits d'impôt) aurait permis d'absorber 95 % du choc subi par les entreprises dans leur ensemble pendant les huit semaines de confinement strict.

Les entreprises ont en outre massivement recouru à l'endettement bancaire, dont l'accès a été facilité par la mise en place du dispositif des prêts garantis par l'État (PGE). Les chiffres mensuels de la Banque de France montrent que l'encours de crédits bancaires des sociétés non financières a augmenté de près de 105 Md€ sur les mois de mars à juin 2020, dont 81 Md€ de crédits de trésorerie. La hausse a été de 27 Md€ sur le seul mois de mars (pour les crédits de trésorerie), ce qui constitue un plus haut historique. Cela reflète en particulier le succès des PGE, dont près de 115 Md€ avaient été accordés à la fin juillet. La garantie de l'État accordée sur les PGE a permis une baisse marquée du taux moyen sur les crédits aux entreprises : les prêts des nouveaux crédits de moins de 1 M€, qui concernent essentiellement ceux souscrits par les PME et certaines ETI, s'établissait à 0,62 % en mai, au plus bas depuis le début de la série en 2003.

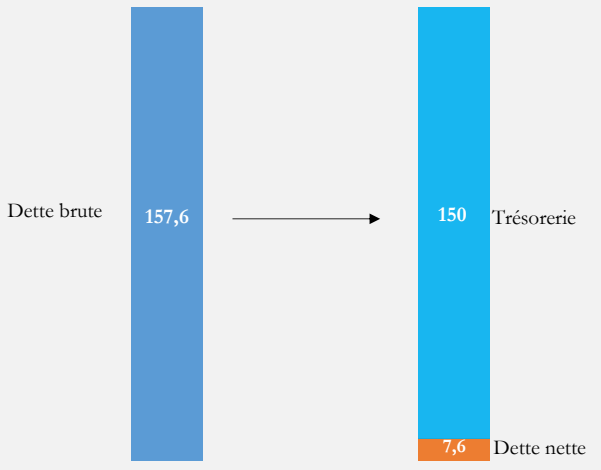
Les moyennes et grandes entreprises ont également pu se financer sur les marchés à partir d'avril. Après une baisse en mars, dans un contexte de turbulences sur les marchés, les émissions nettes d'obligations (émissions brutes nettes des remboursements d'obligations arrivant à échéance) ont fortement progressé au deuxième trimestre. Leur encours a augmenté au total de 52,9 Md€ sur les mois de mars à juin 2020, dont 34,7 Md€ en avril seulement, ce qui constituait la plus forte hausse mensuelle enregistrée depuis le début de la série en 2003.

La dette brute des entreprises (crédit bancaire et titres de dettes) a ainsi augmenté de 157,6 Md€ de mars à juin 2020 (Graphique 26). Cette dette nouvelle a pour le moment surtout alimenté la trésorerie des entreprises, qui a augmenté de 150 Md€ sur la même période. Au total, la dette nette des entreprises (dette brute nette de trésorerie) n'a augmenté que de 7,6 Md€ au total entre mars et juin, un rythme inférieur à la moyenne constatée avant crise (+ 4 Md€ par mois sur la période janvier 2017 - février 2020).

[11] Guerini M., Nesta L., Ragot X. et Schiavo S., « Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la covid-19 », *OFCE Policy brief 73*, 19 juin 2020.

[12] Bénassy-Quéré A., « Les besoins des entreprises françaises en fonds propres à l'issue du « grand confinement », 25 août 2020.

Graphique 26 - Ventilation de la hausse de la dette des entreprises sur la période mars-juin 2020 (Md€)



Source : Banque de France.

Note : les évolutions présentées sont agrégées sur l'ensemble des entreprises et peuvent donc être très différentes au niveau de chaque entreprise (certaines ont pu voir leur dette nette augmenter plus fortement, d'autres ont réduit leur dette nette sur la période).

Cet important volant de trésorerie devrait en partie être résorbé au cours des mois à venir. Une explication simple de l'écart entre dette brute et dette nette est le décalage temporel entre les entrées et les sorties de fonds des entreprises, en particulier les échéances fiscales et sociales qui ont été reportées. Il est toutefois probable que le recours à l'endettement externe reflète aussi dans certains cas un comportement de précaution : dans un contexte d'incertitude sur la durée et la sévérité de la crise, certaines entreprises ont profité de la possibilité d'accéder au crédit pour constituer des réserves de trésorerie qui pourraient s'avérer finalement supérieures à leurs besoins.

Le choc de la crise va dégrader la situation financière des entreprises, l'endettement net supplémentaire étant la contrepartie d'une baisse des fonds propres. Un renforcement des fonds propres en sortie de crise est donc nécessaire, pour éviter les faillites d'entreprises viables et donner aux entreprises les moyens d'investir.

De nombreux dispositifs ont déjà été mis en place pour permettre aux entreprises de lever ces fonds propres supplémentaires. Il s'agit de mesures prises dans le cadre des plans sectoriels (en faveur des entreprises technologiques, touristiques, aéronautiques et automobiles) et de mesures ciblées sur des catégories d'entreprises, comme les prêts participatifs du Fonds de développement économique et social (FDES) pour les TPE et petites PME, le Fonds de développement des PME et la possibilité pour l'État de prendre des participations dans des ETI et grandes entreprises stratégiques, *via* une dotation de 20 Md€ gérée par l'Agence des participations de l'État.

Le plan de relance ajoute des mesures visant à sensibiliser les Français sur l'orientation de leur épargne vers le financement en fonds propres et quasi fonds propres des TPE/PME et des ETI, grâce au label « relance » (pour identifier les fonds nationaux ou régionaux dont la politique d'investissement favorise le développement d'entreprises implantées en France), et au soutien à la distribution par les banques de prêts participatifs aux entreprises.

Ch.3 Agents financiers

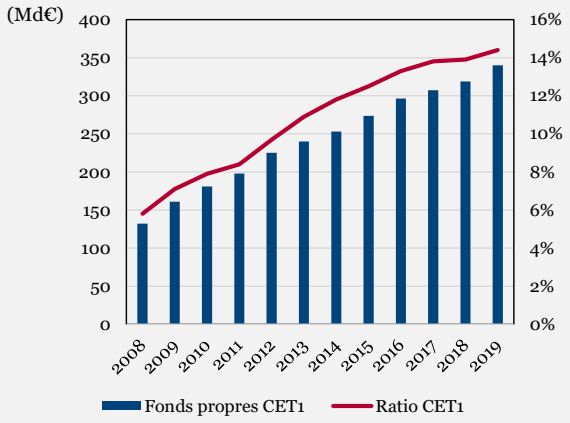
A. Banques

A.1. À fin 2019, les banques françaises étaient dans une position financière solide

Par rapport à 2008, les banques françaises ont abordé la crise de 2020 avec des fonds propres fortement renforcés…

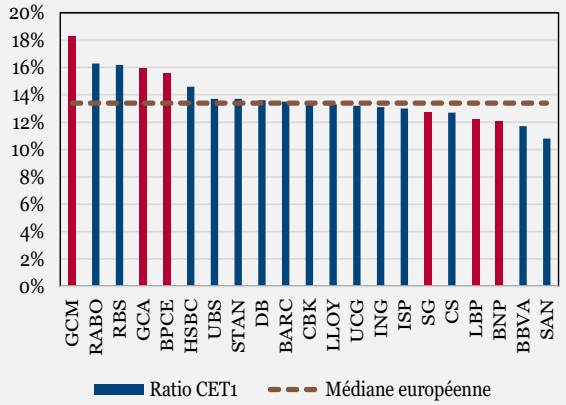
En 2019, les six principaux groupes bancaires français[13] ont poursuivi le renforcement de leurs fonds propres, permettant notamment une hausse sur un an de 0,5 point de pourcentage de leur ratio de solvabilité CET1 (*Common Equity Tier 1, cf.* Lexique). Celui-ci a plus que doublé sur la dernière décennie, passant de 7,1 % en 2009 à 14,4 % en 2019, traduisant l'accumulation de près de 200 Md€ de fonds propres CET1 sur la période (Graphique 27). Ces niveaux sont supérieurs à la médiane européenne, qui s'élève à 13,4 % fin 2019, et bien au-dessus des exigences réglementaires. Le ratio de solvabilité est particulièrement élevé pour les grandes banques mutualistes françaises (Graphique 28).

Graphique 27 - Niveau (en Md€) et ratio de fonds propres CET1 (Bâle 3) des principales banques françaises



Source : ACPR.
Périmètre : BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale.

Graphique 28 - Ratio de solvabilité fin 2019 (CET1, Bâle 3)



Source : ACPR.
Lecture : les banques françaises sont représentées en rouge.

Les six grands groupes bancaires français respectaient aussi largement fin 2019 le ratio de levier minimal (*cf.* Lexique) de 3 % : ce ratio se situait entre 3,9 % et 6,4 % pour chacune d'entre elles. Les quatre banques d'importance systémique françaises[14] avaient également augmenté leur capacité d'absorption des pertes afin de satisfaire les exigences réglementaires relatives à la résolution. Leur ratio de TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity, cf.* Lexique) dépassait 21 % des risques pondérés et 7 % du total du bilan pour chacune d'entre elles, bien au-dessus des seuils requis depuis le 1er janvier 2019 (16 % des risques pondérés et 6 % du total du bilan) et des seuils finaux applicables à partir du 1er janvier 2022 (18 % des risques pondérés et 6,75 % du total du bilan). Cette marge peut s'expliquer par l'anticipation

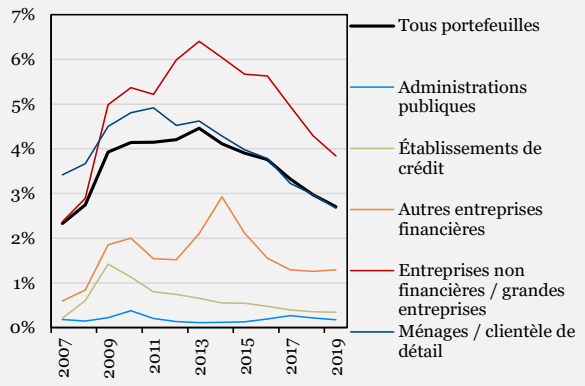
[13] BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale.
[14] BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole et Société Générale.

des nouvelles exigences MREL (*Minimum Requirement for Eligible Liability*), qui s'appliqueront à partir de 2022.

…des bilans de meilleure qualité…

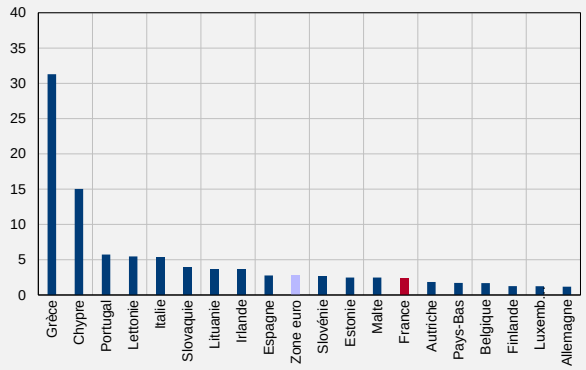
Les grandes banques françaises ont continué à assainir leurs bilans, voyant leur taux d'actifs dépréciés diminuer, passant de 3 % en 2018 à 2,8 % en 2019 (Graphique 29). Cette baisse reflète notamment la décrue des actifs dépréciés pour la clientèle de détail (- 4,9 %) et les entreprises non financières (- 5,2 %). Cependant, le taux de provisionnement des actifs dépréciés a baissé dans le même temps, passant de 54,4 % à 53,7 %. À fin 2019, les ratios bruts de créances douteuses des banques françaises étaient toutefois très faibles en comparaison européenne, alors que d'autres secteurs bancaires en Europe restaient fortement affectés par le poids des créances douteuses dans leur bilan (Graphique 30).

Graphique 29 - Taux d'actifs dépréciés bruts des six grands groupes bancaires français (en % de l'encours des crédits)



Source : ACPR.

Graphique 30 - Ratio brut de créances douteuses dans les pays de la zone euro (en % de l'encours des crédits)

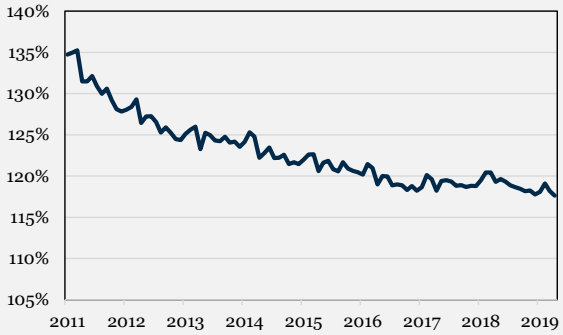


Source : BCE, quatrième trimestre 2019. Le ratio affiché est le rapport entre les instruments de dette bruts non performants et le total des instruments de dette bruts.

…et une liquidité satisfaisante,…

Si l'encours des crédits octroyés est resté dynamique en 2019 (il a augmenté sur l'année de 6,0 % pour les ménages et de 4,2 % pour les SNF), le ratio de prêts sur dépôts a néanmoins poursuivi sa baisse (Graphique 31) pour atteindre un plus bas depuis la crise de 2008 à 117,6 % en décembre 2019, grâce à une collecte vigoureuse, en particulier auprès des SNF (+ 9,6 %, contre + 5,7 % pour les ménages).

Graphique 31 - Ratio des prêts sur les dépôts



Source : Banque de France, calculs DG Trésor (dernier point février 2020). Le ratio est défini comme le rapport entre l'encours de crédits aux agents non financiers (ménages et sociétés non financières) sur les dépôts.

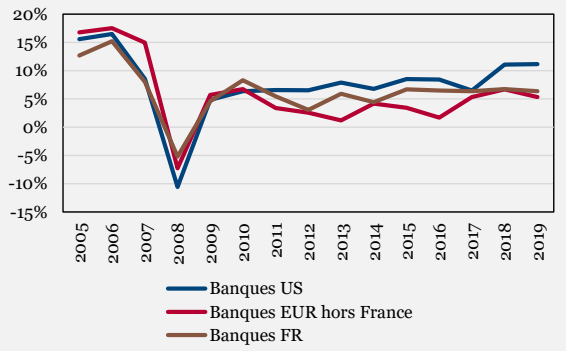
Entre 2018 et 2019, le ratio de liquidité à court-terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR, *cf.* Lexique) des six grandes banques françaises, calculé en moyenne mobile sur douze mois, est passé de 126,4 % à 131,8 %. Ainsi, les principales banques françaises respectaient toutes l'exigence minimale de 100 % en vigueur depuis le 1er janvier 2018. Les grandes banques françaises respectaient également l'exigence d'un ratio de financement stable à horizon un an (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR, *cf.* Lexique) minimal de 100 % qui entrera en vigueur à compter de juin 2021 avec l'application des principales dispositions du « paquet » européen CRR II / CRD V (*cf.* Lexique). Celui-ci était de 105,3 % en juin 2019, en légère baisse par rapport au niveau de fin 2018 (106,6 %).

…malgré des résultats en demi-teinte

En 2019, malgré une hausse de leur produit net bancaire (PNB) de 2 %, le résultat net part du groupe cumulé des six principaux groupes bancaires français est resté stable, à 25,6 Md€. La hausse du PNB est inférieure à celle des bilans, qui ont augmenté d'un peu plus de 5 % en 2019. Rapporté à la taille du bilan, les revenus des banques françaises restent ainsi faibles par rapport à leurs principales concurrentes étrangères, notamment américaines, reflétant des marges comprimées. Grâce à la maîtrise des frais de gestion, le coefficient d'exploitation a baissé pour la première fois depuis 2015, passant de 70,2 % en 2018 à 69,6 % en 2019, mais il reste à un niveau élevé par rapport aux banques étrangères concurrentes, européennes comme américaines. À l'inverse, le coût du risque a augmenté substantiellement (+ 13 %) après plusieurs années de baisse, tout en se maintenant à un niveau faible au regard de l'accroissement des encours de crédit.

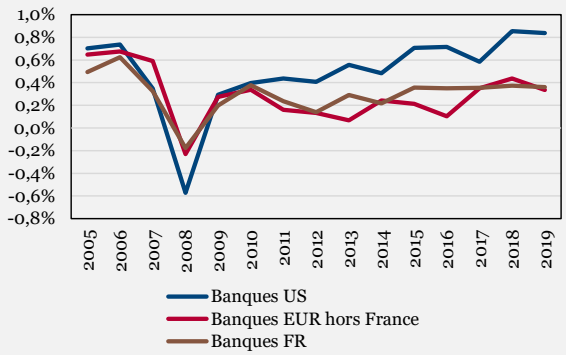
La rentabilité des groupes bancaires français reste stable, que ce soit le rendement sur fonds propres (*Return on Equity* ou RoE - Graphique 32) ou le rendement des actifs (*Return on Assets* ou RoA - Graphique 33). Si les banques françaises se situent dans la moyenne européenne, elles restent à un niveau de rentabilité bien plus faible que leurs concurrentes américaines.

Graphique 32 - *Return on Equity* des principales banques françaises, européennes et américaines



Source : communication financière d'un échantillon de 29 banques, FDIC et calculs ACPR. Le RoE est calculé comme le rapport entre le résultat net d'un exercice et le total des capitaux propres du même exercice.

Graphique 33 - *Return on Assets* des principales banques françaises, européennes et américaines



Source : communication financière d'un échantillon de 29 banques, FDIC et calculs ACPR. Le RoA est calculé comme le rapport entre le résultat net d'un exercice et le total du bilan du même exercice.

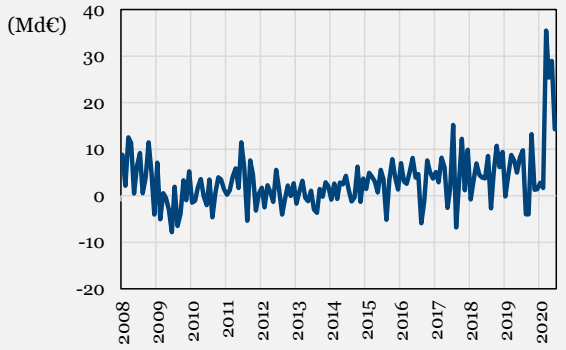
Les banques françaises ont donc abordé la crise dans une position de solidité financière certaine, mais présentent une rentabilité relativement faible, avec notamment des marges réduites malgré une demande de crédit dynamique. La rationalisation des coûts, qui pourrait en particulier passer par la numérisation de certains services, reste un défi majeur du secteur.

A.2. Les banques ont bien résisté au choc financier lié à la pandémie de covid-19 mais devront faire face à moyen terme à une hausse du coût du risque

La crise liée à la pandémie de covid-19 a eu un impact direct à court terme sur la rentabilité des banques. Côté actif, la chute des marchés financiers et la hausse de la volatilité ont provoqué une dépréciation des titres détenus par les banques, engendrant des pertes sur leurs activités de marché. Côté passif, le coût de refinancement s'est accru : le taux d'intérêt sur les titres de dette bancaire a fortement augmenté en mars, les *spreads* par rapport aux *swaps* de taux d'intérêt en euro atteignant leur plus haut niveau depuis la crise de la zone euro en 2011-2012. Les interventions de la BCE ont ensuite permis de rassurer les marchés et de faire baisser le niveau des *spreads*, en même temps qu'elles offraient aux banques de nouvelles facilités de refinancement à taux négatif.

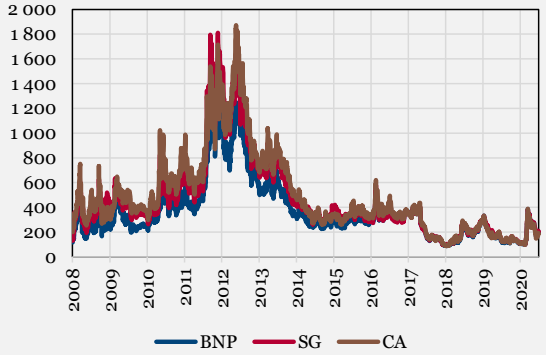
Les banques ont toutefois bien résisté à l'impact immédiat de la crise, à l'opposé de ce qui s'était produit lors la crise financière de 2008. Cela tient à la fois à la bien meilleure capitalisation des établissements bancaires et aux mesures prises par les autorités pour réduire l'effet de la crise. Les grands groupes bancaires français ont ainsi pu répondre à la très forte demande de crédit, en distribuant notamment plus de 100 Md€ de prêts garantis par l'État aux entreprises (Graphique 34). L'évolution des primes de *Credit Default Swaps* (CDS, *cf.* Lexique), qui mesurent le coût pour se couvrir contre le défaut d'une entreprise et sont donc un bon indicateur du risque de défaillance perçu par les marchés, est révélatrice de cette bonne résistance : alors que les primes de CDS des principaux groupes bancaires français avaient fortement augmenté lors de la crise financière de 2008, et encore plus lors de la crise de la zone euro en 2011-2012, la hausse en 2020 a été contenue et de courte durée (Graphique 35).

