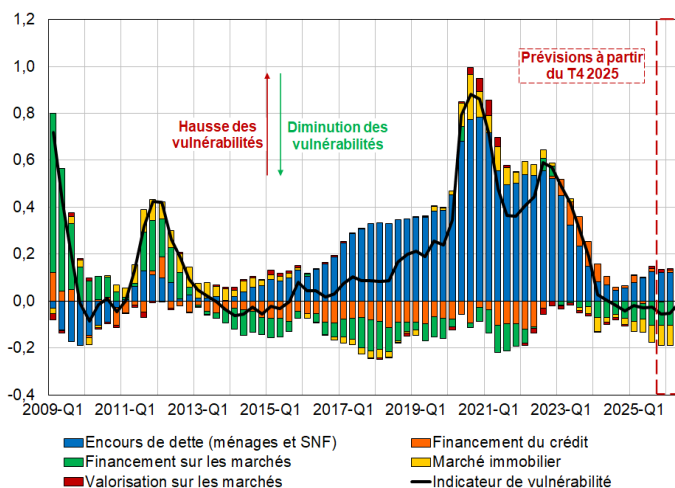


Comment mesurer les vulnérabilités financières françaises ?

Eva HEYL, François BELLE-LARANT

- La politique macroprudentielle vise à réduire les déséquilibres du système financier afin de prévenir les crises financières ou d'en limiter la sévérité. En France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) est l'autorité chargée de la conduite de cette politique depuis 2013. Pour mener cette mission, il dispose de plusieurs outils, dont le coussin de fonds propres contracyclique. Afin de paramétrer ses mesures, le HCSF étudie un ensemble d'indicateurs quantitatifs et se base sur un jugement d'experts.
- Dans l'objectif d'enrichir son suivi et son analyse de la stabilité financière, la Direction générale du Trésor a construit un indicateur composite de vulnérabilités du système financier français. Cet indicateur agrège 17 variables macrofinancières en cinq catégories, sur la base d'un processus d'apprentissage automatique, les reliant aux périodes de fortes tensions passées.
- Cet indicateur souligne l'importance du suivi des variables liées à l'encours de dette des ménages et sociétés non financières dans la détection de vulnérabilités financières en France. Les conditions de financement du crédit et sur les marchés ressortent également comme des éléments importants dans le suivi de la stabilité financière.
- L'indicateur capte bien les périodes de vulnérabilité identifiées qui ont touché la sphère financière française (crise des *subprimes*, de la zone euro, Covid) et les vulnérabilités liées au retour de l'inflation.
- En période récente, l'indicateur de vulnérabilités financières françaises ne signale pas de pression haussière marquée sur le risque global. Les risques liés à l'endettement privé ont diminué, même si ce facteur est toujours source de vulnérabilités. Les conditions de financement de marché et le marché immobilier sont quant à eux des facteurs accommodants depuis 2024. Il est important de noter qu'après le T3 2025, une partie des données n'est pas encore disponible, ce qui ne permet pas de capter l'intégralité des effets de la crise au Proche et Moyen-Orient dans la prévision.

Indicateur de vulnérabilités financières en France



Source : Données Bloomberg, BRI, BdF, BCE. Calculs DG Trésor.

Note : Dernier point au T3 2025, prévisions jusqu'au T2 2026 (données arrêtées au 04/05/2026).

Note de lecture : Une tendance à la hausse de l'indicateur indique une accumulation des risques, tandis qu'une orientation à la baisse traduit une atténuation. Au T3 2025, l'indicateur ne fait pas ressortir de dynamique nette, la contribution haussière de la catégorie « encours de dette des ménages et des SNF » est compensée par celles du « marché immobilier » et des « conditions de financement sur les marchés ».

