



**ÉVALUATION**  
des  
**RISQUES**  
du  
**SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS**

**Décembre 2019**



# SOMMAIRE

---

|                                                                                                                                                 |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>VUE D'ENSEMBLE</b>                                                                                                                           | <b>4</b>  |
| <b>1. ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE ET FINANCIER</b>                                                                                            | <b>9</b>  |
| Les perspectives de croissance                                                                                                                  | 9         |
| L'impact de la baisse des taux d'intérêt sur les marchés financiers                                                                             | 10        |
| <b>2. RISQUE 1 : RISQUES LIÉS À L'ENDETTEMENT</b>                                                                                               | <b>18</b> |
| Les taux d'endettement des entreprises et des ménages français continuent de croître à un rythme soutenu                                        | 18        |
| La combinaison d'une dette privée dynamique et d'une dette publique élevée réduit la capacité de résilience du système financier en cas de choc | 24        |
| <b>3. RISQUE 1 BIS : RISQUES DE TAUX D'INTÉRÊT POUR L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE</b>                                                             | <b>25</b> |
| La rentabilité des banques stagne                                                                                                               | 25        |
| La gestion actif-passif des organismes d'assurance sous contrainte                                                                              | 29        |
| <b>4. RISQUE 3 : RISQUES DE MARCHÉ</b>                                                                                                          | <b>33</b> |
| Une prise de risque limitée en matière d'investissement dans l'assurance                                                                        | 33        |
| D'autres comportements à risque en matière de recherche de rendement                                                                            | 34        |
| Les marchés monétaires doivent également gérer la transition vers les nouveaux indices de référence                                             | 36        |
| <b>5. RISQUE 4 : RISQUES LIÉS AUX CHANGEMENTS STRUCTURELS</b>                                                                                   | <b>38</b> |
| Le déplacement de l'activité vers le secteur non bancaire                                                                                       | 38        |
| Une digitalisation porteuse de gains d'efficacité mais qui nécessite des adaptations importantes                                                | 39        |
| Avec la digitalisation, le risque cyber devient potentiellement systémique                                                                      | 40        |
| Les risques liés au changement climatique restent complexes à évaluer                                                                           | 41        |
| <b>6. ANNEXES : COMPLÉMENTS TECHNIQUES</b>                                                                                                      | <b>43</b> |

### Environnement macroéconomique et financier

Depuis le printemps dernier, les perspectives de croissance mondiale ont été revues à la baisse ; les facteurs d'incertitude restent nombreux : tensions commerciales (bien que l'achèvement de la première phase des négociations commerciales entre États-Unis et Chine écarte l'entrée en vigueur de droits de douane supplémentaires à court terme), *Brexit* (dont la perspective est confirmée par le résultat des élections législatives du 12 décembre au Royaume-Uni), tensions politiques et sociales dans de nombreux pays. La croissance française résiste néanmoins.

Parallèlement, les taux d'intérêt ont sensiblement baissé, entraînant un fort aplatissement des courbes de rendement sur les marchés obligataires et une hausse marquée des encours de titres assortis de taux négatifs. Le fort repli intervenu durant l'été n'a été que partiellement compensé par la légère correction intervenue par la suite. En conséquence, les actifs financiers et réels se sont nettement appréciés, ce qui peut correspondre, sur certains segments de marché, à une rémunération du risque insuffisante.

### Risques pour le système financier français

Ce contexte accroît les risques auxquels les institutions financières françaises sont exposées, ce d'autant plus que ces risques sont largement interdépendants.

Au premier rang et équivalents, les risques liés à l'endettement des agents non financiers et ceux relatifs à l'impact des taux d'intérêt sur les activités d'intermédiation, devraient s'accroître au cours des prochains trimestres.

L'endettement des agents non financiers (sociétés non financières, ménages) conserve en effet une dynamique plus soutenue que la croissance économique, dans un contexte où le faible niveau des taux d'intérêt favorise le recours à l'emprunt. Le taux d'endettement de l'ensemble du secteur privé non financier continue ainsi de progresser, atteignant plus de 133% du PIB au premier trimestre 2019. Ce taux d'endettement a progressé de plus de 45 points depuis la fin 2000. D'éventuels chocs – tels une contraction de l'activité économique ou une hausse des taux d'intérêt – pourraient fragiliser la solvabilité des entreprises, les ménages et les institutions financières qui les financent, d'autant que le niveau élevé de la dette publique limite les marges de manœuvre budgétaires des administrations publiques françaises. Le Haut Conseil de stabilité financière maintient sa vigilance sur les caractéristiques de l'endettement des ménages et des entreprises et, après avoir recommandé aux banques de maintenir un politique d'octroi prudente, il pourrait envisager des mesures macroprudentielles contraignantes si la dérive des conditions d'octroi des crédits immobiliers se poursuivait.