Graphique 34 - Évolution du flux mensuel de crédits accordés aux sociétés non financières



Source : Banque de France.

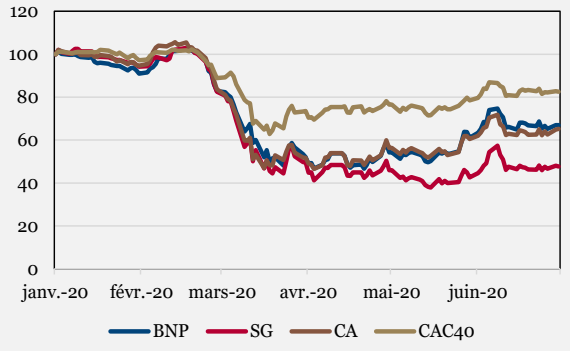
Graphique 35 - Primes de CDS des principaux groupes bancaires français (base 100 au 14 février 2020)



Source: Datastream.

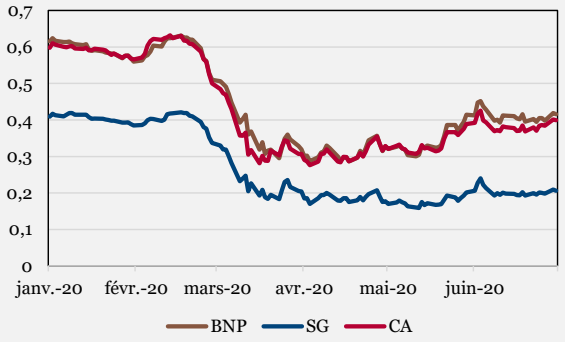
La crise liée à la pandémie de covid-19 a toutefois accru les risques de moyen terme pour le secteur bancaire (*cf.* encadré 5). Le choc économique a fragilisé le bilan des agents privés, en particulier des entreprises, ce qui est susceptible d'augmenter le risque des portefeuilles de prêts détenus par les banques. L'anticipation de ces possibles pertes futures explique la baisse importante des cours des banques : à la fin juillet 2020, les cours des trois principaux groupes bancaires français étaient inférieurs de 35 à 50 % à leur niveau de début 2020, contre seulement 20 % pour le CAC 40 (Graphique 36). La valorisation des grands groupes bancaires a ainsi atteint des niveaux très bas par rapport à la valeur comptable de leurs actifs (Graphique 37).

Graphique 36 - Cours boursiers des principaux groupes bancaires français (base 100 au 1er janvier 2020)



Source : Datastream.

Graphique 37 - Évolution des *Price-to-book ratios* des principales banques françaises au premier semestre 2020



Source : Datastream.

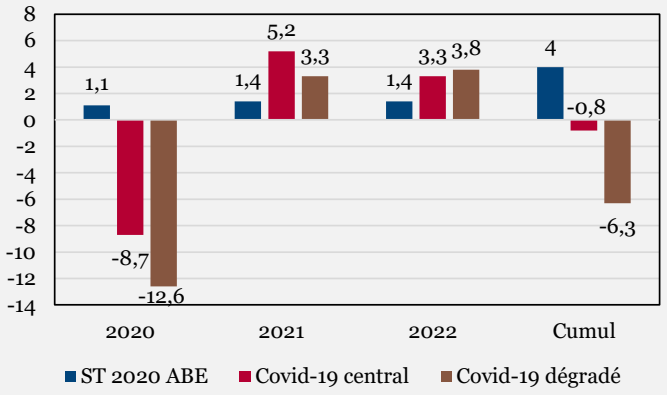
Les résultats des grandes banques françaises pour le deuxième trimestre 2020 montrent une baisse globale du produit net bancaire et du résultat net. Cela tient principalement aux fortes provisions passées sur les portefeuilles de prêts aux entreprises et, pour certaines banques, à des pertes liées aux évolutions des marchés. L'impact de la crise a toutefois été très variable en fonction des établissements (un établissement enregistre une perte, alors que les autres affichent un résultat en diminution mais toujours positif) et des lignes de métier : le résultat des activités de marché augmente ainsi nettement pour un établissement, notamment sur les produits à taux fixe, grâce à la forte hausse des émissions de dette par les entreprises. Les ratios de levier des grandes banques ont légèrement diminué par rapport à la fin 2019 en raison de l'accroissement des bilans en lien avec l'octroi important de crédits. Les ratios de solvabilité sont restés stables au premier semestre 2020, ce qui reflète en partie l'impact des souplesses réglementaires accordées par les autorités et la suspension des versements de dividendes prévus au titre de l'année 2019, et les ratios de liquidité ont augmenté.

Encadré 5 - Analyse de vulnérabilité du secteur bancaire de la zone euro

Le superviseur unique des banques de la zone euro (MSU) a publié le 28 juillet 2020 une analyse de vulnérabilité du secteur bancaire. Cet exercice a été réalisé en raison du report à 2021 des tests de résistance conduits par l'Autorité bancaire européenne (ABE) afin d'alléger la charge opérationnelle des banques. Les simulations de l'analyse de vulnérabilité sont basées sur les estimations du MSU, sans recourir aux projections fournies par les banques à partir de leurs modèles internes, comme lors des exercices habituels de test de résistance.

L'objectif est d'évaluer l'impact à un horizon de trois ans de scénarios économiques dégradés découlant de la crise liée à la pandémie de covid-19 sur la solvabilité des banques de la zone euro et d'identifier en amont les vulnérabilités potentielles. Cette analyse de vulnérabilité est basée sur trois scénarios (Graphique 38) : (i) le scénario central du test de résistance 2020 de l'ABE, qui avait été défini avant le déclenchement de la crise, (ii) un scénario central covid-19 qui correspond à l'évolution attendue de l'économie dans le contexte de l'épidémie et basé sur les projections de juin 2020, (iii) un scénario dégradé covid-19, également produit en juin 2020, qui envisage une crise plus marquée, avec une deuxième vague de confinement.

Graphique 38 - Croissance du PIB de la zone euro selon les scénarios



Source : BCE.

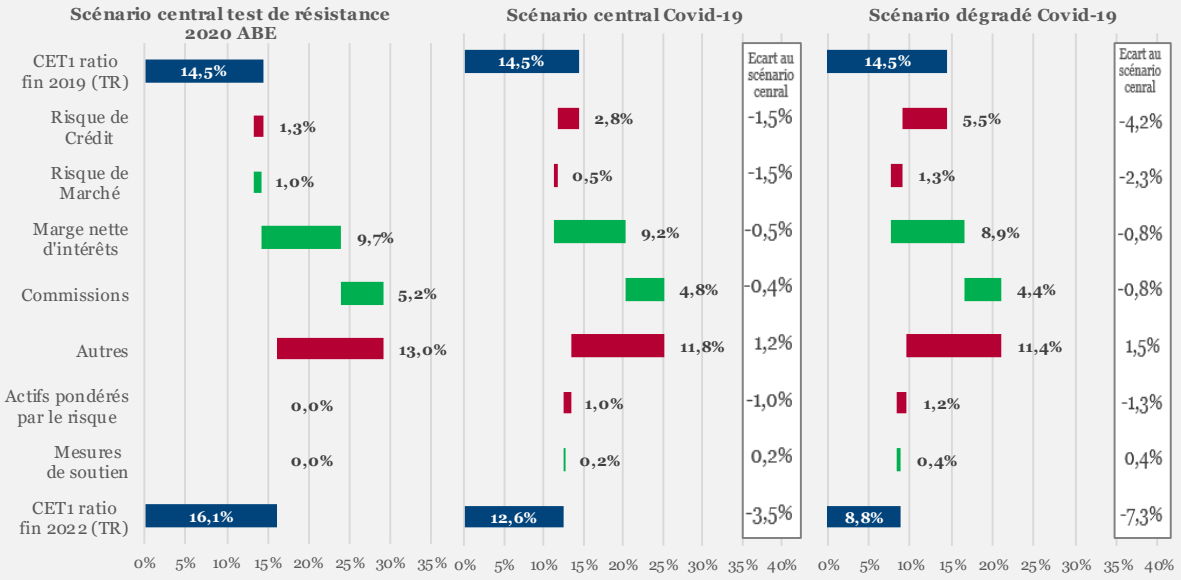
L'exercice couvre 86 établissements de taille significative directement supervisés par le MSU. La méthodologie mise en place s'inspire largement de celle qui avait été publiée par l'ABE en prévision des tests de résistance 2020. L'incidence des mesures de soutien à l'économie – budgétaires, monétaires et réglementaires – a été intégrée autant que possible dans le calibrage des scénarios et, pour certains aspects, dans les projections.

L'analyse de vulnérabilité montre que le secteur bancaire de la zone euro est actuellement suffisamment capitalisé pour résister à une récession brutale mais de courte durée, telle qu'envisagée dans le scénario central, tout en continuant d'assumer ses fonctions de financement de l'économie. Ce résultat reflète le renforcement significatif et régulier de la solvabilité des banques européennes depuis la crise financière de 2008 dans le cadre des réformes réglementaires (Bâle 3), qui a accru la résilience des banques. Cependant, si la reprise économique devait être plus lente que prévu en raison d'une seconde vague d'infections et de confinement, comme c'est le cas dans le scénario dégradé, certaines banques devraient prendre des mesures afin de continuer à satisfaire leurs exigences réglementaires en capital. Ces résultats ne tiennent pas compte d'éventuelles mesures additionnelles de soutien à l'économie qui pourraient être mises en œuvre dans un scénario de ce type.

Ainsi, le ratio agrégé de fonds propres CET1 du secteur bancaire diminuerait de 1,9 point de pourcentage d'ici fin 2022 pour atteindre 12,6 % dans le scénario central et de 5,7 points pour atteindre 8,8 % dans le scénario dégradé (Graphique 39). La comparaison avec les résultats du scénario initialement anticipé pour 2020 montre que le principal déterminant de la diminution du ratio de solvabilité provient de l'impact du risque de crédit, c'est-à-dire les pertes sur les prêts (respectivement - 2,8 points pour le scénario central et - 5,5 points pour le scénario dégradé). Le risque de marché, c'est-à-dire les pertes sur des actifs financiers, est également un déterminant significatif de la baisse du ratio de solvabilité.

Il faut enfin noter que la simulation ne prend que partiellement en compte l'effet positif sur la solvabilité des banques (i) des garanties octroyées par les États, comme celles accordées pour les PGE en France, s'agissant de la mesure des « actifs pondérés » et (ii) du programme TLTRO III de la BCE qui allège le coût de refinancement des banques. Si ces deux facteurs étaient intégrés, l'impact estimé du choc pourrait être réduit d'1 point dans le scénario dégradé.

Graphique 39 - Décomposition des facteurs d'évolution du ratio de solvabilité par scénario



Source : BCE.

Note de lecture : Ce graphique représente les facteurs d'évolution du ratio de solvabilité sur fonds propres de base transitoire (CET1 TR) entre la fin 2019 et la fin 2022 pour les banques européennes supervisées par le MSU, selon différents scénarios. Les « commissions » sont les produits (nets de charges) d'honoraires et de commissions, par exemple les commissions perçues sur les opérations avec la clientèle, sur les opérations sur titres et dérivés ou sur la gestion d'actifs. La catégorie « autres » inclut en particulier les charges administratives (qui dans les trois scénarios représentent une baisse de 10 points) et les pertes liées au risque opérationnel. Les « actifs pondérés par le risque » indiquent l'impact de la déformation du bilan des banques sur le ratio de solvabilité. Les « mesures de soutien » désignent notamment les garanties publiques sur les prêts aux entreprises.

B. Entreprises d'assurance

B.1. En 2019, le secteur de l'assurance a enregistré une nouvelle hausse de son chiffre d'affaires et renforcé sa capitalisation

Les primes collectées accélèrent en 2019, la collecte nette de l'assurance-vie est stable

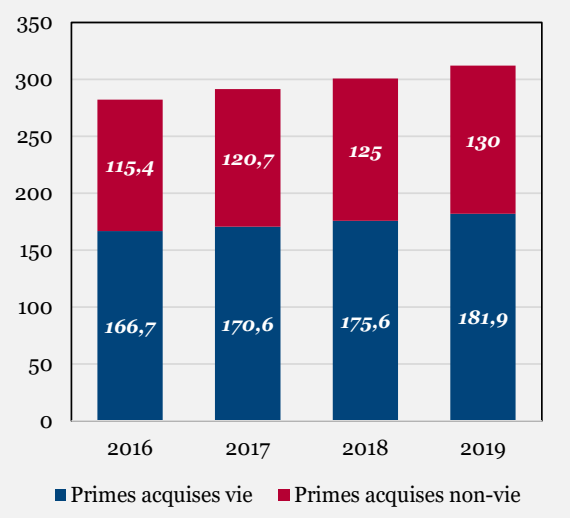
En 2019, l'ensemble des primes collectées par le secteur de l'assurance s'est établi à 311,9 Md€ (Graphique 40), en progression de 3,8 % sur un an (après + 3,2 % en 2018) : 181,9 Md€ ont été collectés sur des contrats d'assurance-vie (+ 3,6 %) et 130,0 Md€ sur le segment non-vie (+ 4,0 %).

Selon les estimations de l'ACPR, l'année 2019 s'est caractérisée par une hausse significative de la sinistralité brute (assurance et réassurance) sur l'activité non-vie, contrastant avec le ralentissement de 2018. Toutefois, les prestations versées en assurance-vie n'ont que très légèrement progressé en 2019.

La collecte nette de l'assurance-vie a été de 20,4 Md€, un niveau stable par rapport à 2018. Pour la première fois depuis 2014, la collecte nette sur les fonds euros, dont le capital est garanti, est redevenue majoritaire (+ 15,3 Md€ après - 1,2 Md€ en 2018). Cela reflète notamment des arbitrages nets des supports en unités de compte vers les fonds euros particulièrement élevés en 2019 (+ 13,2 Md€ après + 0,9 Md€). Pour cette même raison, la collecte nette sur les supports en unités de compte s'est nettement réduit, à 5,1 Md€ après 21,3 Md€ en 2018.

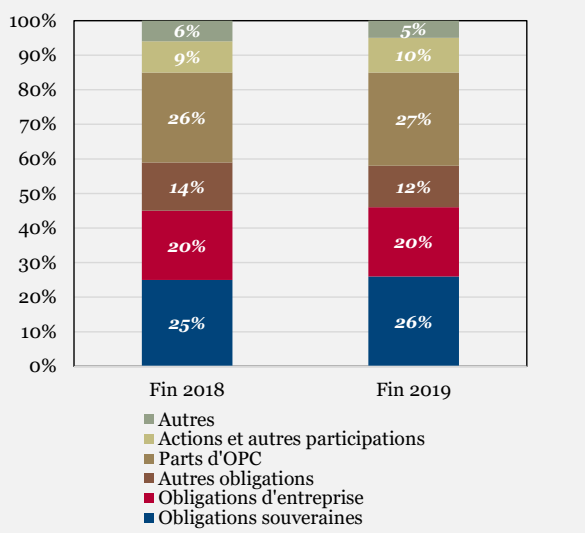
À la fin 2019, l'encours des placements des sociétés d'assurance s'élevait à 2 711 Md€, en croissance de 8,3 % par rapport à 2018. En 2019, la structure des placements des assureurs est restée stable par rapport à 2018. Les placements des assureurs français restent très concentrés dans les obligations, qui représentent 58 % de leurs encours, dont 26 % en obligations souveraines (Graphique 41).

Graphique 40 - Collecte de primes brutes par segment (Md€)



Sources : ACPR.

Graphique 41 - Structure des placements des assureurs avant mise en transparence[15]



Source : ACPR.

Le taux de couverture du CSR augmente, malgré les pressions liées aux taux bas

Fin 2019, le taux de couverture moyen du capital de solvabilité requis (CSR, *cf.* Lexique) s'établissait à 268 %, après 240 % fin 2018 (Graphique 42). Le taux de couverture moyen du CSR atteignait 261 % pour les organismes vie et mixtes (225 % en 2018) et 286 % pour les organismes non-vie (278 % en 2018).

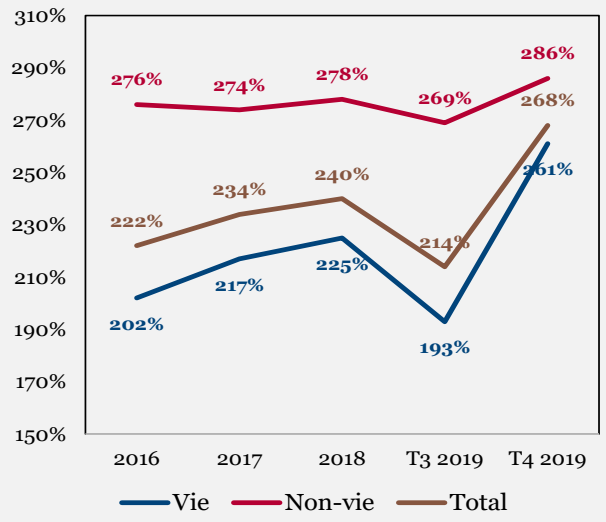
Pour les assureurs-vie, cette hausse du taux de couverture sur un an masque toutefois des évolutions contrastées en cours d'année. Le taux s'inscrivait en baisse au troisième trimestre 2019, en raison de la baisse des taux d'intérêt, qui réduit mécaniquement les fonds propres des organismes d'assurance et augmente leur CSR, ce qui comprime leur ratio de solvabilité[16]. La forte hausse du taux de couverture

[15] La mise en transparence consiste, lorsque l'information est disponible, à substituer les titres d'OPC résidents dans les portefeuilles des assureurs par les titres dans lesquels ces OPC investissent.

[16] Le déplacement vers le bas de la courbe des taux sans risque augmente le montant des provisions techniques au passif des organismes d'assurance, via l'actualisation à la hausse des flux futurs entrant dans le calcul de ces provisions (hausse des primes sur contrats anciens). Du fait d'une maturité plus longue du passif que de l'actif, cette hausse n'a été que partiellement

au quatrième trimestre reflète trois facteurs : une remontée des taux en fin d'année, un renforcement de fonds propres *via* des augmentations de capital ou l'émission de dettes subordonnées, et la prise en compte des provisions pour participation aux bénéfices dans les fonds propres sous certaines conditions, comme cela a été permis par un arrêté ministériel de décembre 2019 (*cf.* encadré 6).

Graphique 42 - Taux de couverture du capital de solvabilité requis (CSR) par type d'organisme



Source : ACPR.

Encadré 6 - La provision pour participation aux bénéfices

Les bénéfices des organismes d'assurance-vie sont composés des bénéfices techniques (différence entre les frais prélevés par la compagnie et les frais réels) et des bénéfices financiers (gains réalisés en plaçant les sommes versées par les assurés). La majeure partie de ces bénéfices est due aux assurés, à hauteur de 90 % du résultat technique et de 85 % du résultat financier. Cette participation aux résultats peut être redistribuée immédiatement ou temporairement conservée par les assureurs : elle constitue alors la provision pour participation aux bénéfices (PPB), que les assureurs sont légalement tenus de restituer aux assurés dans un délai maximal de huit ans. Cette PPB permet aux assureurs de se prémunir contre les aléas et de lisser le rendement offert aux assurés sur plusieurs exercices.