1. Comment la politique macroprudentielle agit-elle contre les vulnérabilités financières ?

1.1 La politique macroprudentielle est montée en puissance après la crise de 2008 et est définie par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) en France

Le risque financier systémique désigne la probabilité qu'une perturbation affectant un acteur ou un segment du système financier se propage en cascade à l'ensemble du système, jusqu'à menacer le financement de l'économie réelle. La crise financière de 2007-2008 a mis en lumière la nécessité de réduire le risque financier systémique. Les interconnexions et le caractère systémique de certains acteurs financiers vulnérables (e.g., Lehman Brothers) ont amplifié les chocs générés par des faillites individuelles. Après la crise, les régulateurs ont choisi de renforcer la surveillance et la résilience des systèmes financiers dans leur ensemble.

La politique macroprudentielle a ainsi pour objectif de préserver la stabilité financière en réduisant ce risque. Elle agit au niveau macroéconomique en considérant que le risque systémique ne se réduit pas à la somme des risques individuels, et vise à l'atténuer avant qu'il ne se matérialise. En ce sens, elle complète la politique microprudentielle qui s'assure de la solidité financière des institutions à l'échelle individuelle.

Le cadre institutionnel macroprudentiel a été construit au niveau de l'Union Européenne (UE), avec la création en 2010 du Comité européen du risque systémique qui surveille le risque sur le système financier à l'échelle de toute l'UE. Chaque État membre dispose également d'une autorité nationale : en France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) joue ce rôle depuis 2013. Le HCSF est chargé d'« exercer la surveillance du système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique »¹.

Le HCSF compte huit membres, dont cinq membres de droit – le ministre chargé de l'Économie et des Finances (président du HCSF), le gouverneur de la Banque de France, le vice-président de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, la présidente de l'Autorité des marchés financiers et le président de

l'Autorité des normes comptables – et trois personnalités qualifiées désignées par le ministre et les présidents de l'Assemblée nationale et du Sénat. Son secrétariat est assuré conjointement par la Banque de France et la Direction générale du Trésor. Le HCSF fonde ses décisions sur le principe du « pouvoir discrétionnaire orienté »², c'est-à-dire qu'il s'appuie sur un ensemble d'indicateurs quantitatifs et d'informations qualitatives pour orienter son jugement, sans être mécaniquement lié à une règle automatique.

1.2 Le coussin de fonds propres contracyclique compte parmi les principaux instruments de la politique macroprudentielle

L'objectif principal de la réglementation macroprudentielle est le renforcement de la résilience des institutions financières. Le Comité européen du risque systémique conseille également aux autorités nationales de poursuivre des objectifs intermédiaires pour guider de façon plus opérationnelle la politique macroprudentielle³. Ces objectifs sont d'éviter une croissance excessive du crédit pour prévenir les bulles d'actifs, de contraindre les banques à se doter d'assez de liquidité pour faire face à une éventuelle crise de liquidité, et la réduction de l'interdépendance entre les acteurs afin de limiter les effets domino. Le HCSF a décliné ces objectifs dans sa stratégie, actualisée en mars 2026⁴. Ces mesures visent à limiter l'aléa moral soit, dans ce contexte, la tendance des institutions jugées « *too big to fail* » à prendre des risques « déraisonnables » en sachant que les pouvoirs publics interviendront pour éviter un effondrement économique et à garantir la résilience technique et opérationnelle des infrastructures de marché face aux crises.

Pour remplir sa mission, le HCSF dispose d'un ensemble d'instruments, allant de la communication, des recommandations non contraignantes aux mesures juridiquement contraignantes. Parmi ces dernières et pour prévenir une croissance excessive du crédit, le HCSF dispose d'instruments de fonds propres qui imposent aux banques de constituer des ressources destinées à absorber les pertes en cas de matérialisation d'un risque systémique.

(1) Article L.631-2-1 du Code monétaire et financier.

(2) Rapport annuel 2022 du HCSF.

(3) CERS (2013), Recommandation du Comité européen du risque systémique du 4 avril 2013, *Official Journal of the European Union*.

(4) Stratégie du HCSF.