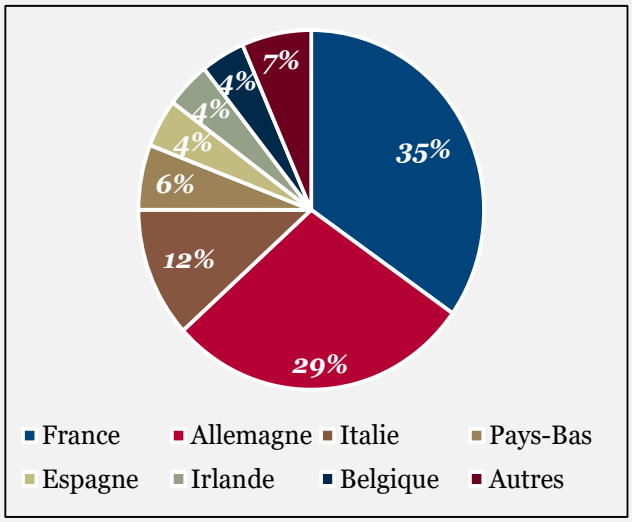
L'arrêté ministériel du 24 décembre 2019 relatif aux fonds excédentaires en assurance-vie permet aux compagnies d'assurance de réintégrer la PPB dans leurs fonds propres. Dans un contexte durable de taux bas, l'objectif de cette mesure est de redonner des marges de manœuvre aux compagnies d'assurance qui rencontreraient des difficultés à respecter les critères de solvabilité. Cette prise en compte de la PPB dans le calcul des fonds propres n'est cependant permise qu'à trois conditions : i) que l'assureur soit en situation de perte, ii) qu'il ne soit plus à même de remplir l'exigence de solvabilité imposée par le régulateur et iii) qu'un plan d'assainissement de la situation financière soit présenté à l'ACPR. La compagnie d'assurance sera en tout état de cause toujours tenue de restituer les montants prélevés sur la PPB aux assurés dans un délai maximal de huit ans. Il lui est en outre interdit de verser des dividendes tant que les fonds n'auront pas été restitués.

compensée par l'accroissement de la valeur de marché des actifs, ce qui réduit les fonds propres. En parallèle, les exigences de fonds propres pour se prémunir contre le risque de taux d'intérêt ou le risque de souscription (la baisse des taux pesant sur les rémunérations servies par les assureurs et donc sur les souscriptions) ont augmenté.

Le secteur français de l'assurance reste le premier de la zone euro

En 2019, les assureurs français représenteraient 35 % des actifs du secteur en zone euro selon les chiffres de la BCE (contre 29 % pour l'Allemagne et 12 % pour l'Italie, Graphique 43). Cinq assureurs français appartiennent au « top 15 » des plus gros assureurs européens en termes de primes collectées en 2019, selon le classement établi par l'assureur espagnol Mapfre : AXA (1er), Crédit Agricole Assurances (7e), CNP (9e), BNP Paribas Cardif (10e) et Covéa (15e).

Graphique 43 - Répartition des actifs des assureurs des différents pays de la zone euro en 2019



Source : BCE.

B.2. Le choc lié à la pandémie de covid-19 a pesé sur l'actif des entreprises d'assurance et devrait mener à une hausse de la sinistralité

D'après les données Banque de France, à fin mars 2020, le choc économique et financier lié à la pandémie de covid-19 a entraîné une baisse marquée de la valeur de l'actif des organismes d'assurance du fait de baisses de valorisation importantes (- 129 Md€ au premier trimestre 2020). Les parts des fonds actions et mixtes (- 55 Md€) et des actions cotées (- 22 Md€) ont été touchées par le recul des marchés actions. La hausse des primes de risque s'est également répercutée sur la valeur des créances de long terme (- 38,9 Md€).

Ce choc devrait aussi contribuer à une hausse de la sinistralité sur certains segments, plus particulièrement sur les assurances prévoyance (14,7 % des primes non-vie fin 2019), perte d'exploitation (1,7 %) ou assurance-crédit (0,2 %). Ces contrats ne prévoient cependant pas nécessairement la couverture des pertes découlant d'une pandémie et l'ACPR a rappelé que les assureurs ne pouvaient couvrir d'évènements explicitement exclus de leurs contrats sans se mettre en situation de risque. A l'inverse, certains segments tels que l'automobile (20,9 %) devraient voir leur niveau de sinistralité chuter. L'exposition des assurances aux secteurs les plus durement touchés par la crise (3 % d'exposition à l'industrie, 4 % aux transports, moins de 1 % au commerce et à la construction) reste par ailleurs limitée.

Enfin, le prolongement de l'environnement de taux bas pèse sur le secteur de l'assurance, en particulier l'érosion tendancielle, au fur et à mesure des réinvestissements, du rendement des obligations, qui constituent 58 % des placements des assureurs.

C. Gestion d'actifs

C.1. Après un repli en 2018, l'encours des sociétés de gestion d'actifs a été particulièrement dynamique en 2019

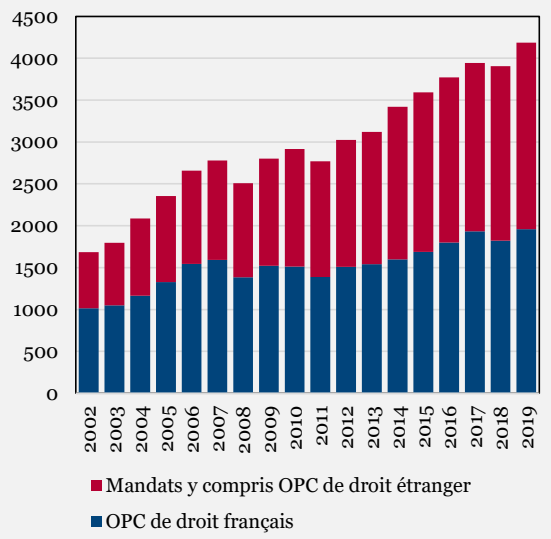
Les actifs sous gestion ont fortement progressé en 2019, tout comme le nombre de sociétés de gestion domiciliées en France

Après avoir marqué un recul en 2018, la gestion d'actifs est repartie à la hausse en 2019. L'industrie de la gestion collective a atteint en fin d'année 2019 des records historiques en termes d'actifs sous gestion sous l'effet cumulé d'une collecte dynamique et d'une croissance soutenue des valorisations boursières. En France, les actifs gérés par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) atteignaient 4 185 Md€ fin 2019 (Graphique 44), en hausse de 7,1 %. Cette croissance reflète à la fois celles des actifs des organismes de placement collectif (OPC), qui atteignaient 1 960 Md€ (+ 7,6 %), et de ceux de la gestion sous mandat, qui s'élevaient à 2 225 Md€ (+ 6,8 %)[17].

Le dynamisme du secteur s'apprécie également à l'aune du nombre de sociétés de gestion agréées. Alors que leur nombre était resté pratiquement stable entre 2017 et 2018 (passage de 630 à 633), on comptait 657 SGP à fin 2019, avec 45 nouveaux agréments AMF sur l'année. Cette croissance s'explique en partie par le Brexit, motif avancé par 10 des sociétés de gestion agréées en 2019.

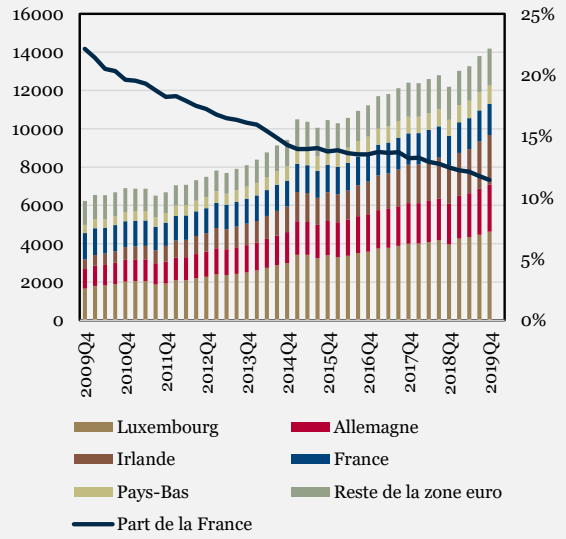
La part des fonds français dans la gestion collective européenne s'est stabilisée à 12 % du total des actifs gérés dans la zone euro (Graphique 45) en quatrième position derrière le Luxembourg (32 %), l'Allemagne (18 %) et l'Irlande (18 %).

Graphique 44 - Actifs gérés pour le compte de tiers sur le marché français (Md€)



Source : AFG.

Graphique 45 - Encours (Md€) et part de marché zone euro des OPC domiciliés en France



Source : BCE.

[17] Les chiffres présentés proviennent de l'AFG (Association française de la gestion financière), pour une vision globale de la gestion d'actifs en France (gestion collective et gestion sous mandat), et de la BCE, afin de permettre les comparaisons internationales. Les données utilisées ensuite sont issues du *reporting* adressé à l'AMF et ne concordent pas nécessairement.

La croissance des actifs sous gestion a été particulièrement marquée pour les fonds d'investissement alternatifs

L'actif net des organismes de placement collectif relevant des directives européennes UCITS IV (organismes de placement collectif à valeur mobilière - OPCVM) et AIFM (fonds d'investissement alternatifs - FIA) a atteint 1 644 Md€ fin 2019, soit une croissance de 11,7 % sur un an[18] (*tableau 2*).

L'actif net des OPCVM, produits grand public généralement orientés vers des fonds actions ou obligataires, a augmenté de 6,3 % et celui des FIA a crû de 8,9 %. La stratégie d'investissement des FIA est aussi bien axée sur les valeurs mobilières (principalement *via* les fonds à vocation générale et les fonds d'épargne salariale, qui représentent respectivement 44 % et 18 % de leur encours) que sur les actifs réels (les fonds de capital-investissement et immobilier représentent 9 % et 14 %). Les souscripteurs de ces fonds restent majoritairement des investisseurs non-professionnels qui s'engagent par le biais des fonds ouverts.

Tableau 2 - Encours des OPCVM et FIA de droit français au 31/12/2019 (Md€)

	Objet du fonds	Fonds	Type de souscripteurs	Spécificité du fonds	Md€	Part dans le total
OPCVM					831	50,5%
FIA	Vocation générale	FIVG (fonds d'investissement à vocation générale)	non-professionnel		332	20,2%
		FPVG (fonds professionnel à vocation générale)	professionnel		6	0,4%
	Capital investissement	FCPR (fonds communs de placement à risques)	non-professionnel	Investissement minimum de 50% en titres d'entreprises non cotées	1	0,1%
		FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation)	non-professionnel	Investissement minimum de 60% en titres de sociétés innovantes non cotées	10	0,6%
		FIP (fonds d'investissement de proximité)	non-professionnel	Investissement minimum de 60% dans des PME régionales non cotées	3	0,2%
		FPCI (fonds professionnel de capital investissement	professionnel	Investissement minimum de 50% en titres d'entreprises non cotées	62	3,8%
	Immobilier	OPCI (organisme de placement collectif en immobilier)	non-professionnel	Investissement de 60% minimum en immobilier, 5% de liquidités minimum pour faire face à d'éventuelles sorties d'investisseurs	22	1,3%
		SCPI (société civile de placement immobilier)	non-professionnel	Investissement de 95% minimum en immobilier	48	2,9%
		OPCI professionnel	professionnel	Investissement de 60% minimum en immobilier	54	3,3%
	Epargne salariale	FCPE (fonds commun de placement entreprise)	non-professionnel	Fonds communs de placement dont les parts sont exclusivement détenues par des salariés ou anciens salariés et dont 1/3 des investissements maximum (cas des FCPE diversifiés) ou minimum (cas des FCPE actionnariat) concerne les titres de l'entreprise	142	8,6%
	Autres	FFA (fonds de fonds alternatifs)	non-professionnel	Investissement dans des FIA (absence d'investissements en titres vifs ou en instruments financiers)	1	0,1%
		FPS (fonds professionnel spécialisé)	professionnel	Investissement dans des typologies d'actifs diversifiés, y compris fonds immobiliers ou entreprises non-cotées	123	7,5%
En attente d'affectation					9	0,5%
Total					1644	

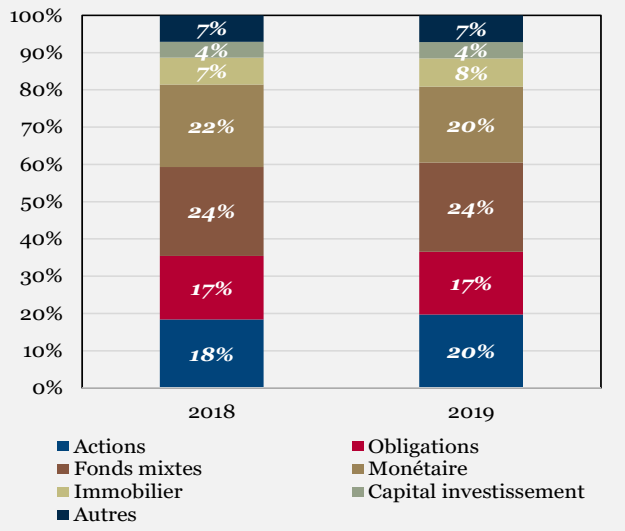
Source : AMF – base Geco.

La part des fonds monétaires dans l'actif des sociétés de gestion s'érode de nouveau en 2019

L'année 2019 s'est traduite par un nouveau recul du poids des actifs monétaires dans l'actif des sociétés de gestion (Graphique 46), dont ils ne représentent plus que 20 % (contre 22 % en 2018 et 33 % en 2012). Plus qu'à un arbitrage en faveur de placement plus risqués, ce recul semble s'expliquer par la forte appréciation des autres actifs sur l'année, en particulier des actions, ce qui fait mécaniquement baisser la part des actifs monétaires au bilan des sociétés de gestion.

[18] Base AMF – base Geco.

Graphique 46 - Composition de l'actif net des sociétés de gestion



Source : AMF.

C.2. Le choc lié à la pandémie de covid-19 a été prononcé, en particulier pour les fonds actions et les fonds monétaires

La crise liée à la pandémie de covid-19 a eu un impact marqué pour le secteur de la gestion collective. Les différentes catégories de fonds (actions, obligataires, mixtes, monétaires) ont toutefois été affectées différemment, et l'on peut aussi discerner des évolutions distinctes en fonction des régimes réglementaires et des stratégies d'investissement qui peuplent ces grandes familles de fonds.

Les fonds actions ont fortement pâti de la chute brutale des marchés boursiers. Sur le mois suivant le 19 février, où leur actif net dépassait les 355 Md€, ils ont enregistré une perte de valorisation de près de 110 Md€. Contrairement à ce qui pouvait être craint, les investisseurs n'ont pas toutefois pas fui les fonds actions sur cette période, les flux de collecte étant même positifs en mars pour un total de 2,2 Md€. Le rebond des valorisations boursières amorcé en avril s'est poursuivi jusqu'à l'été, permettant à l'actif net d'atteindre 312 Md€ au 31 juillet (contre 237 Md€ au 18 mars).

De leur côté, les fonds obligataires ont subi à partir de début mars une perte de valorisation de 15 Md€ assortie de rachats substantiels (10 Md€), ramenant leur actif net cumulé à 296 Md€ au 31 mars. Au sein de la catégorie obligataire, les fonds particulièrement exposés au segment *high yield* ont subi des rachats nets en agrégé sur le mois, alors que les fonds orientés vers les titres *investment grade* ont enregistré une collecte nette. Fin août 2020, l'AMF a demandé la suspension de trois OPCVM obligataires de droit français gérés par la société de gestion britannique H2O LLP, qui a elle-même choisi d'étendre cette suspension à cinq autres de ses fonds. La décision a été motivée par des difficultés de valorisation sur des actifs illiquides, indirectement aggravées par la crise liée à la pandémie de covid-19.

Pour les fonds diversifiés ou mixtes, l'effet de valorisation a très largement dominé l'effet de collecte pendant la crise. Ils ont ainsi enregistré près de 54 Md€ de perte de valorisation entre le 19 février (l'actif net correspondant était de 342 Md€) et le 19 mars. Les flux de rachat sur la même période n'ont atteint que 4,8 Md€.

Enfin, les fonds monétaires (*Money market funds* - MMF) ont été violemment touchés par la crise. Alors qu'ils atteignaient plus de 361 Md€ d'actif net cumulé à fin février, les fonds monétaires français ont dû

faire face à des rachats massifs concentrés sur une période de temps très brève (46 Md€ sur le mois de mars, dont 41 Md€ pour la seule deuxième quinzaine). Malgré les tensions très vives sur la liquidité, tous les MMF français ont été en mesure d'honorer leurs rachats et aucun n'a dû mettre en place de mesures de suspension. À la stabilisation des encours au mois d'avril (autour de 315 Md€) ont succédé trois mois de collecte continue qui ont permis aux fonds monétaires de dépasser fin juillet le niveau d'actif net pré-crise (373 Md€ au 31 juillet).

La situation observée en France apparaît atypique quand elle est comparée aux deux autres grandes juridictions européennes de domiciliation des MMF (Luxembourg et Irlande), où des sorties massives sur certaines catégories de fonds monétaires ont été compensées par des souscriptions substantielles sur d'autres catégories. Les différences observées entre les fonds des différents pays s'expliquent essentiellement par les caractéristiques des produits, comme la devise de référence (essentiellement euro en France, livre sterling et dollar au Luxembourg et en Irlande), le secteur émetteur des titres en portefeuille (dette publique ou privée) ou les modalités réglementaires d'enregistrement comptable de la valeur des actifs en portefeuille (en France, on ne trouve que des fonds à valeur liquidative variable – *Variable net asset value, VNAV* –, alors que les autres juridictions autorisent aussi des fonds utilisant des méthodes d'amortissement permettant d'afficher des valeurs liquidatives constantes – *Constant net asset value*, CNAV – ou à faible volatilité – *Low volatility net asset value*, LVNAV).[19]

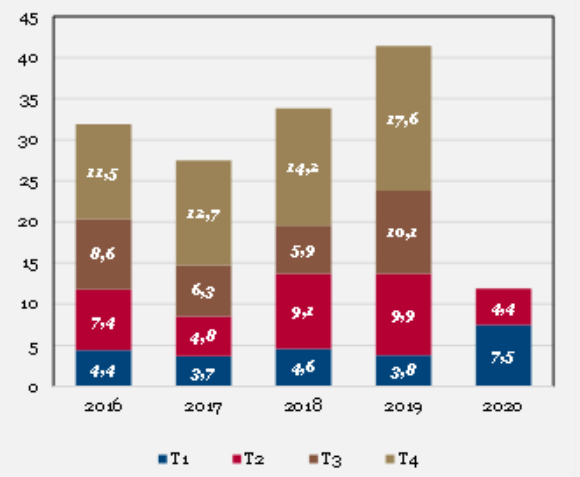
[19] « Cartographie 2020 des marchés et des risques », *Collection Risques et Tendances, AMF*, juillet 2020.

Encadré 7 - Conséquences de la crise liée à la pandémie de covid-19 sur l'immobilier commercial

L'immobilier commercial représentait 330 Md€ d'actifs détenus par des investisseurs institutionnels fin 2019. Il a enregistré 41,5 Md€ de transactions sur l'année 2019, en forte hausse par rapport à 2018 (+ 19 %) selon BNP Paribas Real Estate. Il constituait une classe d'actif en nette progression sur les dernières années, car il offrait une rémunération relativement élevée dans un contexte de taux bas.

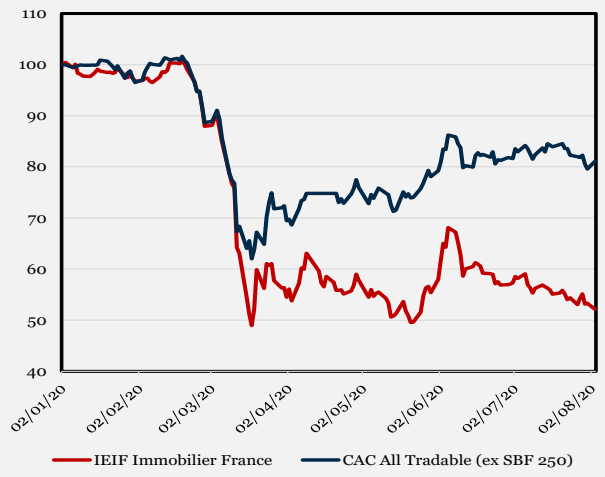
La crise a marqué un coup d'arrêt des investissements en immobilier commercial, qui sont tombés à 4,4 Md€ au deuxième trimestre (contre 9,9 Md€ au deuxième trimestre 2019, Graphique 47). Dans ce contexte, le cours des foncières françaises cotées a connu une baisse marquée à partir de mi-février et n'est revenu, début août, qu'à la moitié de son niveau de début d'année (Graphique 48).

Graphique 47 - Investissements en immobilier commercial en France (Md€)



Source : BNP Paribas Real Estate.

Graphique 48 - Évolution des cours des foncières françaises et de l'indice CAC All-Tradable (base 100 au 1er janvier 2020)



Source : Institut de l'épargne immobilière et foncière.

L'ampleur du choc à court et moyen termes varie fortement selon les segments. Le commerce a été fortement touché par les mesures sanitaires et devrait pâtir du développement des achats en ligne, qui s'est accéléré avec le confinement. L'hôtellerie devrait aussi faire face à une baisse significative et durable du tourisme de loisir et d'affaires. L'immobilier de bureaux concerne des secteurs moins touchés par la crise, mais le développement du télétravail pourrait amener à moyen terme les entreprises à réduire leur surface par employé. Enfin, l'immobilier lié à la logistique (entrepôts) semble relativement épargné, la diminution de l'activité économique étant compensée par le recours accru à la vente à distance.

L'évolution des risques associés à l'immobilier commercial doit faire l'objet d'un suivi attentif. Les tests de résistance réalisés par l'ACPR et l'AMF en 2017, pour le compte du HCSF, ne mettaient pas en évidence de risque de nature systémique en cas de choc prononcé sur la valeur des actifs (un scénario envisageait une baisse de 60 % du prix des bureaux en Île-de-France). L'exposition du secteur financier reste en effet contenue : d'après les derniers chiffres de la Banque de France, l'immobilier commercial représentait 3,3 % du bilan des banques et 4,2 % des placements hors unité de comptes des assureurs. Les fonds d'investissement ouverts (organismes de placement collectif en immobilier - OPCI) sont plus sensibles aux variations de prix des actifs. La diversification de ces fonds, qui peuvent détenir jusqu'à 35 % de leur actif brut dans d'autres classes d'actifs, ainsi que leur obligation de détenir 5 % de placements liquides, atténuent cependant le niveau de risque.

Ch.4 Interconnexions et propagation des chocs dans le système financier français

Les interconnexions au sein du secteur financier sont un enjeu central pour la politique macroprudentielle. Un choc qui affecte un acteur financier, comme une perte sur un portefeuille de prêts détenus par une banque, peut en effet toucher ensuite d'autres acteurs financiers, par exemple s'ils détiennent des actions ou des titres de dette émis par cette banque. Ce type de mécanisme, qui tend à propager et à amplifier un choc initial sur des prix d'actifs, est un facteur majeur d'explication de la grande crise financière de 2008. Analyser le risque de tels effets en cascade, pour mieux le contrôler, est ainsi une mission importante du Haut Conseil de stabilité financière.

Le Haut Conseil avait publié en 2018 un premier document de travail sur ce thème[20], centré sur les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs français et le reste du système financier français. Ces travaux ont été étendus et développés, avec la publication en juin 2020 d'un nouveau document de travail[21], réalisé par des économistes de l'ACPR, de l'AMF, de la Banque de France et de la DG Trésor, sur les interconnexions et la propagation des chocs dans le système financier français.

Cette nouvelle étude est novatrice à trois points de vue. Premièrement, elle s'appuie sur les données individuelles de plus de 8 000 institutions financières françaises pour simuler l'impact d'un choc sur un réseau complet d'interconnexions de banques, de fonds d'investissement et de compagnies d'assurance au niveau national. Deuxièmement, elle tient compte à la fois des expositions communes des acteurs financiers à des mêmes ensembles de titres et de l'impact des pertes d'un établissement sur le prix de ses propres titres, à savoir les actions, obligations et les parts de fonds émises par lui et détenues par d'autres institutions financières du réseau. Enfin, l'étude repose sur un cadre comptable homogène pour les banques, les sociétés d'assurances et les fonds, tout en tenant compte des spécificités de ces agents.

A. La méthodologie mise en place permet d'étudier la propagation des chocs dans le système financier

L'étude apporte un éclairage sur les vulnérabilités associées à la structure des interconnexions entre les acteurs du secteur financier français. Elle repose sur les données individuelles de 8 308 institutions financières dont 14 groupes bancaires, 32 groupes d'assurance et 8 262 fonds d'investissement domiciliés en France. Le réseau détient des actifs d'une valeur d'environ 11 400 Md€ à fin 2016.

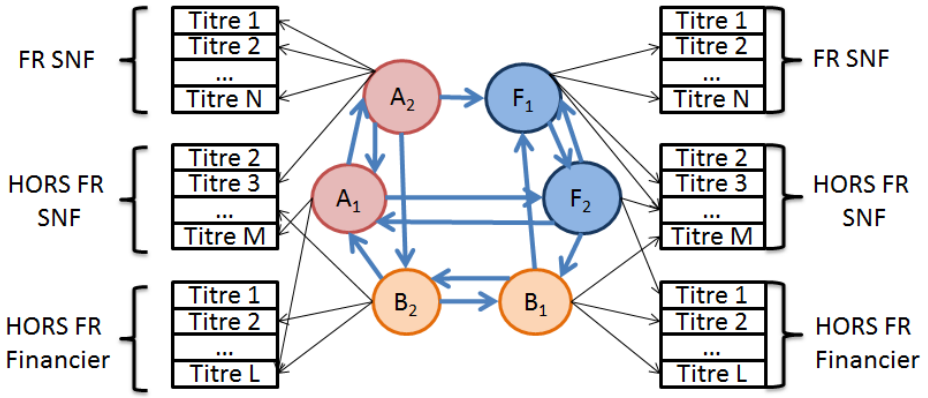
Pour chaque institution, ces données décrivent les expositions liées aux détentions d'obligations, d'actions et de parts de fonds d'investissement émises par d'autres institutions du réseau, ainsi que les détentions d'actifs extérieurs au réseau. Par ailleurs, ces données couvrent les expositions liées aux prêts octroyés par des banques à d'autres banques et aux compagnies d'assurance, lorsque ces prêts dépassent

[20] Benhami K., Le Moign C., Salakhova D. et Vinel A., « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d' actifs français et le reste du système financier français », juin 2018 (document sur le site du HCSF).

[21] Chrétien É, Darpeix P.-E., Gallet S., Grillet-Aubert L., Lalanne G., Malessan A., Novakovic M., Salakhova D., Samegni-Kepgnou B. et Vansteenberghe É, « Exposures through common portfolio and contagion via bilateral cross-holdings among funds, banks and insurance companies », juin 2020 (document sur le site du HCSF).

un certain seuil. Elles permettent ainsi de construire le graphe des interconnexions du système financier (Graphique 49).

Graphique 49 - Connexions directes et indirectes au sein du système financier



Légende : A les compagnies d'assurances, B les groupes bancaires et F les fonds d'investissement.
FR : France, SNF : sociétés non financières.

L'étude présente une analyse d'impact de différents scénarios de chocs exogènes sur les actifs extérieurs au réseau. Ces chocs se propagent à l'intérieur du réseau à travers le canal de marché (variation des prix des titres émis par les différentes institutions) et le canal comptable (prise en compte des défauts). La propagation de ces chocs est mesurée à travers les pertes subies par les acteurs du réseau financier français, ainsi que par différentes mesures de contagion introduites par les auteurs. L'étude permet ainsi d'examiner la propension du système financier français à propager, à atténuer ou à amplifier, les chocs de marché.

A.1. Les bilans de chaque acteur sont définis de façon harmonisée

Dans l'étude, le système financier est composé de trois types d'agents : les fonds, les banques et les compagnies d'assurance. Afin de permettre la comparaison entre les différents types d'acteurs, le bilan économique de chaque acteur est modélisé de façon simplifiée et harmonisée.

L'actif total des agents se décompose ainsi en :

- Des valeurs mobilières (y compris actions cotées, obligations et parts de fonds) émises par d'autres établissements financiers français (c'est-à-dire comptabilisées au passif de ces établissements). Ces titres sont identifiés par leur code ISIN et définissent ainsi l'exposition interne au réseau. On note B la valeur totale de tous ces titres à l'actif de l'agent considéré.
- Des prêts bancaires à une autre institution financière française du réseau dépassant 300 M€ ou 10 % du capital de la banque qui accorde le prêt, notés B^L.
- Des valeurs mobilières extérieures au réseau connues au niveau ISIN :
  - Valeur mobilières émises par des agents financiers étrangers ;
  - Valeur mobilières émises par des agents non financiers français et étrangers.
- D'autres actifs extérieurs au réseau (dérivés, liquidités, autres prêts, titres souverains français et étrangers et actifs résiduels).

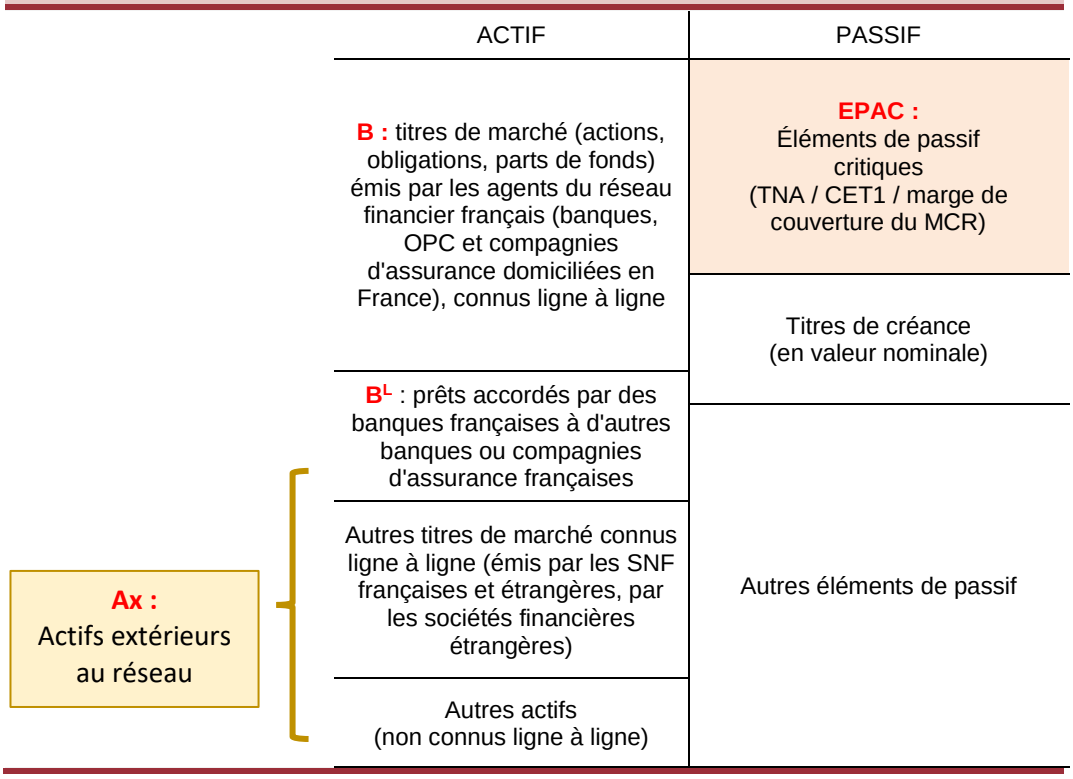
Les deux dernières catégories d'actifs sont considérées comme « actifs extérieurs au réseau », notés Ax. L'actif total (TA) d'une institution financière s'écrit comme $TA = B + B^L + Ax$.

Le passif se compose :

- Des éléments de passif critiques (EPAC), qui sont une mesure des fonds propres. L'introduction de ces éléments vise à homogénéiser les termes utilisés dans les règles comptables des différents établissements :
    - Pour les banques, les EPAC sont les fonds propres de base (*Common Equity Tier 1* - CET1).
    - Pour les compagnies d'assurance, les EPAC sont les capitaux propres requis pour couvrir l'exigence de capital minimum (*Minimum Capital Requirement* - MCR), telle que définie par la directive Solvabilité II.
    - Pour le fonds, les EPAC sont l'actif net total : les parts de fonds sont détenues soit par d'autres agents du réseau, soit par des investisseurs extérieurs au réseau.
- De la dette de marché, constituée d'obligations émises par les banques et les compagnies d'assurance.
- D'autres engagements (par exemple des emprunts bancaires ou des provisions techniques d'assurance).

Cette décomposition permet ainsi une vision harmonisée du bilan des agents du système financier français (Graphique 50). Cette vision harmonisée du bilan d'un agent financier permet de considérer de façon homogène qu'une entité (banque, assurance ou fonds d'investissement) est en « défaut » lorsque les EPAC valent zéro. Les EPAC des fonds d'investissement étant composés de leur actif net, ils représentent logiquement une part importante de leur actif total. Cela réduit largement le risque de défaut de cette catégorie d'acteurs par rapport aux banques et aux assurances.

Graphique 50 - Bilan simplifié d'une entité du réseau



A.2. La transmission des chocs est modélisée

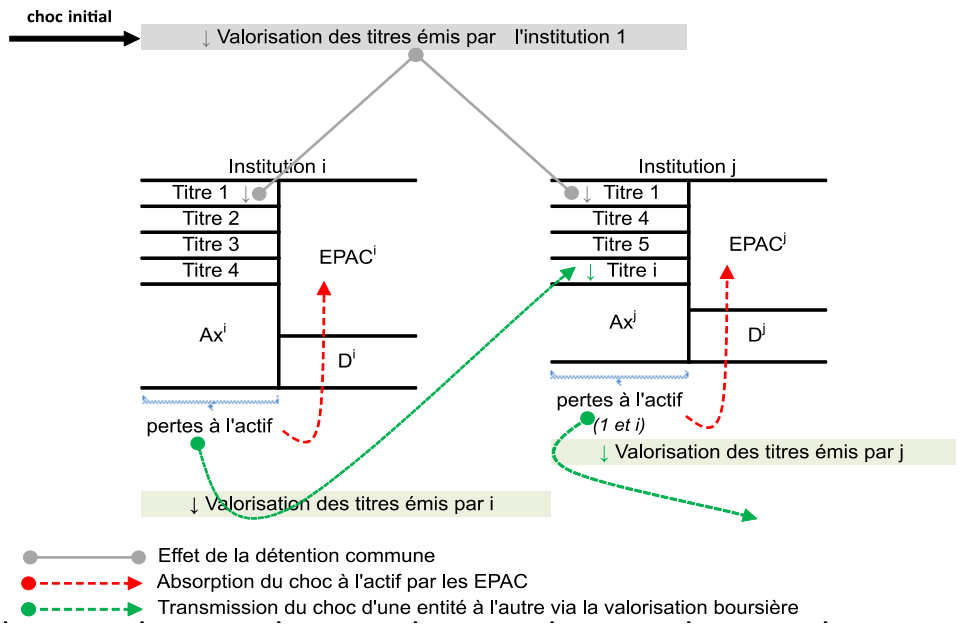
Afin de déterminer le niveau d'interconnexions entre les membres du réseau financier, un choc exogène sur les actifs extérieurs au réseau est appliqué en entrée du modèle. Un choc exogène est utile pour décrire les conséquences d'un événement qui affecte uniformément toutes les institutions et caractérise ainsi la contribution de la structure du réseau à la propagation du choc.

La baisse de la valeur de marché du titre 1 détenu par deux entités *i* et *j* (Graphique 51) :

- affecte directement la détention commune du titre 1 (flèches grises) : la baisse de valeur du titre 1 se traduit pour les établissements *i* et *j*, toutes choses égales par ailleurs, par une réduction proportionnelle de leur bilan. Ensuite, conformément à l'hypothèse de marché efficient, cette baisse de la valeur du total des actifs affecte la valeur de marché des entités concernées, et donc réduit le prix des actions et obligations qu'elles ont émises[22].
- affecte indirectement les entités détenant des titres émis par les établissements *i* et *j*, qui détiennent le titre 1 et ont perdu de la valeur en raison du choc initial (flèches vertes en pointillé). Ainsi, l'entité *j* est affectée deux fois par sa détention directe de l'actif 1 et par sa détention de titres émis par l'établissement *i*.

Dans le même temps, les pertes résultant des chocs sont également absorbées par l'entité via un canal comptable : une baisse de la valeur de marché de l'actif *via* des canaux directs et indirects est absorbée par les EPAC (flèche rouge). La modélisation du canal comptable permet de tenir compte de la défaillance potentielle des institutions qui composent le réseau.

Graphique 51 - Canaux de transmission des chocs



L'étude permet ainsi d'explorer le rôle joué par le réseau dans la propagation des chocs. Un choc initial suffisamment faible est appliqué en entrée du modèle pour garantir qu'aucune entité du réseau ne sera en défaut (le défaut intervient dans le modèle quand les EPAC tombent à 0) suite à ce choc initial. Dans l'étude, ce choc *ad hoc* est de 0,1 % et est appliqué à l'ensemble des actifs extérieurs, *Ax*, de toutes les entités.

Deux scénarios sont étudiés : le premier scénario tient compte des variations des valeurs de marché des actions, obligations et des parts de fonds, alors que le second scénario intègre les variations des valeurs de marché des actions et des parts de fonds, mais les prix des obligations sont invariants. La

[22] Il est fait l'hypothèse simplificatrice que la baisse de la valeur de l'actif se transmet totalement sur la valeur des actions, parts de fonds et obligations émises par l'entité concernée (dans le second scénario, la transmission sur les obligations est neutralisée). Cette hypothèse est de nature à amplifier la contagion dans le modèle. A l'inverse, le modèle n'intègre pas explicitement des comportements de rééquilibrage des portefeuilles de la part des acteurs financiers. Prendre cet impact dynamique en compte pourrait conduire à accroître la contagion.

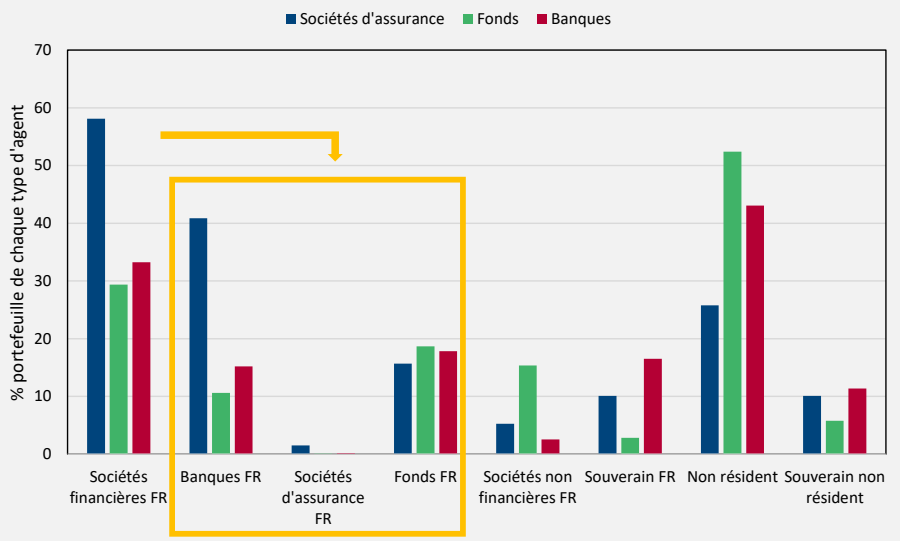
désactivation des variations de prix des obligations dans le second scénario permet d'analyser la situation où les titres de créance et les titres de propriété ne réagiraient pas de la même façon à un choc.

B. Les résultats montrent le rôle important de la contagion

B.1. Le secteur financier français est fortement interconnecté

Les données utilisées dans l'étude permettent de fournir une vision globale du système financier français et ses interconnexions. Les trois grands types d'acteurs considérés (banques, assurances et fonds) sont fortement interconnectés via leurs expositions communes (Graphique 52). Cela tient notamment à la détention de titres bancaires par les acteurs du réseau : plus de 40 % de l'actif des entreprises d'assurance est ainsi composé de titres bancaires.

Graphique 52 - Titres détenus par les banques, fonds et assureurs en % de leur actif total



Légende : FR : France.