Le coussin de fonds propres contracyclique (CCyB)⁵ ou « réserve de protection du crédit » est un instrument introduit par le cadre de Bâle III (la dernière phase d'accords bancaires internationaux) ; il est en vigueur dans l'UE⁶ depuis 2016. Son principe est de constituer une réserve de fonds propres supplémentaire en période d'expansion du cycle financier, qui pourra être relâchée en cas de retournement, afin de soutenir la capacité des banques à continuer de financer l'économie. Son pilotage est asymétrique : les banques disposent d'un délai de 12 mois pour se conformer à une hausse, mais peuvent immédiatement profiter de sa baisse.

Le cadre européen⁷ repose sur le principe du « pouvoir discrétionnaire orienté ». L'orientation est donnée par le *credit-to-GDP gap*, c'est-à-dire l'écart entre le ratio crédit/PIB observé et sa tendance de long terme. Cette mesure est identifiée au niveau européen comme le meilleur signal de la montée des risques procycliques que le CCyB est censé atténuer, et elle est la base d'une règle quasi-mécanique : lorsque l'écart dépasse 2 points de pourcentage, le référentiel bâlois préconise un coussin positif, qui croît jusqu'à 2,5 % lorsque l'écart atteint 10 points. Toutefois, la dimension discrétionnaire tient à ce que la recommandation de l'ESRB reconnaît explicitement les limites de cet indicateur unique et invite les autorités nationales à compléter leur analyse par d'autres variables et par le jugement d'experts. La situation française actuelle illustre bien cette articulation : alors que le *credit-to-*

GDP gap est négatif, le HCSF maintient un coussin à 1 %, signe que la règle bâloise n'est pas appliquée mécaniquement et que d'autres indicateurs de vulnérabilité justifient le maintien d'une marge de manœuvre macroprudentielle. Le rapport annuel 2022 du HCSF présente en détail le cadre analytique actuel du Haut Conseil pour fixer le taux du CCyB⁸. En pratique, le HCSF a fixé le taux du CCyB à 0,25 % en juillet 2018, l'a relevé à 0,5 % en avril 2019, avant de le ramener à 0 % en mars 2020 lors de la crise sanitaire. Il l'a ensuite progressivement reconstitué, avec un taux effectif à 0,5 % en avril 2023, puis 1 % depuis janvier 2024.

Le suivi du niveau des vulnérabilités de la sphère financière française, qui sont prises en compte pour fixer le taux du CCyB, peut être rendu difficile d'une part par la multiplicité d'indicateurs dont les évolutions peuvent être divergentes au cours du temps et d'autre part par les incertitudes sur le poids à accorder à chaque variable. Ainsi, la Direction générale du Trésor, dans son rôle de conseil pour le ministre, président du HCSF, a souhaité se doter d'un indicateur synthétique pour mesurer les vulnérabilités pesant sur le système financier français en continu et de façon agrégée. Cet indicateur constitue un outil analytique destiné à enrichir le suivi des vulnérabilités financières de la direction, y compris en dehors du cadre spécifique des travaux du HCSF. Il peut ainsi contribuer à éclairer les discussions sur la calibration du CCyB ou sur l'état global du système financier.

2. Comment appréhender les niveaux de vulnérabilités du secteur financier ?

2.1 Complémentaire aux indicateurs de cycle financier ou de détection avancée de crise : l'indicateur de vulnérabilités

L'approche macroprudentielle recouvre deux dimensions pour évaluer les vulnérabilités du secteur financier. D'une part, une dimension temporelle, en lien avec l'évolution du cycle financier, et une dimension transversale, qui concerne les vulnérabilités sectorielles. La première est couverte par les indicateurs de cycle financier, calculés à la fois par la Banque de France, ou par la Direction générale du Trésor⁹. Distincts des cycles économiques, les cycles financiers sont le fruit d'un cercle d'auto-entraînement

entre l'évaluation du risque, la prise de risque des investisseurs et les contraintes de financement¹⁰. Bien qu'il n'existe pas de définition consensuelle, le cycle financier peut être défini comme les mouvements cycliques et communs de variables qui mesurent les conditions financières générales. Il peut se décomposer¹¹ en cinq phases : essor, euphorie, paroxysme et retournement, reflux et pessimisme, puis une étape d'ajustement et de purge des déséquilibres financiers. La littérature économique a identifié des indicateurs pour capter l'évolution globale du cycle financier, c'est-à-dire ses phases d'expansion et de contraction.