Note de lecture : Les titres des sociétés financières françaises représentent près de 60 % de l'actif des sociétés d'assurances du réseau, près 30 % de l'actif des fonds du réseau et plus de 30 % de l'actif des banques du réseau.

B.2. La contagion engendre environ deux tiers des pertes totales

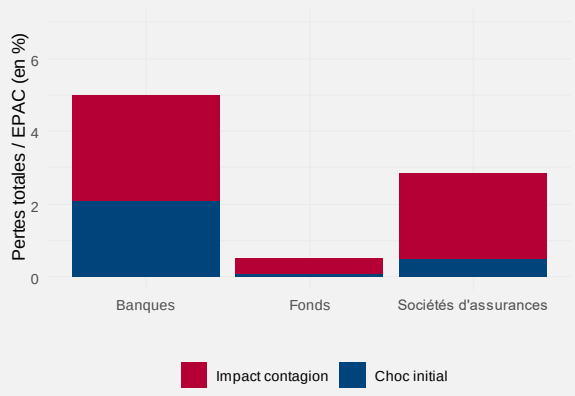
Le choc initial appliqué au réseau représente une perte instantanée de 10 Md€ (0,5 % du total des EPAC), soit 2 % des EPAC des banques, 0,1 % des EPAC des fonds et 0,5 % des EPAC des assurances. Dans le premier scénario, ce choc initial de 10 Md€ se traduit par une perte totale de 30 Md€ après contagion, soit 1,6 % des EPAC (*tableau 3*). Le choc initial est donc multiplié par trois sous l'effet de la contagion. Dans le second scénario, la contagion est plus limitée, la perte totale étant de 12 Md€, soit 0,6 % des EPAC.

Tableau 3 - Perte totale estimée et part due à la contagion selon les scénarios

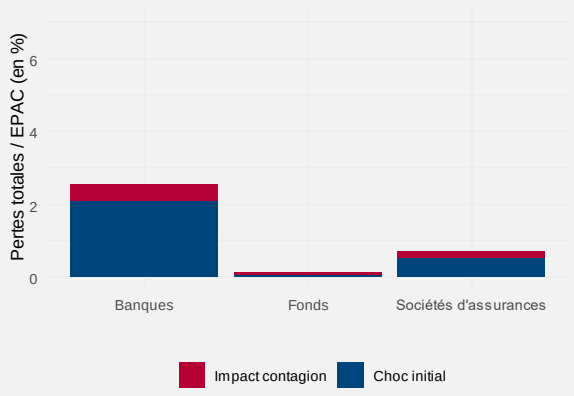
	Scénario 1	Scénario 2
Perte totale (% EPAC)	1,6 %	0,6 %
Perte due à la contagion (% EPAC)	1,1 %	0,1 %
Effet de la contagion (% perte totale)	69,3 %	20,5 %

Dans le premier scénario (Graphique 53), les pertes totales s'élèvent à 5 % des fonds propres en moyenne pour les banques (le choc initial est multiplié par 2,5), 0,5 % de l'actif net pour les fonds (choc initial multiplié par 5) et 2,8 % des fonds propres pour les compagnies d'assurance (choc initial multiplié par 5,6). Cet effet de contagion important, lorsque l'on laisse le choc se transmettre à travers l'ensemble des titres, montre le caractère interconnecté du réseau financier français. Dans le second scénario, la perte due à la contagion est nettement plus faible, de l'ordre de 20 % de la perte totale, car le canal de transmission due à la variation des prix des obligations est désactivé (Graphique 54).

Graphique 53 - Pertes totales en termes d'EPAC dans le premier scénario



Graphique 54 - Pertes totales en termes d'EPAC dans le second scénario

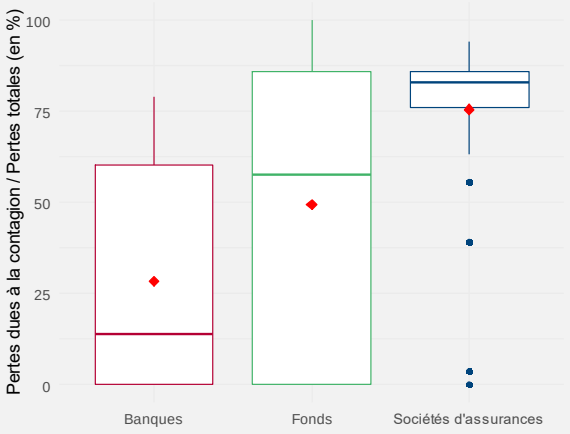


Dans le premier scénario, en pourcentage des pertes totales, la perte relative due à la contagion représente (Graphique 55) :

- 28 % de la perte totale des banques et jusqu'à 79 % pour certaines banques ;
- environ 50 % de la perte totale des fonds et jusqu'à 100 % pour certains fonds ;
- 75 % de la perte totale des compagnies d'assurance et jusqu'à 95 % de la perte totale de certaines compagnies d'assurance.

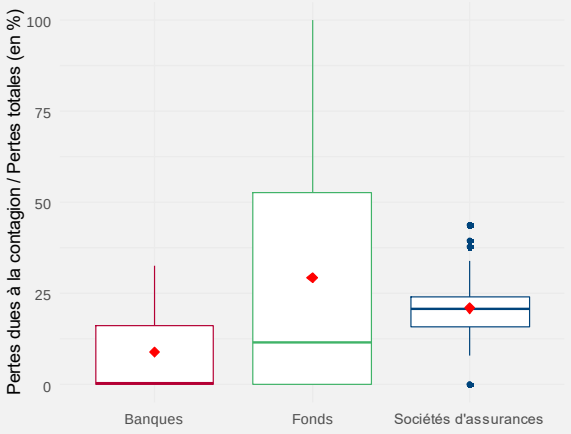
Comme indiqué, ces impacts sont beaucoup plus faibles lorsque la transmission via le canal obligataire est neutralisée (Graphique 56).

Graphique 55 - Part de la perte totale due à la contagion dans le premier scénario



Lecture : Le point rouge indique la moyenne, les traits horizontaux représentent les trois quartiles de la distribution et la ligne verticale parcourt l'ensemble des valeurs possibles.

Graphique 56 - Part de la perte totale due à la contagion dans le second scénario



Lecture : Le point rouge indique la moyenne, les traits horizontaux représentent les trois quartiles de la distribution et la ligne verticale parcourt l'ensemble des valeurs possibles.

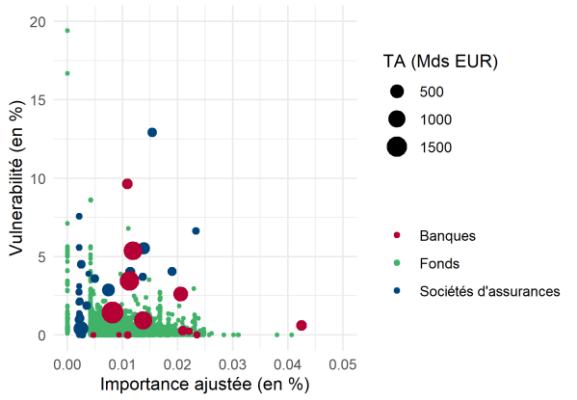
L'étude introduit par ailleurs différents concepts de mesures de la contagion, comme les mesures individuelles d'importance (importance ajustée) et de vulnérabilités.

L'importance d'un nœud se définit comme le rapport entre la perte totale du système financier liée à l'unique choc sur ce nœud et la perte totale du système liée à un choc initial appliqué sur l'ensemble des nœuds du réseau. Cette mesure permet d'évaluer la capacité d'un nœud à transmettre un choc initial. Le choc initial étant appliqué aux actifs extérieurs dans nos scénarios, il en résulte que la mesure d'importance est fortement dépendante de l'exposition aux actifs extérieurs d'un nœud. C'est pourquoi une mesure d'importance ajustée du volume d'actifs extérieurs a été introduite dans l'étude.

La vulnérabilité d'un nœud permet de mesurer l'impact sur les EPAC de ce nœud généré par l'application du choc initial à l'ensemble des nœuds du réseau excepté le nœud en question. Cette mesure permet de mesurer les connexions entrantes d'un nœud.

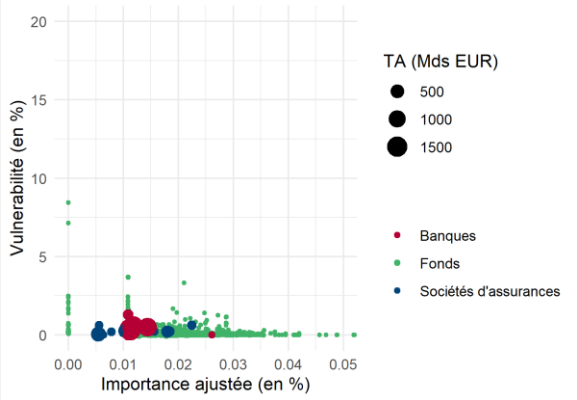
L'analyse de ces mesures de contagion permet d'appréhender le risque d'interconnexion au niveau individuel. Dans le premier scénario, certaines banques et entreprises d'assurances ont une importance ajustée et une vulnérabilité élevée (Graphique 57). Dans le second scénario, une fois la transmission du choc via le canal des obligations désactivée, les fonds semblent jouer le rôle le plus critique (Graphique 58).

Graphique 57 - Vulnérabilité et importance ajustée dans le premier scénario



Note de lecture : Chaque point représente un agent du système financier français. Les coordonnées de chaque point représentent : son importance ajustée (abscisse) et sa vulnérabilité (ordonnée). La taille d'un point est proportionnelle à la taille de son bilan. Plus un point est situé dans la zone nord-est du graphique pour un scénario donné, plus il est important et vulnérable à la fois.

Graphique 58 - Vulnérabilité et importance ajustée dans le second scénario



Note de lecture : Chaque point représente un agent du système financier français. Les coordonnées de chaque point représentent : son importance ajustée (abscisse) et sa vulnérabilité (ordonnée). La taille d'un point est proportionnelle à la taille de son bilan. Plus un point est situé dans la zone nord-est du graphique pour un scénario donné, plus il est important et vulnérable à la fois.

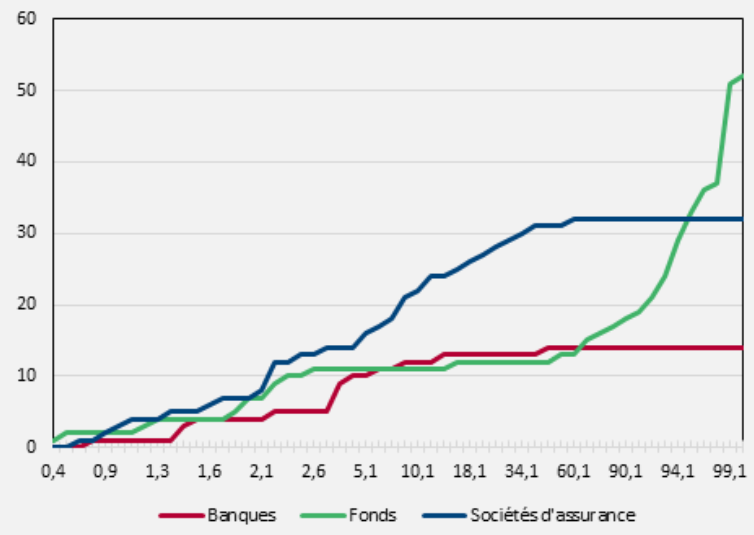
Par ailleurs, la robustesse générale du réseau est estimée par une simulation de test de résistance inversé (Graphique 59). Ce test est mis en œuvre en augmentant progressivement les niveaux de choc afin d'observer des défauts (ou des fermetures pour les fonds) :

- le premier défaut d'une banque intervient lorsque le choc appliqué sur les actifs extérieurs du réseau vaut 0,65 % des actifs extérieurs ;
- le premier défaut d'une compagnie d'assurance intervient à 0,56 % ;
- la première fermeture d'un fonds se produit avec un choc de 0,38 %.

Si des chocs inférieurs à 10 % sont suffisants pour engendrer le défaut de 12 groupes bancaires, un choc proche de 50 % est nécessaire pour engendrer le défaut de toutes les banques. De même, des chocs jusqu'à 10 % sont suffisants pour engendrer le défaut de 21 compagnies d'assurance.

S'agissant des fonds, un choc de l'ordre de 50 % n'engendre la clôture que de 13 fonds seulement. Par ailleurs, un choc sur les actifs extérieurs tout juste inférieur à 100 % n'entraine la clôture que de 52 fonds.

Graphique 59 - Nombre de défauts en fonction de la taille du choc



Lecture : L'axe des abscisses présente le niveau du choc en pourcentage de la valeur des actifs extérieurs. L'axe des ordonnées présente le nombre d'institutions subissant un défaut.

B.3. Ces travaux donnent de premiers enseignements sur les phénomènes de contagion au sein du système financier

Les résultats mettent en évidence l'importance de l'effet de contagion, qui représente une part majoritaire des pertes totales, ce qui souligne le caractère interconnecté du réseau financier français. Cela tient en particulier au rôle important des obligations émises par les institutions financières dans la transmission des chocs. Toutefois, cela ne signifie pas nécessairement qu'une réduction des obligations émise par les acteurs financiers diminuerait la transmission des chocs : les institutions financières ont besoin de financements pour leur activité et le recours à des sources alternatives ne garantirait pas une contagion moindre.

L'étude permet aussi de mieux apprécier le rôle joué par les différents types d'institutions financières du réseau en cas de choc :

- En raison de leur taille et du montant de leurs actifs extérieurs, les banques jouent un rôle central dans la transmission des chocs étudiés dans les deux scénarios.
- Les fonds d'investissement sont très hétérogènes en termes de taille et de structure de bilan (tant du côté de l'actif que du passif), ce qui rend plus difficile la formulation de conclusions générales. En moyenne, la moitié de leurs pertes totales s'explique par l'effet de contagion. Cela montre leur haut niveau d'interconnexion et, pour certains d'entre eux, leur forte capacité d'amplification des chocs.
- Les assureurs jouent un rôle moindre dans la transmission des pertes. Néanmoins, ils sont exposés via leurs actifs à d'autres nœuds (banques et fonds) et sont par conséquent vulnérables à des effets de contagion. Ils apparaissent plutôt en bout de chaine dans la transmission des chocs, et sont donc moins vecteurs de contagion que les autres acteurs du réseau.

Ces résultats doivent être toutefois considérés avec prudence. La modélisation repose en effet sur des hypothèses simplificatrices, qui pourraient être affinées dans le cadre de travaux complémentaires. Tout d'abord, il est difficile d'analyser les fonds d'investissement comme une classe homogène, car ces

derniers suivent des stratégies très diverses : un travail complémentaire pourrait consister à traiter les fonds séparément par catégorie. En outre, le rôle des banques est probablement surestimé par la modélisation retenue : le choc initial s'applique en effet aux actifs extérieurs, qui représentent une part plus importante de l'actif des banques que de celui des fonds ou des compagnies d'assurances. La méthode d'application du choc initial et sa nature pourrait donc être redéfinies.

Par ailleurs, l'étude montre que les expositions aux dérivés (au bilan et hors bilan) ainsi qu'aux autres types de passifs et engagements sont susceptibles d'amplifier ou d'amortir les chocs se propageant à travers le réseau : l'ampleur de cet effet pourrait être évaluée. Enfin, les travaux ne tiennent pas compte de façon exhaustive des interconnexions avec l'ensemble des agents économiques : ainsi, les connexions avec les entreprises non financières, les administrations publiques et les acteurs étrangers ne sont pas modélisées finement.

Les travaux sur les interconnexions sous l'égide du HCSF ont donc vocation à se poursuivre. Ils sont particulièrement utiles pour alimenter les réflexions menées au niveau international (dans le cadre du Forum de stabilité financière - Financial Stability Board) pour cartographier et quantifier les liens entre les différents acteurs, bancaires et non bancaires, qui participent au financement de l'économie, afin d'en tenir pleinement compte dans l'élaboration du cadre réglementaire.

Ch.5 L'impact de la mesure relative aux grands risques des institutions systémiques

Le Haut Conseil de stabilité financière a adopté en mai 2018 une mesure visant à limiter l'exposition des banques systémiques françaises vis-à-vis d'entreprises très endettées. La mesure, qui s'appliquait pour deux ans jusqu'au 30 juin 2020, a été prolongée pour un an jusqu'au 30 juin 2021.

Ce chapitre débute par une description de la mesure, avant de revenir sur son impact après deux années d'application. Il explique ensuite en quoi la prorogation de la mesure est particulièrement importante en période de crise et montre qu'elle n'entrave pas le soutien à l'économie.

A. Présentation de la mesure

A.1. Contexte

En mai 2018, le niveau et la dynamique de l'endettement des entreprises françaises étaient suivis de près par les autorités françaises depuis déjà plusieurs années. Dès juin 2017, la hausse de l'endettement des entreprises non financières était identifiée comme un risque élevé dans le rapport d'Évaluation des risques du système financier français de la Banque de France[23]. De son côté, le HCSF avait publié en décembre 2017 un état des lieux de la situation d'endettement du secteur privé, qui soulignait la hausse plus vigoureuse du crédit que de l'activité[24].

Ces rapports constataient la dynamique singulière de l'endettement des entreprises françaises par rapport à celui de leurs homologues des grands pays de la zone euro. Les entreprises françaises avaient en effet augmenté leur endettement de façon continue depuis une dizaine d'années, là où leurs homologues avaient connu une phase de désendettement dans le sillage de la crise de 2008.

En parallèle, la France se singularisait par la forte concentration du risque au sein de son système bancaire et de la dette globale des entreprises parmi les grandes entreprises. Pour l'ensemble de ces raisons, il était apparu nécessaire en mai 2018 d'établir une mesure limitant la concentration des expositions de banques aux grandes entreprises les plus endettées, afin de limiter le risque potentiel de contagion entre entreprises endettées et système bancaire.

A.2. La mesure

La décision n°D-HCSF-2018-2 du 11 mai 2018 a été prise dans le cadre de l'article 458 du règlement européen sur les exigences en fonds propres, dit règlement CRR (*cf.* Lexique). Elle est entrée en vigueur le 1er juillet 2018 et devait arriver à échéance le 30 juin 2020.

[23] « Évaluation des risques du système financier français », Banque de France, juin 2017, tableau 1.

[24] Voir le rapport sur l'état des lieux de l'endettement des agents privés non financiers de décembre 2017 (document sur le site du HCSF).

La mesure abaisse le seuil de concentration des expositions bancaires de 25 % (seuil défini par CRR) à 5 % des fonds propres pour une exposition individuelle d'une banque systémique[26] envers une entreprise française considérée comme « très endettée ». Les expositions concernées sont les expositions dont « la valeur est supérieure ou égale à 300 millions d'euros avant prise en considération des effets de l'atténuation du risque du crédit » (également appelées expositions « grands risques »), ce qui focalise en pratique la mesure sur les grandes entreprises. Dans le cadre de cette mesure, une entreprise est dite « très endettée » si elle franchit simultanément deux seuils d'endettement :

- un taux d'endettement net supérieur à 100 % : ce taux est calculé comme « le rapport entre les dettes totales nettes des disponibilités, et les capitaux propres » de l'entreprise ;
- un ratio de couverture des frais financiers inférieur à 3 : ce ratio est calculé comme « le rapport entre d'une part la valeur ajoutée, majorée des subventions d'exploitation, minorée des charges de personnel, des impôts et taxes d'exploitation, des autres charges nettes de gestion courante hors intérêts nets et éléments assimilés, des dépréciations et amortissements (*earnings before interest and taxes*) et d'autre part les intérêts et éléments assimilés ».

Cette mesure a deux objectifs hiérarchisés :

- un objectif premier de renforcement de la résilience bancaire face au risque de défaut d'une grande entreprise, en limitant la concentration des expositions au sein d'un même établissement ;
- un objectif secondaire de « renforcement de la discipline de marché, en sensibilisant à la bonne appréciation des risques découlant d'une dynamique excessive de l'endettement de ces grandes entreprises ».

B. Un garde-fou qui n'a pas entravé la distribution du crédit

Cette section revient sur l'impact de la mesure au cours de ses deux premières années d'application, les données disponibles limitant quelquefois les analyses à la première année uniquement. Il en ressort que le diagnostic ayant justifié l'utilisation de cette mesure reste valable : la dynamique d'endettement des entreprises reste soutenue. Ensuite, la mesure est évaluée au regard de son objectif principal, qui est de garantir la résilience bancaire.

B.1. L'endettement des entreprises s'est poursuivi à un rythme dynamique entre fin 2017 et fin 2019

L'endettement brut des entreprises françaises en proportion du PIB a crû de 4 points de pourcentage entre le quatrième trimestre 2017 et le quatrième trimestre 2019. L'évolution de ce ratio reflète plusieurs dynamiques[27] :

- Une accumulation de liquidités à l'actif des entreprises : le ratio entre les liquidités (dépôts et titres court-terme) des entreprises françaises et le PIB a crû de 1,2 point sur la même période.
- Une poursuite de l'activité internationale de grands groupes qui s'endettent au niveau de leur

[26] Ces institutions sont définies comme celles dont « la faillite désordonnée, en raison de leur taille, complexité et de leur interconnexion systémique, causerait des troubles importants au système financier dans son ensemble et à l'activité économique ». En 2018, la liste comprenait 6 établissements bancaires français : 4 établissements d'importance systémique mondiale (BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Société Générale) et 2 autres établissements d'importance systémique (Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale).

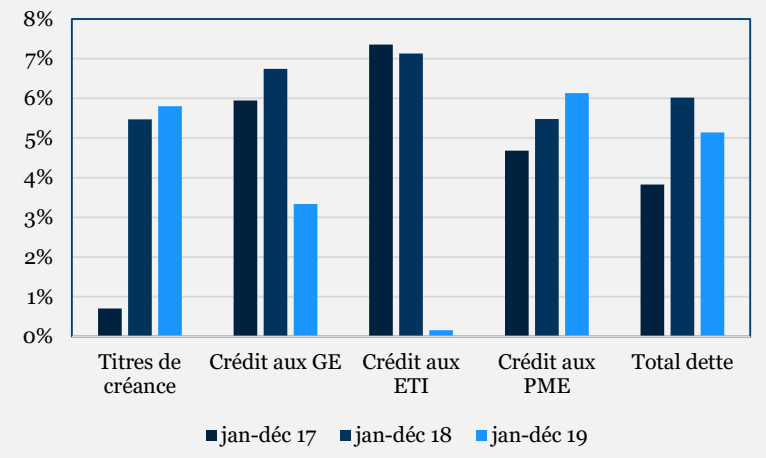
[27] Voir l'annexe 6.2 de l'« Évaluation des risques du système financier français » de décembre 2019 pour les détails de cette décomposition.

tête de groupe française pour poursuivre leur développement à l'étranger : dans ces cas, le ratio de la dette sur le PIB augmente « artificiellement », puisque la dette est retracée dans les comptes nationaux français tandis que la valeur ajoutée est réalisée à l'étranger. Cet effet contribue à hauteur de 0,7 point à la hausse d'ensemble.

- Sur la période récente, une augmentation de la part de la dette dans les financements nouveaux des grands groupes, reflétant l'attractivité relative de la dette par rapport aux fonds propres dans un contexte de taux bas[28]. Couplée à l'augmentation de la part d'actifs financiers à l'actif des entreprises, ces effets de composition du bilan contribuent à hauteur de 2,1 points à la hausse du ratio.

La hausse de l'endettement brut en valeur concerne toutes les catégories d'entreprises, dans un contexte économique favorable jusqu'à fin 2019. Elle s'est caractérisée par une revitalisation du marché des titres pour les grands groupes au détriment du crédit bancaire (en raison de la baisse du coût relatif de la dette de marché) et par une accélération régulière du crédit aux PME (Graphique 60).

Graphique 60 - Taux de croissance annualisé par taille d'entreprise et type d'endettement sur la période 2017-2019



Sources : Registres de crédit et comptes nationaux.

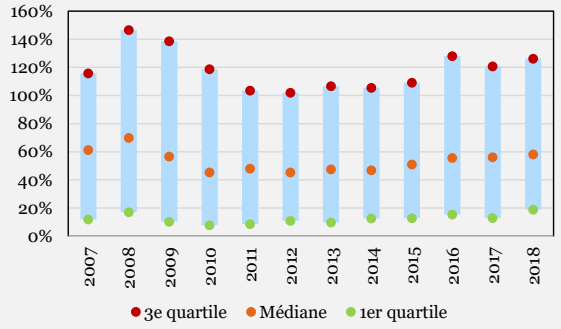
Si les taux d'endettement net des grandes entreprises augmentent (Graphique 61), les ratios de couverture des frais financiers ont progressé grâce à la baisse des taux[29] avant de se stabiliser depuis 2016 (Graphique 62). Toutefois, le montant de dette due par des entreprises très endettées reste relativement constant. Du fait de la détérioration des leviers nets, certaines très grandes entreprises sont en outre proches des seuils définis par la décision du HCSF : en cas de détérioration des taux de couverture des frais financiers liée à une hausse des taux ou une baisse des revenus, certaines d'entre elles pourraient rapidement être considérées comme très endettées[30].

[28] Charasson-Jasson H., « Le recours croissant des grands groupes français à l' endettement : une stratégie de financement qui montre ses limites », *Bulletin de la Banque de France n° 226 : Article 4*, novembre 2019.

[29] Une hausse des ratios de couverture traduit une amélioration de la solvabilité de l'entreprise tandis qu'une hausse de l'endettement net constitue une détérioration.

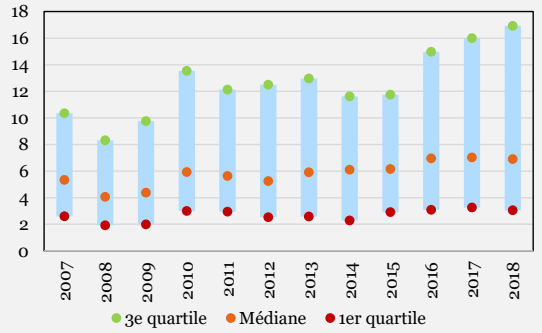
[30] Couaillier C., Henricot D. et Idier J., « Les grandes entreprises très endettées : un risque systémique ? », *Billet n° 147 de la Banque de France*, janvier 2020.

Graphique 61 - Distribution du taux d'endettement net des grandes entreprises françaises



Source : Banque de France (Fiben Groupe).
Lecture : Une augmentation du taux est à interpréter comme une détérioration de la situation financière des SNF.

Graphique 62 - Distribution du ratio de couverture des frais financiers des grandes entreprises françaises



Source : Banque de France (Fiben Groupe).
Lecture : Une augmentation du ratio est à interpréter comme une amélioration de la situation financière des SNF.

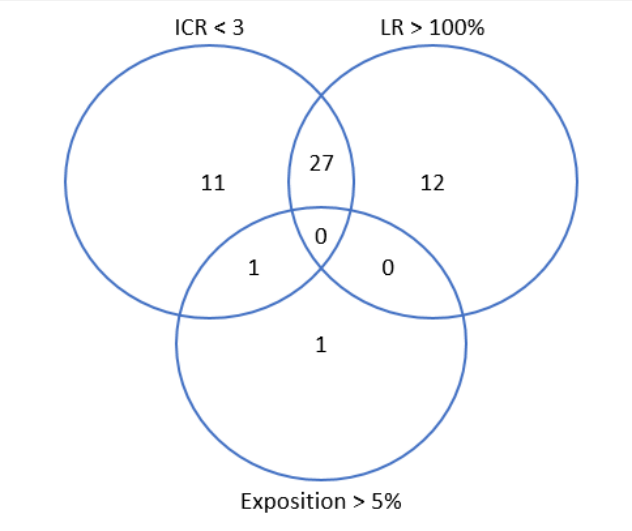
La dette des entreprises est également très concentrée. Ainsi, la dette des vingt plus grands groupes français (y compris celle de leurs filiales à l'étranger) représente 665 Md€ sur la base des dernières données disponibles, à comparer avec une dette totale des SNF de 1 779 Md€ à fin 2019 (chiffre qui ne comprend *a contrario* pas la dette des filiales non-françaises de groupes français).

B.2. La résilience des banques vis-à-vis du risque de concentration s'est maintenue

La mesure « grands risques » établit un seuil d'exposition maximal de 5 % des fonds propres d'une banque systémique aux entreprises françaises « très endettées ». Ce niveau correspond à un point d'équilibre entre la taille des expositions préexistantes et l'impératif de diversification. Selon les dernières données disponibles (2018 ou 2019)[31] sur les expositions « grands risques » françaises, 27 entreprises étaient considérées comme très endettées, tandis que 2 expositions bancaires individuelles franchissaient le seuil de 5 % de leurs fonds propres (Graphique 63).

[31] Fin 2019 pour les entreprises ayant déjà publié leurs résultats 2019, fin 2018 autrement.

Graphique 63 - Nombre d'entreprises françaises reportées dans les « grands risques » concernées par les différents seuils de la mesure au premier trimestre 2020



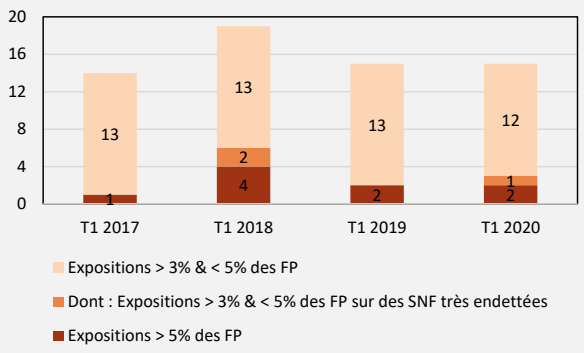
Sources : Fiben Groupe, Bloomberg et Common reporting (Corep) de l'ABE. Note de lecture : les « grands risques » non-résidents sont également concernés par la mesure, mais leurs ratios d'endettement sont suivis au cas par cas en cas de dépassement des seuils d'exposition et ne sont pas inclus dans cette analyse.

ICR (*interest coverage ratio*) : ratio de couverture des frais financiers.

LR (*leverage ratio*) : taux d'endettement.

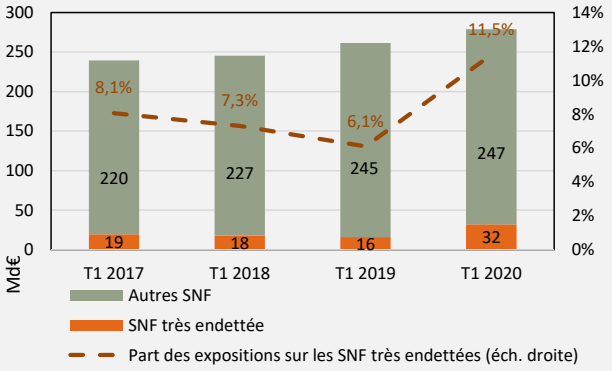
Ainsi, le nombre d'expositions significatives des six banques systémiques françaises reste relativement stable et elles portent rarement sur des entreprises très endettées : entre 14 et 19 contreparties ont représenté une exposition d'au moins 3 % depuis que la mesure a été adoptée, mais une seule porte sur une entreprise très endettée au premier trimestre 2020 (en outre cette dernière exposition reste inférieure à 5 % des fonds propres de la banque concernée, Graphique 64). Si les expositions envers des entreprises très endettées ont doublé entre le premier trimestre 2019 et le premier trimestre 2020, pour atteindre 32 Md€, dans un contexte marqué par la pandémie de covid-19, ces expositions restent individuellement faibles en comparaison des fonds propres des banques concernées (Graphique 65).

Graphique 64 - Évolution du nombre d'expositions « significatives » (i.e. représentant plus de 3 % des fonds propres d'une banque)



Sources : Banque de France (Fiben Groupe), Bloomberg et Corep.

Graphique 65 - Évolution des expositions « grands risques » en fonction du niveau d'endettement des SNF



Sources : Banque de France (Fiben Groupe), Bloomberg et Corep.

C. Continuer de contrôler le risque de concentration en période de crise, sans entraver le financement de l'économie

C.1. Un risque accru de concentration des expositions des banques en période de crise

La mesure « grands risques » est particulièrement importante en période de stress financier. Tout d'abord, ces périodes sont associées à une forte hausse du crédit bancaire, du fait de besoins de liquidité accrus et de tensions sur les marchés obligataires. Les premières données disponibles sur la crise liée à la pandémie de covid-19 montrent bien une hausse marquée des encours de dette, ainsi que la tension sur les marchés obligataires en mars (voir chapitre 2 pour plus de détails sur la situation des entreprises). Ensuite, cette hausse des besoins de trésorerie vient en miroir de pertes de recettes : la solvabilité des entreprises se dégrade. Il est donc pertinent d'assurer une diversification suffisante des prêteurs.

C.2. Une mesure équilibrée, qui n'entrave pas le financement de l'économie

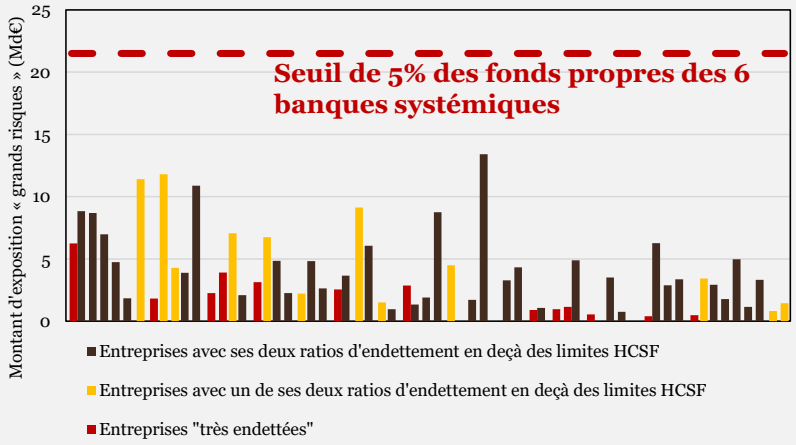
En limitant les expositions de chaque banque vis-à-vis des contreparties les plus endettées, la mesure « grands risques » ne limite pas l'endettement des entreprises dès lors que la base des prêteurs est suffisamment diversifiée. Si elle constitue une contrainte au niveau de chaque établissement systémique, elle n'est pas contraignante au niveau du système bancaire dans son ensemble. Dans certains cas, elle forcerait simplement l'entreprise à diversifier davantage ses prêteurs ou à recourir davantage aux marchés financiers, ce qui est précisément l'objectif de la mesure. Le calibrage de la mesure n'entrave ainsi pas la capacité des entreprises à obtenir des financements pour faire face à un choc économique, comme l'a montré la crise récente.

D'abord, un seuil d'exposition de 5 % des fonds propres équivaut à un montants de prêts de 21 Md€ que les six banques systémiques françaises pourraient conjointement octroyer à une grande entreprise très endettée[32]. Or, au premier trimestre 2020, l'entreprise représentant l'exposition « grands risques » totale[33] la plus importante envers ces six banques constitue une exposition « grands risques » totale de 13 Md€ et n'est pas très endettée (Graphique 66), ce qui permet la flexibilité nécessaire pour augmenter l'exposition ou faire face à une perte de capital, le cas échéant. Ensuite, les entreprises peuvent augmenter leur crédit bancaire sans augmenter leurs expositions « grands risques » car ces dernières tiennent déjà compte des lignes de crédit mobilisables non tirées. Enfin, la part garantie par l'État (70 % ou 80 % pour les grandes entreprises et 90 % pour les autres entreprises) lors de l'octroi de PGE est exemptée du montant de l'exposition à prendre en compte pour apprécier le respect de la décision du HCSF.

[32] Source : Corep premier trimestre 2020.

[33] Définie comme la sommes des expositions « grands risques » auprès de toutes les banques systémiques.

Graphique 66 - Principales expositions « grands risques » des grandes entreprises françaises envers les six banques systémiques



Sources : Banque de France (Fiben Groupe), Bloomberg et Corep.

Note : Périmètre de 63 entreprises (anonymisées en abscisse) représentant plus de 1% des fonds propres d'au moins une banque systémique française ou plus de 5 Md€ de dette brute. Les entreprises sont classées par ordre décroissant de dette brute, qui diffère de la valeur des expositions « grands risques ». Pour rappel, les expositions « grands risques » correspondent à la somme des expositions supérieures à 300 M€. Elles excluent les titres de dette et le crédit octroyé par d'autres acteurs, mais incluent les lignes de crédit mobilisables non tirées dans le calcul des expositions.

C.3. Une mesure prolongée d'un an, jusqu'en juin 2021

La mesure « grands risques » adoptée par le HCSF renforce ainsi la résilience bancaire face au risque de défaut d'une grande entreprise, mais signale aussi les risques associés à un endettement trop élevé des entreprises. Elle a bien joué son rôle de garde-fou en limitant le risque de concentration, sans être un frein au financement de l'économie. Dans le contexte de la pandémie de covid-19, la mesure demeure pertinente : elle permet d'encourager la diversification des prêteurs, dans un contexte de fort besoin de liquidité des entreprises, sans contraindre l'offre de crédit.

Pour l'ensemble de ces raisons, le HCSF a décidé en juin 2020 la prorogation pour un an de la mesure (décision n°D-HCSF-2020-3 du 30 juin 2020). Conformément aux exigences du droit européen, cette prorogation a eu lieu après avoir obtenu l'avis positif de l'ABE et du CERS, ainsi que l'accord de la Commission européenne. Enfin, le CERS a recommandé aux membres de l'EEE d'appliquer réciproquement la mesure, c'est-à-dire de l'appliquer aux expositions concernées pour les banques sous leur supervision ; sept pays ont suivi cette recommandation à ce stade (la Belgique, l'Irlande, le Royaume-Uni, la Norvège, la Suède, le Danemark et la Lituanie).

Ch.6 Retour sur la recommandation de décembre 2019 sur les conditions d'octroi des prêts immobiliers

Après une consultation publique à l'automne 2019, le HCSF a adopté en décembre 2019 une recommandation sur les conditions d'octroi des prêts immobiliers. Ce chapitre revient sur l'analyse qui sous-tend cette recommandation.

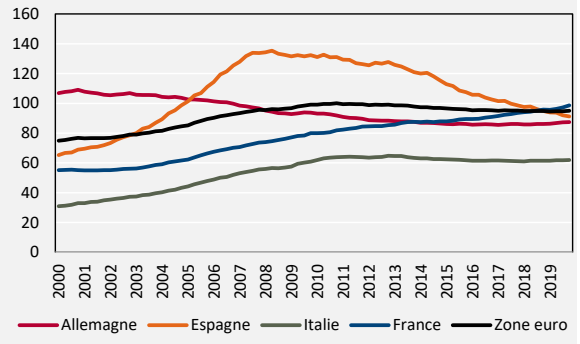
A. Constats

A.1. Une forte hausse de l'endettement des ménages sur les vingt dernières années

La dette des ménages français est passée d'environ 480 Md€ ou 55 % de leur revenu disponible en 2000 à près de 1 500 Md€ soit quasiment 100 % de leur revenu disponible brut fin 2019. Partant d'un niveau relativement bas au début des années 2000, le ratio de la dette rapportée au revenu disponible des ménages français a dépassé celui de leurs homologues des grandes économies de la zone euro (Allemagne, Italie, Espagne) et se situe désormais au-dessus du ratio pour la zone euro dans son ensemble (Graphique 67).

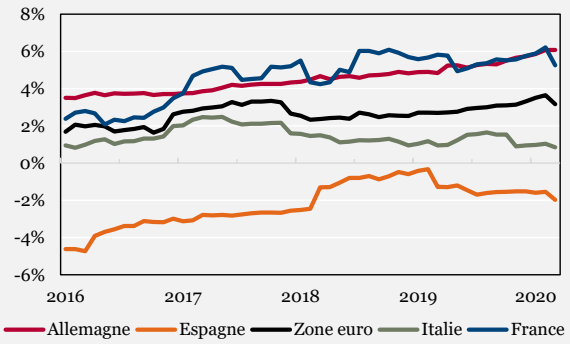
Depuis 2015, les ménages français ont contribué pour près de 40 % à la hausse de l'endettement des ménages de la zone euro (alors que leur endettement ne représentait que 19,5 % de l'endettement total). Depuis 2017, le crédit immobilier, qui représente environ 80 % de l'endettement des ménages français, progresse deux fois plus vite que dans le reste de la zone euro (Graphique 68).