(5) HCSF (2018), *Notice coussin contracyclique*.

(6) Il a été transposé en droit européen par la directive CRD IV (2013).

(7) Issu de la recommandation ESRB/2014/1.

(8) HCSF (2022), *Rapport annuel*.

(9) Russo R. (2022), « *Un indicateur du cycle financier en France depuis le début des années 2000* », *Trésor-Éco*, n° 317.

(10) 84^e Rapport annuel de la Banque des règlements internationaux (2014).

(11) Kindleberger C. (2006), « *Histoire mondiale de la spéculation financière* », *Valor Editions Paris*.

Les indicateurs avancés de crise ou « *early warning indicators* »¹² visent, eux, à détecter l'accumulation de risques systémiques avant la matérialisation d'une crise financière. Le *credit-to-GDP gap*, les services de la dette¹³ et les prix immobiliers sont notamment performants pour signaler la montée des vulnérabilités financières¹⁴, en particulier lorsqu'ils sont combinés¹⁵.

L'analyse menée ici vise à mesurer le niveau courant des vulnérabilités du système financier et à le situer en perspective historique. Elle se rapproche de la logique des *early warning indicators* dans le choix des variables, mais s'en distingue par son objectif. Alors que les *early warning indicators* cherchent à prédire la matérialisation d'une crise à un horizon donné, l'indicateur proposé fournit un diagnostic du niveau de risque à un instant. Il se distingue donc aussi des indicateurs de cycle financier, qui capte les grandes vagues de croissance et de récession purement financières. Il est par ailleurs construit de manière à être (i) synthétique et (ii) décomposable.

2.2 Pourquoi utiliser un indicateur composite ?

Un indicateur composite offre une vision globale et synthétique du niveau de risque et permet de situer le niveau de vulnérabilité en perspective historique, ce qui

est au cœur de la logique contracyclique. Les recommandations européennes encouragent d'ailleurs explicitement les autorités macroprudentielles à considérer d'« autres variables ou modèles pertinents combinant plusieurs variables ».

2.3 Un indicateur multidimensionnel des vulnérabilités sur le cycle financier

L'indicateur de vulnérabilité du secteur financier de la DG Trésor est construit comme une moyenne pondérée de sous-indicateurs regroupés en macro-catégories. Ainsi, il permet d'identifier les dimensions du risque qui contribuent le plus au niveau de vulnérabilité à un instant donné, sur la base de dix-sept variables mobilisées. Chaque donnée est standardisée, ce qui permet d'assurer la comparabilité des séries exprimées à des échelles différentes. Elles sont ensuite consolidées dans une moyenne pondérée, afin de transformer un ensemble de données hétérogènes en un score unique de vulnérabilité.

La structure de pondération fait apparaître le poids prépondérant des variables de crédit, en particulier celles relatives aux ménages, et des indicateurs de marché (cf. tableau 1).

Tableau 1 : Sous-composantes de l'indicateur de vulnérabilités financières et leur pondération à partir du modèle de forêt aléatoire

Catégories	Variables	Pondération	Par catégorie
Encours de la dette des ménages et des SNF	Ratio dette/PIB des ménages	16,6 %	55,2 %
	Croissance des prêts aux ménages	10,1 %	
	Charge de la dette des SNF	8,0 %	
	Charge de la dette des ménages	7,7 %	
	Ratio dette/PIB des SNF	7,4 %	
	Croissance des prêts aux SNF	5,4 %	
Conditions de financement du crédit	Taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux ménages	4,1 %	13,8 %
	Taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux SNF	3,4 %	
	Durcissement des conditions d'octroi du crédit pour les SNF	2,8 %	
	Durcissement des conditions d'octroi du crédit pour les ménages	1,9 %	
	Part des SNF ayant des « contraintes de crédit »	1,6 %	
Marché immobilier	Ratio prix de l'immobilier/revenus des ménages	7,4 %	12,1 %
	Surévaluation des prix de l'immobilier	4,7 %	
Conditions de financement sur les marchés	Spread High Yield – Mid Swap	15,6 %	16,7 %
	Spread OAT – Bund	1,1 %	
Valorisation sur les marchés	Price Earning Ratio	1,7 %	2,2 %
	Prime de Credit Default Swap moyen du CAC 40	0,5 %	

Source : Calculs DG Trésor.

(12) Drehmann M., Juselius M., (2013), "Evaluating early warning indicators of banking crisis: Satisfying policy requirements", *BIS Working Papers* no. 421.
(13) Drehmann M., Juselius M., Quincy S. (2024), "Aggregate debt servicing and the limit on private credit", *Bank of International Settlements*.
(14) Terrones M., Kose A. et Claessens S. (2011), "Financial cycles: What? How? When?", *IMF Working Papers*, no 11/76, April.
(15) Borio C. et Lowe P. (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, no 114, July.

Encadré 1 : Comment pondérer les variables pour mesurer les risques de fortes tensions financières ?

1. Construction générale de l'indicateur

Les dix-sept variables retenues ont été choisies en fonction des pratiques macroprudentielles et de la littérature académique. Afin de permettre la comparabilité de données entre elles et sur une période historique donnée, chaque série a été standardisée comme indiqué ci-dessous, μ désignant la moyenne glissante et σ l'écart type de la série :

$$Z_i = \frac{x_i - \mu}{\sigma}$$

L'indicateur composite final est la moyenne pondérée de ces z-scores à chaque trimestre :

$$Indicateur_final = \sum_{i=1}^{17} w_i Z_i$$

2. Choix de la pondération de chaque variable à partir d'un modèle de forêt aléatoire

Cet indicateur final capte et agrège, pour chaque variable, l'écart entre l'observation courante et sa moyenne historique calculée sur l'ensemble de sa disponibilité statistique. La profondeur d'historique varie selon les indicateurs, mais le panel complet est mobilisable à partir du premier trimestre 2009.

Le but de l'indicateur est de prévoir les épisodes de fortes tensions du système financier français, modélisés comme un état binaire – le système est sous tension ou ne l'est pas – et donc en particulier non linéaire par rapport aux variables sélectionnées. Les modèles d'apprentissage automatique, et notamment les modèles « ensemblistes », permettent d'obtenir des résultats plus robustes et stables en agréant les résultats de plusieurs algorithmes, ici des arbres aléatoires. Le modèle obtenu, une « forêt aléatoire », a été entraîné à prévoir la variable « crise », une variable binaire construite à partir de la base de données « *European financial crises* » du Comité européen du risque systémique. Les événements de tension retenus ont été ceux qui ont eu lieu en France. Ainsi, sur la période considérée, cinq épisodes majeurs de tensions macrofinancières et de vulnérabilité accrue ont été identifiés : la longue phase d'ajustement immobilier et de fragilité bancaire entre 1991-1999 amorcée par le retournement conjoncturel de 1990, la bulle internet de 2002 à 2003, la crise financière de 2008 à 2011, celle des dettes souveraines de 2011 à 2012, et le choc systémique lié à la pandémie de Covid entre 2020 à 2021.

Les valeurs manquantes situées en début de période pour les variables à historique plus court sont gérées directement par l'algorithme, qui apprend lors de l'entraînement comment traiter ces observations sans recourir à une imputation arbitraire. Le modèle est estimé sur 70 % des observations (*train*) et évalué sur les 30 % restants (*test*). Sur cet échantillon de test, il affiche une précision de 96,8 % ; le coefficient de Kappa de Cohen est de 0,9 ce qui confirme que la performance n'est pas due au déséquilibre des classes. Sa sensibilité atteint 100 %, soit aucun épisode de vulnérabilité manqué, ce qui est souhaitable dans un cadre où le coût d'un faux négatif est nettement supérieur à celui d'un faux positif. L'aire sous la courbe ROC (0,97) indique une bonne capacité de discrimination entre les deux états. Ces résultats restent néanmoins à interpréter avec prudence compte tenu de la taille limitée de l'échantillon historique disponible et du faible nombre d'événements de tension.