Graphique 67 - Dette des ménages (en % du revenu disponible)



Source : Eurostat.

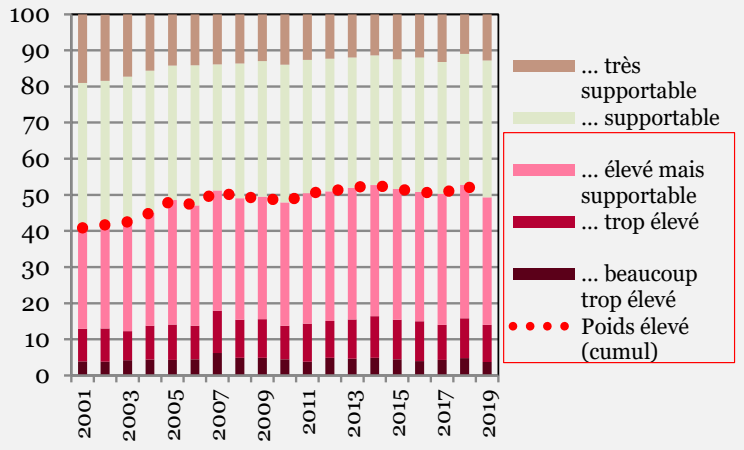
Graphique 68 - Taux de croissance des encours de crédits immobiliers (en %, glissement annuel)



Source : BCE et Banque de France.

Malgré la baisse des taux (divisés par presque 5 depuis la crise de 2008), la charge de remboursement ressentie par les ménages est restée à un niveau élevé[34] (Graphique 69). D'un point de vue plus macroéconomique, le service de la dette des ménages (dans son ensemble) représentait 6,3 % de leur revenu disponible en 2019, contre 4,5 % au début des années 2000.

Graphique 69 - Jugement des ménages emprunteurs sur le poids de leur charge de remboursement (en % des réponses)



Source : Observatoire des crédits aux ménages.

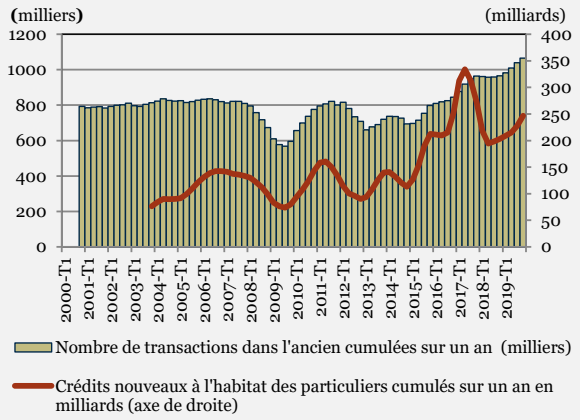
A.2. Des transactions et des prix immobiliers dynamiques

Cette hausse de l'endettement, largement porté par le crédit immobilier, intervenait dans un contexte de marché immobilier particulièrement dynamique. En 2019, plus de 1 050 000 transactions immobilières ont eu lieu (Graphique 70) : en prenant en compte la hausse tendancielle du stock de logements disponibles (1 % par an), il s'agit du plus haut niveau observé, nettement au-dessus du plateau observé dans la première moitié des années 2000.

Parallèlement à l'augmentation du nombre de transactions, les prix de l'immobilier ont accéléré depuis 2015 : en 2019, le prix immobilier moyen, en France, a progressé à un rythme d'environ 3 % avec une évolution nettement plus rapide au cœur de certaines métropoles comme Paris ou Lyon (Graphique 71). Si les prix de l'immobilier ne paraissent pas surévalués en France (en prenant en compte le niveau des taux d'intérêt, le niveau des prix n'est pas anormalement élevé au regard des déterminants traditionnels), la hausse des prix entretenue par une croissance rapide du crédit pourrait présenter une dynamique spéculative et devenir à terme un facteur d'exclusion.

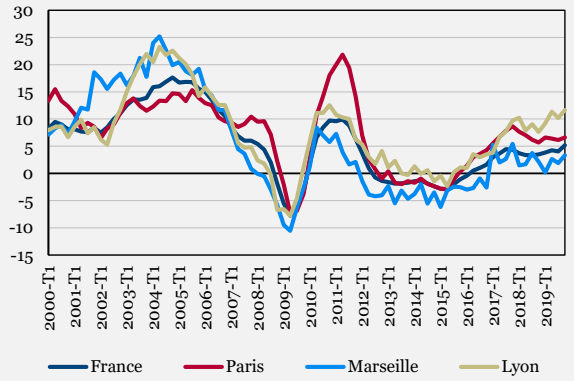
[34] Les données sur la perception par les ménages de leur charge de remboursement sont issues de l'enquête de l'Observatoire des crédits aux ménages. La dernière enquête a été réalisée en novembre 2019 auprès d'un échantillon représentatif de 13 000 ménages.

Graphique 70 - Évolution du nombre de transactions immobilières et des crédits nouveaux à l'habitat



Sources : Webstat, CGEDD et Insee.

Graphique 71 - Évolution des prix des logements anciens (appartements, en glissement annuel)

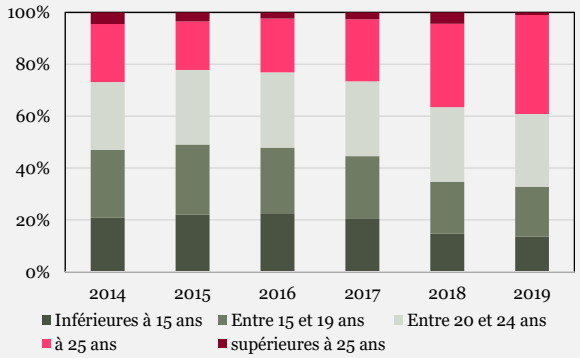


Source : Insee.

A.3. Une dynamique qui s'appuie sur la dégradation progressive mais continue des conditions d'octroi des crédits immobiliers

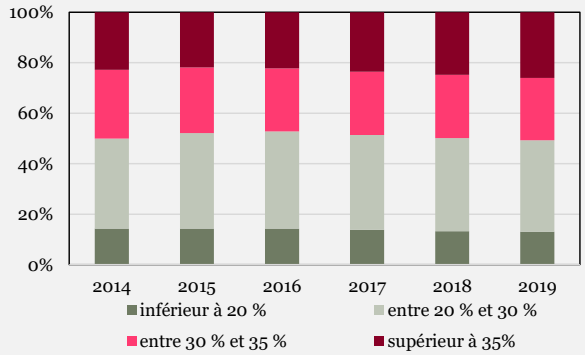
La progression du crédit immobilier, nettement plus rapide que celle des revenus des ménages, a été en partie permise par la baisse des taux d'intérêt mais aussi par une dégradation, progressive mais continue, des conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages. Entre 2015 et 2019, la maturité moyenne des nouveaux crédits a augmenté de 2 ans, pour atteindre 20 ans et demi en 2019, avec 40 % des crédits octroyés à 25 ans ou plus (Graphique 72). Dans le même temps, la part des crédits octroyés avec des taux d'effort supérieurs à 35 % a aussi progressé de façon régulière (Graphique 73), pour l'ensemble des profils d'emprunteurs (Graphique 74).

Graphique 72 - Distribution des maturités dans la production de crédits à l'habitat



Source : Banque de France.

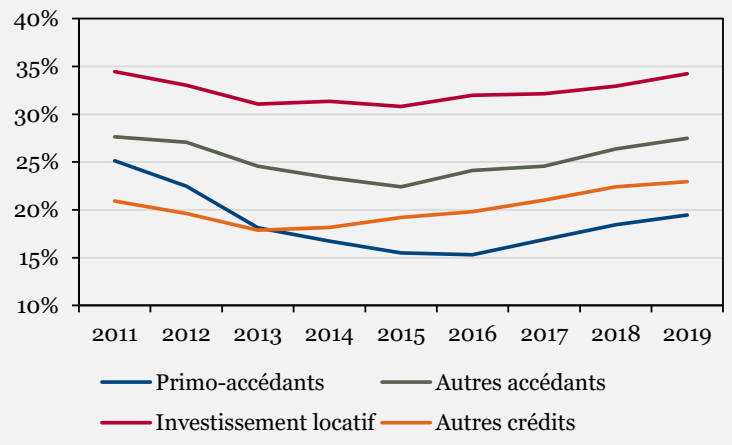
Graphique 73 - Distribution des taux d'effort dans la production de crédit à l'habitat



Source : Banque de France/ACPR.

Sans que le niveau actuel ne soit jugé problématique, la poursuite de la dynamique d'ensemble n'apparaît pas soutenable : elle impliquerait une poursuite de la dérive des conditions d'octroi et se traduirait par une charge de remboursement en forte hausse. De telles évolutions seraient toutefois de nature à fragiliser le modèle français de financement de l'habitat qui s'appuie sur une offre de crédit à taux fixe (ce qui signifie que le risque de taux est porté par les banques), qui oblige à limiter la maturité des crédits, et un risque de crédit faible, qui passe par l'importance donnée à l'appréciation de la capacité de remboursement et donc par la maitrise de la charge de remboursement.

Graphique 74 - Taux d'effort moyen à l'octroi par segment (en %)



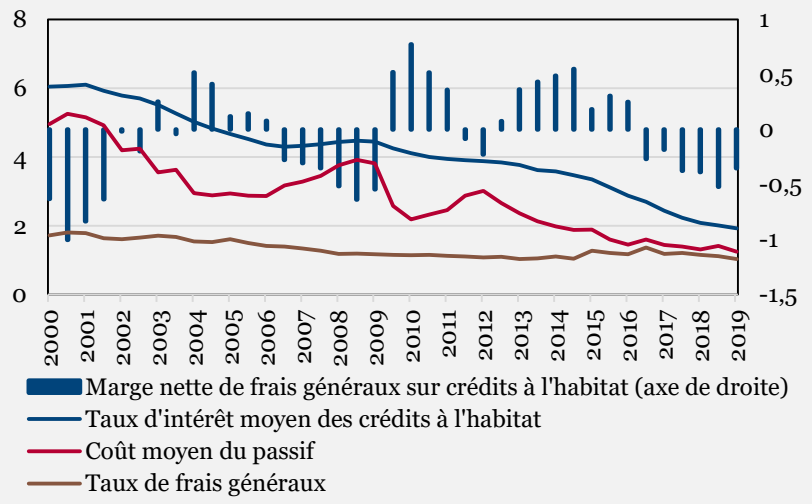
Source : ACPR.

A.4. Des craintes sur la rentabilité des crédits immobiliers pour les banques

Les marges nettes sur les nouveaux crédits immobiliers telles qu'on peut les appréhender au niveau de la production dans son ensemble seraient particulièrement faibles (voire proches de zéro) depuis 2017. Cette tarification peut correspondre à une situation dans laquelle les banques espèrent réaliser une marge positive sur d'autres activités facilitées par le recrutement de clients à l'occasion de prêts immobiliers. Une marge nette temporairement proche de zéro ne remet donc pas en cause en elle-même la pertinence pour les banques françaises d'une activité de prêts immobiliers, mais la tarification des crédits a en tout état de cause vocation à couvrir les coûts et les risques de ces crédits. Or son évolution peut sembler problématique, compte tenu des pressions concurrentielles s'exerçant également sur les sources de revenus complémentaires espérés en contrepartie.

Par ailleurs, la baisse (*a priori* progressive) de la rémunération de l'encours compte tenu des marges très faibles sur les nouveaux prêts a été accélérée par un volume important de prêts renégociés par les emprunteurs pour profiter des taux plus bas. La marge sur l'encours a ainsi perdu environ 1 point de pourcentage entre fin 2014 et juin 2019 (Graphique 75). En prenant en compte les frais généraux des banques (telles que les charges de personnel ou les impôts), la marge est négative depuis fin 2016. Les prêts immobiliers étant très majoritairement à taux fixe en France, le taux moyen de l'encours devrait ainsi rester assez faible sur une longue période, grevant durablement les marges sur l'encours de crédits à l'habitat.

Graphique 75- Évolution des marges sur l'encours des crédits immobiliers (%)



Source : ACPR.

A.5. Le HCSF a pris sa recommandation après consultation des parties prenantes

Après un processus de consultation publique engagé en octobre 2019 suite à la publication par le HCSF de son diagnostic des risques immobiliers, le Haut conseil a, lors de sa réunion du 12 décembre 2019, recommandé aux établissements de crédit et aux sociétés de financement de faire preuve de prudence en respectant des bonnes pratiques habituelles en matière d'octroi de crédit immobilier :

- la charge de remboursement (taux d'effort) mensuelle des emprunteurs ne devrait pas excéder un tiers de leurs revenus ;
- la durée des crédits immobiliers ne devrait pas excéder 25 ans.

Elle prévoit une marge de flexibilité, une part de 15 % du montant des nouveaux crédits immobiliers pouvant déroger à ces bonnes pratiques. Le HCSF préconise que les trois quarts de cette marge de flexibilité soient réservés aux acquéreurs de leur résidence principale, en particulier aux primo-accédants. Pour les crédits octroyés dans la marge de flexibilité, un endettement maximal de sept années de revenus est préconisé.

Le HCSF a en outre souhaité attirer l'attention des établissements de crédit sur l'importance d'une tarification du crédit immobilier qui ne fragilise pas le modèle français de financement de l'habitat, ce qui implique une couverture appropriée des coûts et risques.

Encadré 8 - Les mesures relatives à l'immobilier résidentiel adoptées en Europe

L'immobilier résidentiel est une préoccupation des pays de l'EEE qui ont, pour la plupart, adopté des mesures visant le secteur. Les mesures sur les conditions d'octroi sont parmi les plus courantes pour encadrer la fourniture de crédit immobilier aux ménages en Europe : depuis 2010, sur les 85 mesures macroprudentielles visant l'immobilier, 68 visaient les conditions d'octroi, pour deux tiers sous la forme de mesures contraignantes. Certaines autorités ont également encadré le taux d'effort (ou le ratio du service de la dette sur le revenu, *debt service to income*), comme le HCSF l'a fait avec sa recommandation en décembre 2019.

Le CERS, qui est en charge de la coordination des politiques macroprudentielles au sein de l'Union européenne, a estimé la situation suffisamment sérieuse pour alerter les autorités nationales (13 autorités depuis 2016) du risque lié à l'immobilier résidentiel et les inviter à agir en conséquence. Ainsi, en juin 2019, le CERS a publié une alerte à destination de la France[35]. Après avoir rappelé les effets bénéfiques de la croissance du secteur immobilier (effet sur le patrimoine des ménages, rôle dans le bilan des banques, poids de la construction de logements dans l'économie), le CERS a souligné les dangers d'une trop forte prise de risque sur ce segment et notamment son rôle passé dans l'origine de crises financières. De plus, le CERS a souligné plusieurs vulnérabilités du marché français telles que l'endettement important et croissant des ménages français (par rapport à leur revenu disponible) ou la croissance des prêts immobiliers, tout en énumérant les facteurs d'atténuation existants (comme les dispositifs de garantie des prêts immobiliers ou l'importance du système de protection sociale en France). Le ministre de l'Économie et des Finances, Président du HCSF, a, dans sa réponse de septembre 2019 au CERS, rappelé l'analyse concordante du HCSF, ce dernier ayant alors engagé ses travaux préparatoires à la publication de la recommandation sur l'immobilier. L'alerte du CERS est par conséquent venue renforcer la volonté d'agir des membres du HCSF.

B. La recommandation a été calibrée sur la base d'une analyse des données individuelles d'emprunts immobiliers de l'enquête patrimoine de l'Insee

Avant la mise en place de la recommandation, les conditions d'octroi des crédits immobiliers ont été analysées afin d'évaluer l'impact potentiel d'une mesure (*cf.* encadré 9).

Selon l'enquête Patrimoine de l'Insee, 23,4 % des prêts sur la période 2015-2017 ne respectaient pas une des deux limites de la recommandation. Les ménages emprunteurs dont le prêt ne respecte pas les bonnes pratiques ne sont pas pour autant exclus du marché. Un tiers de ces emprunteurs auraient pu emprunter la même somme en ajustant les paramètres du crédit qu'ils ont contracté (soit en augmentant légèrement la maturité dans la limite de 25 ans tout en baissant le taux d'effort, soit en augmentant le taux d'effort[36] dans la limite de 33 % pour abaisser la maturité initiale[37]).

[35] Alerte du Comité européen du risque systémique du 27 juin 2019 concernant des vulnérabilités à moyen terme du secteur immobilier résidentiel en France (CERS/2019/12).

[36] L'augmentation du taux d'intérêt lorsque la maturité augmente est prise en compte. De plus, l'âge de l'emprunteur (ou des co-emprunteurs) au terme du crédit ne peut aller au-delà de 75 ans. En moyenne, la maturité des prêts ne respectant pas initialement les bonnes pratiques d'octroi augmente de 15 mois.

[37] En moyenne, le taux d'effort des prêts ne respectant pas initialement les bonnes pratiques d'octroi augmente de 2,4 points de pourcentage pour passer sous les 25 ans de maturité.

Après ces ajustements, seuls 15,5 % des prêts ne respecteraient pas la recommandation. Cependant, une partie de ces emprunteurs disposent d'un patrimoine financier immédiatement mobilisable qui leur permet d'augmenter leur apport initial et de compenser la baisse de leur capacité d'emprunt afin de maintenir leur capacité d'achat. Sur les dernières années, le faible niveau des taux d'intérêt a favorisé le financement par la dette au détriment de l'apport, certains emprunteurs gardant des montants d'épargne importants. Ainsi, en mobilisant une partie des actifs financiers[38] détenus par les emprunteurs après leur achat immobilier, la recommandation n'entraînerait au final une contrainte (baisse de la valeur du bien pouvant être acheté) que pour 9,5 % des emprunteurs.

Avant tout ajustement, les prêts non conformes correspondent aux deux tiers à des acquisitions de résidence principale. Ces acquéreurs disposent toutefois de davantage de marge de manœuvre et/ou d'une épargne disponible leur permettant de réduire le montant emprunté si nécessaire. Après ajustement, les acquisitions de résidences principales représentent un peu plus de la moitié des opérations concernées.

Les emprunteurs contraints sont un peu surreprésentés parmi les emprunteurs de plus de 40 ans (ils représentent 38 % des emprunteurs mais 49 % des emprunteurs contraints) et parmi les catégories socio-professionnelles supérieures (44 % des emprunteurs mais 53 % des emprunteurs contraints). Enfin, 56 % des emprunteurs contraints disposent d'un reste à vivre inférieur à 1 000€ par mois et seulement 7 % d'un reste à vivre de plus de 3 000 € par mois.

La population des emprunteurs contraints semble donc plutôt correspondre à une population qui, bien que disposant de revenus confortables, apparaît assez lourdement endettée après avoir entrepris l'acquisition de leur résidence principale et/ou réalisé des investissements locatifs. Une partie des opérations concernées ne présente toutefois pas de problème particulier ou correspond à une situation individuelle singulière qui peut justifier des conditions d'octroi au-delà des références de la recommandation. Ainsi, la marge de flexibilité de 15 % vise en particulier à permettre à ces emprunteurs, qui ne disposent pas de marges d'ajustement suffisantes (sauf à réduire le montant de l'achat immobilier), de pouvoir obtenir un crédit dans les mêmes conditions qu'avant la recommandation.

[38] Il s'agit des actifs financiers reportés dans l'enquête, minorés des charges fiscales estimées en cas de liquidation. Ils se composent très majoritairement de comptes courants, de livrets réglementés et d'assurance-vie. Par ailleurs, la règle de mobilisation retenue pour cette estimation n'absorbe pas la totalité des actifs financiers liquides mais prévoit de maintenir une épargne liquide minimale.

Encadré 9 - Données utilisées pour l'analyse des conditions d'octroi

Pour évaluer l'impact d'une mesure sur les conditions d'octroi, il est nécessaire de disposer, pour chaque emprunteur, d'informations détaillées sur le prêt (montant emprunté, maturité, échéance, taux), et des revenus, de l'endettement et du patrimoine de l'emprunteur. En France, seule l'enquête Patrimoine de l'Insee, qui est réalisée tous les trois à quatre ans, permet de disposer de ces informations sur un échantillon représentatif de la population générale.