La pondération est déduite de l'importance des variables, calculée selon la *Mean Decrease Accuracy*^a (MDA), qui mesure la réduction moyenne de précision du modèle lorsque les valeurs d'une variable sont permutées. Cette mesure permet de capter l'importance d'une variable pour la prédiction d'un événement, ici l'événement de tension systémique. Pour en déduire la pondération, les MDA sont normalisées pour que la somme des pondérations soit égale à un. Cette pondération ne permet toutefois pas de faire un lien direct, par exemple sous la forme d'un seuil, entre le niveau de l'indicateur et la prévision du modèle. La prédiction du modèle repose en effet sur une logique non linéaire qui ne se réduit pas à une combinaison linéaire des variables d'entrée. Par ailleurs, l'importance de permutation mesure la contribution prédictive d'une variable sans en qualifier le sens : l'indicateur composite synthétise ainsi l'ampleur des déviations historiques pondérée par leur pertinence prédictive, mais ne reproduit pas la fonction de prévision du modèle.

a. Hong Han, Xiaoling Guo et Hua Yu (2016), "Variable selection using Mean Decrease Accuracy and Mean Decrease Gini based on Random Forest", 2016 7^{ème} Conférence internationale de l'IEEE sur le génie logiciel et les sciences des services (ICSESS), Beijing, pp. 219-224.

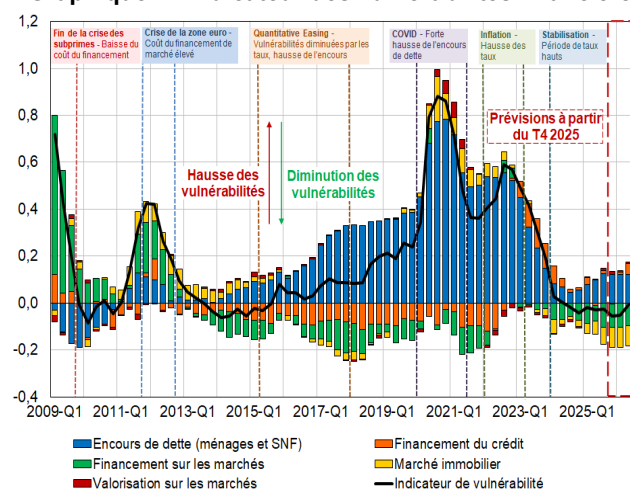
3. Quelle relecture économique du passé à l'aune de l'indicateur, et comment analyser les vulnérabilités financières contemporaines ?

3.1 La sortie de la crise financière mondiale (2009-2012)

L'indicateur commence pendant la crise financière au premier trimestre 2009, lorsque l'entièreté des données est disponible. Il atteignait un niveau élevé (0,7), essentiellement porté par la composante « financement sur les marchés ». Les importants *spreads* de crédit constituaient à ce moment le facteur de vulnérabilité dominant. La contribution de l'endettement était en revanche négative du fait de la contraction du crédit pendant la crise.

L'indicateur a décliné rapidement jusqu'à fin 2009, à mesure que les conditions de marché se normalisaient. Un rebond est intervenu en 2011-2012 lors de la crise des dettes souveraines en zone euro, avec un maximum local à 0,4 au premier trimestre 2012, largement tiré par les conditions de financement sur le marché, tant *High Yield* que l'écartement OAT-Bund.

Graphique 1 : Indicateur des vulnérabilités financières



Source : Données Bloomberg, BRI, BdF, BCE. Calculs DG Trésor.

Note : Dernier point au T3 2025, prévisions jusqu'au T2 2026

(dernières données au 04/05/2026).

Note de lecture : Une tendance à la hausse de l'indicateur indique une accumulation des risques, tandis qu'une orientation à la baisse traduit une atténuation.

3.2 La période de *quantitative easing* : un niveau de risque faible sur la période 2015-2018

Le risque a été contenu par les taux bas et incrémentalement augmenté par l'encours de dette des ménages et SNF. À partir de 2013, l'indicateur global varie autour de zéro, à un niveau historiquement faible sur la période considérée. Cette apparente stabilité

masque toutefois des dynamiques sous-jacentes divergentes et identifiables grâce à la décomposition de l'indicateur.

La composante « encours de dette » augmente continûment à partir d'un niveau nul au T2 2013. Cette progression reflète la hausse continue d'encours de dette des ménages et les SNF, dans un contexte de conditions de financement du crédit très favorables. En effet, les composantes liées aux conditions de financement du crédit et sur les marchés exercent un effet compensateur négatif. Les taux directeurs de la BCE, maintenus à un niveau exceptionnellement bas puis négatif, ainsi que le *quantitative easing* ont comprimé les taux d'emprunt et les *spreads* de crédit, tirant mécaniquement ces composantes à la baisse.

La seule lecture de l'indicateur agrégé sur cette période ne rend ainsi pas compte de l'hétérogénéité des dynamiques sous-jacentes. La décomposition révèle en effet une évolution en sens inverse des risques liés aux conditions de financement, qui diminuent, et de ceux liés à l'endettement, qui augmentent. Ce constat illustre l'intérêt d'une analyse macroprudentielle décomposée par catégorie, complémentaire d'un suivi agrégé.

3.3 La pandémie de Covid : un choc sur l'encours de dette, légèrement amorti par des conditions de financement exceptionnelles

La crise sanitaire de 2020 se traduit par une forte hausse de l'indicateur, qui passe de 0,2 (T4 2019) à 0,9 (T3 2020), soit le point le plus haut de la période étudiée. Cette hausse est principalement imputable à la composante liée à l'encours de dette des ménages et SNF, qui passe de 0,4 à 0,8 en quatre trimestres. Cette évolution reflète un effet dénominateur lié à la contraction du PIB, qui accroît mécaniquement les ratios de dette pour ces deux types d'acteurs ; mais l'augmentation du crédit aux entreprises, via les prêts garantis par l'État, accentue la dynamique dans le cas des SNF. Le ratio de service de la dette des SNF se dégrade aussi de façon nette du fait de l'augmentation du stock de dette. La composante liée au marché immobilier contribue également positivement, ce qui reflète l'accélération des prix à cette période. L'analyse de cet événement doit être considérée avec prudence, du fait de son caractère exogène au secteur financier.

3.4 Le retour de l'inflation en 2022 : une dynamique opposée avec une normalisation progressive du risque lié à l'encours de dette mais une hausse du risque lié aux taux

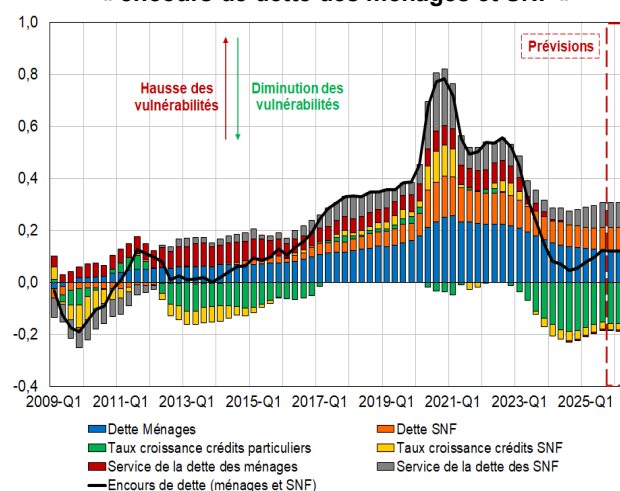
À partir de 2022, la remontée rapide des taux d'intérêt dans le cadre de la normalisation de la politique monétaire de la BCE modifie la structure des vulnérabilités. L'indicateur global augmente temporairement (de 0,3 à 0,6 entre le T3 2021 et le T3 2022). Les conditions de financement sur les marchés cessent en effet d'être accommodantes après avoir longtemps atténué les vulnérabilités. La hausse des taux enclenche parallèlement un mouvement de normalisation sur l'encours de dette des ménages et SNF (contribution de 0,5 au T3 2022 devenant quasi-nulle au T3 2024) : le ralentissement du crédit, la reprise de la croissance nominale et le désendettement progressif des SNF contribuent à la décrue de cette composante. Celle-ci repart à la hausse fin 2024.