Pour les travaux préparatoires à l'élaboration de la recommandation, le HCSF a donc mobilisé l'enquête Patrimoine 2017 de l'Insee, réalisée auprès des 13 685 ménages[39]. L'enquête répertorie les biens immobiliers détenus par les ménages ayant fait l'objet de l'enquête, ainsi que l'année de leur acquisition. Une cohorte, c'est-à-dire un ensemble d'acquisitions représentatif de l'état du marché pour une période donnée, nécessite de retenir :

- Des acquisitions assez proches les unes des autres temporellement pour correspondre à un même état du marché immobilier.
- Un nombre d'acquisitions suffisant pour que l'analyse soit robuste.
- Un revenu et un patrimoine du ménage pris au moment de l'enquête : les valeurs passées ne sont pas connues. Il est donc nécessaire d'estimer le revenu et le patrimoine au moment de l'acquisition. Plus l'achat est réalisé en amont de la date de l'enquête, plus cette estimation est approximative.

Ainsi, l'analyse s'est concentrée sur les acquisitions ayant eu lieu entre 2015 et 2017, hors héritage. Les rachats ou renégociations de crédits n'ont pas été retenus.

Le taux d'effort, qui est l'indicateur traditionnel pris en compte par les banques (en référence au 33 % des revenus), est calculé, conformément à la recommandation, comme le montant des échéances annuelles divisé par le revenu annuel du ménage avant impôt sur le revenu et taxe d'habitation. Les revenus proviennent des données fiscales. Concernant les investissements locatifs, les revenus générés par la location du bien acheté sont pris en compte au dénominateur (ils s'ajoutent aux autres revenus), mais ils ne sont pas déduits des charges de remboursement au numérateur.

C. Un suivi statistique de la recommandation effectif en septembre 2020

Le tableau de suivi relatif à la production mensuelle de crédits à l'habitat a été révisé

Les établissements de crédits doivent transmettre chaque mois à l'ACPR un tableau (l'état réglementaire[40] Credithab), qui détaille les caractéristiques de leur production de crédits à l'habitat.

Ce tableau a été révisé par l'APCR afin de permettre un suivi fin de la mise en œuvre de la recommandation : d'une part, ont été inclus le seuil de 33 % dans la ventilation de la production par taux d'effort à l'octroi et le détail au-delà de 5 ans pour la ventilation de la production par taux d'endettement. D'autre part, les établissements doivent renseigner le montant de la production de crédits « non conformes », c'est-à-dire présentant un taux d'effort ou une maturité à l'octroi supérieurs à

[39] Il s'agit d'une enquête par questionnaire sur les actifs physiques, les actifs et les dettes financières, les mécanismes de constitution du patrimoine, les revenus et la situation financière.

[40] État « SURFI » (Système unifié de *reporting* financier) règlementaire auquel sont soumis les établissements de crédit français.

respectivement 33 % et 25 ans et, pour ces derniers, de la part des crédits qui pourraient présenter un taux d'endettement supérieur à sept ans.

Pour les établissements qui transmettaient déjà ce tableau à l'ACPR dans sa version antérieure, les remises du tableau amendé sont attendues à partir de la fin septembre 2020 (avec un rattrapage des données de janvier à août 2020 à cette occasion). Les établissements qui ne le transmettaient pas jusqu'à présent bénéficient d'un délai plus long, les remises étant attendues à partir de juin 2021 (avec un rattrapage des données de janvier à mai 2021 à cette occasion).

Un nouveau tableau de suivi de la rentabilité des crédits immobiliers a été créé

Un nouveau tableau (état réglementaire Rent_Immo) a été instauré par l'ACPR afin de fournir un cadre harmonisé pour la collecte d'informations destinées à comprendre la formation de la rentabilité des crédits immobiliers, tout en tenant compte de la diversité des approches et des pratiques des établissements. Ce suivi n'a pas de visée normative ; en particulier, il ne comporte aucun calcul de marge selon une formule préétablie. Les données seront collectées sur une base trimestrielle pour la production (avec une distinction entre les crédits nouveaux et les renégociations) et sur une base semestrielle pour l'encours des crédits immobiliers.

Les premières remises du tableau sont attendues fin septembre 2020 (production au deuxième trimestre 2020 et encours au 30 juin 2020) pour les établissements qui remettaient déjà le tableau relatif à la production de crédit à l'habitat (Credithab). Pour les autres, les remises sont attendues en juillet 2021.

Lexique

ABE / EBA : Autorité bancaire européenne / European Banking Authority.

ACPR : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. C'est l'autorité administrative en charge de la supervision des secteurs bancaire et assurantiel en France. Elle est adossée à la Banque de France, mais indépendante.

AEAPP / EIOPA : Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles / European Insurance and Occupational Pensions Authority.

AEMF / ESMA : Autorité européenne des marchés financiers / European Securities and Markets Authority. C'est une autorité européenne indépendante créée en 2011 et qui a pour mission « de renforcer la protection des investisseurs et de favoriser des marchés financiers stables et performants dans l'Union européenne » (site de l'AEMF).

AMF : Autorité des marchés financiers. C'est le régulateur de la place financière française, qui « surveille les acteurs et les produits d'épargne soumis à son contrôle » (site de l'AMF). Il s'agit d'une autorité publique indépendante.

BCE: Banque centrale européenne.

Bâle 3 : *cf.* Comité de Bâle.

Billets de trésorerie (*Commercial papers*) : titres de créance négociables émis par les entreprises pour une durée inférieure à un an.

CCyB : *countercyclical capital buffer*, coussin de fonds propres contra-cyclique. *Cf.* page sur le site du HCSF (lien), ainsi que la notice (lien) et la note détaillée (lien) de 2015 sur sa mise en œuvre.

CDS : *Credit Default Swaps*, dérivés de crédit. Les dérivés de crédit sont des produits dérivés permettant de se protéger contre des défauts sur les crédits. L'acheteur de CDS verse périodiquement une prime au vendeur de la protection, ce dernier promettant de compenser les pertes en cas d'évènement de crédit, c'est-à-dire non-remboursement de tout ou une partie du crédit sur lequel le contrat porte.

CERS / ESRB : Comité européen du risque systémique / European Systemic Risk Board. Créé en 2010, il est en charge de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE. Il contrôle et évalue les risques systémiques, et peut émettre des alertes et des recommandations.

CET1 : *Common Equity Tier 1*, fonds propres de base de catégorie 1. À la suite des accords dits « Bâle 3 », le règlement CRR a défini une classification des fonds propres des établissements de crédit selon leur « qualité », classification utilisée pour les exigences réglementaires sur les fonds propres. Dans un ordre croissant de qualité, le capital est ainsi divisé en « *Tier 2* », « *Additional Tier 1* » (AT1) et « *Common Equity Tier 1* » (CET1). Les fonds propres CET1, définis à l'article 50 de CRR, sont constitués du capital social et primes d'émission associées, des réserves, des résultats non distribués et des fonds bancaires pour risques bancaires généraux. L'ABE publie et met régulièrement à jour une liste des instruments autorisés en tant que CET1 dans les différents pays (lien pour la publication de décembre 2019). Le « ratio CET1 » est un ratio prudentiel qui désigne la valeur des fonds propres CET1 divisés par la valeur des actifs pondérés selon leur niveau de risques *(risk-weighted assets)*. *Cf.* notice 2020 de l'ACPR sur le calcul et la publication des ratios prudentiels (lien).

Comité de Bâle (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) : comité rassemblant les superviseurs de 27 pays, chargé de renforcer la solidité du système financier mondial. L'ACPR et la Banque de France sont membres du Comité de Bâle pour la France. Son secrétariat est assuré par la Banque des règlements internationaux (BRI). Ses décisions sont transposées dans les législations nationales et européennes, par exemple dans le « paquet bancaire » (CRD V, CRR II…). L'accord dit « Bâle 3 » (*Basel III*) de 2010, ainsi que les travaux de mise en œuvre consécutifs, visent à renforcer le système financier après la crise financière de 2008. Ses exigences sont regroupées en trois piliers : le Pilier 1 recouvre des exigences communes à toutes les banques (en particulier, des planchers de ratios prudentiels), le Pilier 2 concerne la surveillance prudentielle par des autorités de supervision et le Pilier 3 s'appuie sur la discipline de marché, avec des obligations de transparence et relatives à la communication financière. *Cf.* site de la BRI (lien et tableau synthétique de Bâle 3).

CRD IV : Directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, dite CRD pour *Capital Requirements Directive*, directive sur les exigences en capital. Lien EUR-Lex.

CRD V : Directive (UE) 2019/878 modifiant la directive CRD en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières *holding*, les compagnies financières *holding* mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres. Lien EUR-Lex. La plupart des dispositions s'appliqueront à partir du 28 juin 2021. CRD V et CRR II sont souvent désignées conjointement par le terme de « paquet bancaire », parfois en y joignant d'autres textes comme les projets de directive BRRD 2 (*Bank Recovery and Resolution Directive*, Directive sur le redressement et la résolution) et SRMR (*Single Resolution Mechanism Regulation*, ou Mécanisme de résolution unique, MRU). Elle s'inscrit dans la démarche en vue de la construction d'une « union bancaire » (*cf.* Union bancaire).

CRR : Règlement (UE) 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, dit CRR pour *Capital Requirement Regulation*, Règlement sur les exigences en capital. Lien EUR-Lex.

CRR II : Règlement (UE) 2019/876, modifiant le règlement CRR en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et le règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*, Réglementation européenne des infrastructures de marché). Lien EUR-Lex. La plupart des dispositions s'appliqueront à partir du 28 juin 2021.

CSR / SCR : capital de solvabilité requis / *Solvency Capital Requirement.* C'est le niveau de capital de solvabilité requis dans le cadre de la directive Solvabilité 2 qui s'applique au secteur de l'assurance. Il correspond au capital nécessaire pour limiter la probabilité de ruine de l'organisme d'assurance à 0,5 % à horizon un an. Propre à chaque organisme, il dépend de son activité, de ses expositions aux risques et du contexte macroéconomique. Il peut être calculé selon une formule standard ou basé sur un modèle interne. Si la réglementation impose un taux de couverture du CSR minimum de 100 %, les ratios effectifs des entreprises d'assurance sont en pratique nettement supérieurs.

EBE : excédent brut d'exploitation.

EEE : Espace économique européen. Union économique rassemblant les 27 États membres de l'Union européenne ainsi que l'Islande, la Norvège et le Liechtenstein.

ENE : excédent net d'exploitation, calculé comme l'EBE diminué des dotations aux amortissements.

ETF : *Exchange-Traded Funds*, fonds négociés en bourse. Ce sont des fonds de placement en valeurs mobilières dont les parts peuvent être négociées en bourse, comme des actions. Il s'agit généralement, bien que pas exclusivement, de fonds indiciels, à savoir de fonds répliquant passivement un indice de référence et offrant ainsi à l'investisseur une performance identique à celle de l'indice répliqué.

ETI : entreprise de taille intermédiaire. Entreprise qui n'appartient pas à la catégorie des PME et qui, d'une part, emploie moins de 5 000 personnes et, d'autre part, réalise un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500 M€ ou a un total de bilan n'excédant pas 2 000 M€. Voir PME et GE.

FIA : Fonds d'investissement alternatif. Ce terme regroupe une catégorie de fonds très divers (fonds à vocation générale, fonds de capital-investissement, fonds immobiliers, qu'ils soient ouverts à des investisseurs non professionnels ou non…), distincte des OPCVM (*cf.* site de l'AMF) et qui relèvent de la directive AIFM (directive 2011/64/UE du 8 juin 2011).

FMI : Fonds monétaire international.

FSAP : *Financial Sector Assessment Program* du FMI ; en français : programme d'évaluation du secteur financier (PESF).

GE : grande entreprise. Cette catégorie regroupe les entreprises qui ne sont ni des PME, ni des ETI. Une GE emploie donc plus de 5 000 personnes, ou réalise un chiffre d'affaire de plus de 1,5 Md€ et a un total de bilan de plus de 2 Md€.

LCR : *Liquidity Coverage Ratio*, ratio de couverture des besoins de liquidités, pour un établissement de crédit. Il se calcule comme le ratio de l'encours d'« actifs liquides de haute qualité » (HQLA, pour *High-*

Quality Liquid Assets) sur le total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours calendaires suivants (défini selon un certain scénario de tension). Le règlement délégué (UE) 2015/61 (lien EUR-Lex), transposant une exigence de Bâle 3, a fixé des exigences croissantes de LCR minimal pour les banques, jusqu'au niveau exigé de 100 % à partir du 1er janvier 2018. Cela vise à favoriser la résilience à court-terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une grave crise qui durerait 30 jours. Voir la notice 2018 de l'ACPR relative au calcul des ratios prudentiels (lien), le rapport de l'ABE de mars 2019 sur les mesures de liquidité (lien). Voir également NSFR.

MREL : *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles, pour le renflouement interne.

MSU / SSM : Mécanisme de surveillance unique / Single Supervisory Mechanism. C'est « le système de supervision bancaire européen. Il est composé de la BCE et des autorités nationales de supervision des pays participants » (site du MSU). La BCE contrôle directement les banques les plus importantes, et indirectement les autres, via les autorités nationales de surveillance prudentielle (en France, l'ACPR). Il couvre les pays de la zone euro et les pays volontaires qui concluent une « coopération rapprochée » avec la BCE.

NSFR : *Net Stable Funding Ratio*, ratio de financement stable net, ou ratio structurel de liquidités à long terme. Il se définit comme le ratio du financement stable disponible (défini par la somme des passifs et fonds propres pondérés selon leur stabilité présumée, les pondérations allant de 0 % pour les catégories de passif réputées les moins stables à 100 % pour les plus stables), sur le financement stable requis (défini par la somme des actifs et expositions hors bilan pondérés selon leur liquidité présumée, les actifs les plus liquides ayant une pondération de 0 % et les moins liquides de 100 %). Voir document du Comité de Bâle d'octobre 2014 qui lui est consacré (lien). Le règlement CRR II fixe une exigence de NSFR minimum à 100 %, avec pour but de réduire le risque de tensions sur le financement sur une période longue (supérieure à un an) en imposant aux banques de financer leurs activités grâce à des sources suffisamment stables. Cette exigence ne sera contraignante qu'à partir de l'application de CRR II, le 28 juin 2021 Voir également LCR.

Obligations *high yield* : obligations à haut rendement. Ce sont des obligations émises par des entreprises ayant reçu d'une agence de notation une note de crédit inférieure ou égale à BB+. Pour compenser leur risque de défaut plus élevé, ces obligations offrent un rendement plus élevé que les obligations mieux notées, dites *investment grade*.

Obligations *investment grade* : obligations émises par des entreprises dont la note de crédit est entre AAA et BBB-.

OPC : organisme de placement collectif. Ce sont soit des OPCVM, soit des FIA.

OPCVM : organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ce terme inclut les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds commun de placement) - *cf.* site de l'AMF.

PEPP : *Pandemic Emergency Purchase Programme*, programme d' achats d' urgence face à la pandémie. Programme temporaire d'achat d'actifs privés et publics lancé en mars 2020 par la BCE en réponse à la crise liée à la pandémie de covid-19.

PGE : prêts garantis par l'État, dispositif prévu par la loi de finances rectificative du 23 mars 2020 et opérationnel depuis le 25 mars 2020. Le PGE est un prêt octroyé à une entreprise ou un professionnel par sa banque et faisant l'objet d'une garantie apportée par l'État sur une partie significative du prêt (70 % ou 80 % pour les grandes entreprises et 90 % pour les autres entreprises). L'enveloppe totale de financements garantis est de 300 Md€ et l'accès aux prêts est ouvert jusqu'au 31 décembre 2020 pour les entreprises quels que soient leur secteur ou leur taille.

PIB : produit intérieur brut.

PME : petites et moyennes entreprises. Une PME est une entreprise qui emploie moins de 250 personnes et qui a un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 M€ ou un total de bilan n'excédant pas 43 M€. Voir GE et ETI.

PNB : produit net bancaire.

Quick fix : Règlement 2020/873 du Parlement européen et du Conseil du 24 juin 2020 modifiant les règlements 575/2013 (CRR) et 2019/876 (CRR II) en ce qui concerne certains ajustements à apporter

en réponse à la pandémie de covid-19 (premier *quick fix*, Lien EUR-Lex) et proposition de mesures du 24 juillet 2020 de la Commission européenne (second *quick fix*). Le premier *quick fix* a notamment repoussé la date d'application du ratio de levier, étendu la période de transition pour l'application des normes IFRS 9 et permis un traitement prudentiel plus souple des crédits non-performants. Le second *quick fix* prévoit notamment de modifier les règles concernant les prospectus, d'alléger les charges administratives imposées aux investisseurs expérimentés et de faciliter les opérations de titrisation dites synthétiques ou de prêts non-performants.

Ratio de levier : ratio des fonds propres sur l'actif total. Pour les banques, il se définit comme le ratio des fonds propres de catégorie 1 divisés par le total des expositions (actifs) au bilan et hors bilan. Utilisé d'abord dans le cadre du « pilier 2 » (c'est-à-dire d'exigences calibrées spécifiquement pour chaque banque par l'autorité de supervision), les accords de Bâle 3 fixent un ratio de levier minimum de 3 % en tant que norme « pilier 1 » depuis 2018. Cette exigence a été transposée en législation européenne par le « paquet bancaire ».

RoA : *Return on Assets*, rentabilité des actifs. Il est égal au rapport entre le résultat net et le total des actifs.

RoE : *Return on Equity*, rendement des capitaux propres ou rendement des fonds propres. Il est égal au rapport entre le résultat net et les fonds propres totaux.

SAFE : *Survey on the access to finance of enterprises*, enquête sur l'accès des entreprises au financement, menée deux fois par an, d'octobre à mars et d'avril à septembre, par la BCE en coopération avec la Commission européenne (lien vers le site de la BCE).

SNF : sociétés non financières. Les SNF sont l'« ensemble des unités institutionnelles qui sont des producteurs marchands dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non financiers, et dont les opérations de répartition et les opérations financières sont séparées de celles de leurs propriétaires » (Insee).

SyRB : *Systemic Risk buffer*, coussin pour le risque systémique. Introduit par la directive CRD IV, il vise à prévenir et atténuer le risque macroprudentiel ou systémique non cyclique à long terme qui ne serait pas couvert par le règlement CRR.

TLAC : *Total Loss Absorbing Capacity*, capacité totale d'absorption des pertes. C'est un mécanisme d'absorption des pertes, pour les banques d'importance systémique mondiale (« G-SIB » pour *Global Systematically Important Banks*), élaboré par le Conseil de stabilité financière (CSF, ou FSB pour *Financial Stability Board*) en consultation avec le Comité de Bâle » et transposé en droit européen par le « paquet bancaire ».

TLTRO : *Targeted Long-term refinancing Operations*, opérations ciblées de refinancement de long terme. Ces opérations constituent l'un des instruments non conventionnels de politique monétaire de la BCE. Les TLTRO permettent d'octroyer des prêts à long terme aux banques et de les inciter, ainsi, à accroître leur activité de prêt au profit des entreprises et des consommateurs de la zone euro. Le taux dont les banques peuvent bénéficier dépend de l'évolution de leur encours de crédit. Trois opérations ont été lancées, la première de septembre 2014 à septembre 2018, la deuxième entre juin 2016 et mars 2017 et la troisième, qui a débuté en septembre 2019. Des conditions plus favorables sont appliquées à toutes les opérations depuis juin 2020.

Union bancaire : démarche visant à une plus grande intégration du système bancaire européen, et en particulier celui de la zone euro. Elle a été initiée par la « Feuille de route pour une union bancaire » de septembre 2012 (communication de la Commission, lien). Elle s'est traduite par plusieurs textes, en particulier ceux instaurant le Mécanisme de supervision unique (MSU) et le Mécanisme de résolution unique (MRU / SRMR), ainsi que le « paquet bancaire » (CRR II, CRD V principalement) et les textes relatifs au système de garantie des dépôts. *Cf.* site de la Commission (lien), site du Parlement européen (lien), site du Conseil (lien), et site du MSU (lien).

VA : valeur ajoutée.