3.5 Une dynamique de risque actuelle globalement stable

Il convient de préciser que les seules variables disponibles en intégralité après le T3 2025 sont celles liées aux financements sur les marchés, ainsi que les mesures de durcissement des contraintes de crédit aux ménages et aux SNF. L'indicateur global ne capte donc qu'une partie des vulnérabilités liées au conflit au Proche et Moyen-Orient. Il retombe progressivement vers des niveaux légèrement négatifs en 2024, retrouvant un niveau relativement faible sur la période considérée. La composante liée à l'encours de dette reste la seule contribution positive significative, et dans une moindre mesure celle des valorisations sur les marchés. Cela traduit un niveau d'endettement des ménages et des SNF qui demeure élevé (cf. Graphique 2) et supérieur à sa moyenne de long terme, tout comme le service de la dette des SNF. Les vulnérabilités sont néanmoins diminuées par la modération du taux de croissance du crédit aux ménages, et dans une moindre mesure aux SNF, qui sont en dessous de leur moyenne de long terme.

En revanche, la composante « conditions de financement sur les marchés » qui est observée en intégralité, exerce un effet baissier important malgré les effets du conflit au Proche et Moyen-Orient. Bien que le *spread* entre les rendements souverains français et allemands contribue positivement à l'indicateur, les *spreads* des rendements obligataires sur les marchés dit *High Yield*¹⁶ sont resserrés en perspective historique et participent à diminuer le risque de financement des acteurs financiers. De même, la catégorie « marché immobilier » exerce un effet baissier, reflétant le contexte de normalisation voire de sous-évaluation des prix immobiliers récemment, et des taux d'intérêt.

Graphique 2 : Décomposition de la catégorie « encours de dette des ménages et SNF »



Source : Données Bloomberg, BRI, BdF, BCE. Calculs DG Trésor.

Note : Dernier point au T3 2025, prévisions jusqu'au T2 2026.

Note de lecture : Une tendance à la hausse de l'indicateur indique une accumulation des risques, tandis qu'une orientation à la baisse traduit une atténuation.

Ce diagnostic d'une phase d'équilibre entre facteurs de risque haussiers et baissiers porté par un encours de dette important est cohérent avec la décision du HCSF de maintenir le CCyB à 1 %, en l'absence de restriction d'offre du crédit.

(16) La catégorie *High Yield* correspond à des émetteurs de crédit de moindre qualité, dont la note est comprise entre BB+ et D.

Cet indicateur reflète les vulnérabilités du système financier dans la mesure de leurs effets sur les principales variables financières. S'il peut éclairer les décisions macroprudentielles, il ne constitue pas un outil de décision en tant que tel. La traduction d'un diagnostic de vulnérabilité en décision de politique macroprudentielle requiert un jugement sur la base d'une information plus large, intégrant la capacité d'absorption du système bancaire, les conditions

macroéconomiques et les interactions avec d'autres politiques publiques.

En définitive, cet indicateur s'inscrit dans la démarche analytique de la direction générale du Trésor et vise à enrichir, sans s'y substituer, le cadre d'analyse global mobilisé pour la conduite de la politique macroprudentielle.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances et de la
Souveraineté industrielle,
énergétique et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Dorothee Rouzet
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Mai 2026

N° 388 Calcul quantique : quels enjeux pour l'économie française dans ce secteur naissant ?
Thomas Chambrillon, Jean-Baptiste Auger

Avril 2026

N° 387 Comment définir les aides publiques aux entreprises ?
Diego Renaud, Johan Seux
N° 386 Le nouveau cadre budgétaire européen, de la négociation à la mise en œuvre
Emmanuel Bordellès-Viala, Jacques De la Rue du Can

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Pour toute demande presse, merci de vous adresser à presse@dgtresor.gouv.fr (01 44 87 73 24)

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle, énergétique et numérique.