L'environnement de taux d'intérêt durablement bas voire négatifs, justifié au regard de la situation économique, affecte les intermédiaires financiers. La baisse des taux d'intérêt et l'aplatissement des courbes de taux pèsent sur la marge nette d'intermédiation des banques. À cette tendance, s'ajoute une compression de la marge brute des crédits, sur certains segments où la concurrence est vive. Les sociétés d'assurance sont, quant à elles, doublement affectées par la baisse des taux d'intérêt : à la baisse tendancielle du rendement de leur portefeuilles d'actifs s'est ajouté, avec le recul des taux longs intervenu au cours de l'été, un effet de revalorisation de leurs engagements long terme (en particulier, dans l'assurance-vie). Face aux risques induits par le bas niveau des taux d'intérêt sur la rentabilité des banques et des organismes d'assurance, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a renforcé son suivi des situations individuelles. S'agissant plus particulièrement des conséquences sur les organismes assurances, un appel a été lancé en faveur de la baisse des taux servis et de la diversification des produits.

Au troisième rang des risques pour le système financier, figurent ceux liés aux marchés financiers. La hausse de la valorisation des actifs financiers observée depuis juin dernier n'apparaît pas systématiquement excessive au regard de la baisse des taux observée. La rémunération de certains risques semble toutefois insuffisante et, en raison du rôle des évolutions de taux d'intérêt sur les valorisation, l'éventualité d'une correction touchant simultanément plusieurs classes d'actifs apparaît en hausse. Dans ce contexte, l'appétit des investisseurs institutionnels français pour les classes d'actifs alternatives et moins liquides se renforce, même si la structure de leurs portefeuilles n'a pour le moment pas été significativement modifiée. Cette diversification, *a priori* bienvenue, doit toutefois être maîtrisée pour éviter une prise de risque excessive.

Enfin, les risques liés aux changements structurels sont classés au quatrième rang. Ces changements reflètent des tendances de fond, encore diffuses, mais dont l'importance croît : développement de l'intermédiation non bancaire, révolution digitale, émergence de nouveaux risques (cyber-risque, risques financiers liés au changement climatique). Leur appréhension s'effectue progressivement mais demeure incomplète et leur prise en compte insuffisante est un facteur de fragilisation.

| Synthèse des principaux risques du système financier français en décembre 2019                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Niveau et perspective                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1. Risques liés à l'endettement</b><br>Les taux d'endettement des entreprises et des ménages français continuent de croître à un rythme soutenu. La dynamique de l'endettement des entreprises peut augmenter le risque de défaut et/ou les difficultés de refinancement en cas de choc macroéconomique. La croissance des crédits aux ménages (principalement, crédits immobiliers) appelle également une vigilance particulière face à l'assouplissement progressif mais continu des critères d'octroi.                                                                                                                                                                                              | <b>1 bis. Risques de taux d'intérêt pour l'intermédiation financière</b><br>La baisse des taux d'intérêt de marché intervenue depuis juin dernier pèse sur la rentabilité future des banques. L'environnement de taux d'intérêt durablement bas renforce aussi les contraintes de gestion actif-passif des assureurs-vie, avec une baisse sensible de leurs ratios de solvabilité alors que le rendement de leurs portefeuilles d'actifs s'érode. |  |
| <b>3. Risques de marché</b><br>Les valorisations observées, particulièrement sur les marchés d'actions, demeurent élevées. Elles sont soutenues par l'environnement de taux d'intérêt durablement bas et la perception d'une orientation encore accommodante des politiques monétaires. Les comportements de prise de risque des investisseurs persistent, exerçant une pression à la baisse sur la rémunération des risques tandis que les flux de placement vers les classes d'actifs alternatives se renforcent. Ainsi, les investisseurs sont exposés au risque d'une correction simultanée des prix sur plusieurs classes d'actifs.                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  |
| <b>4. Risques liés aux changements structurels</b><br>Le secteur financier fait face à des défis structurels qui, en l'absence d'une réponse adéquate, sont porteurs de vulnérabilité à moyen terme. La digitalisation donne un relief nouveau à la préoccupation sur la maîtrise des coûts dans le secteur bancaire et à la concurrence accrue dans l'ensemble du secteur financier, voire à sa disruption (par exemple, via les paiements) et à la cyber-sécurité dont la dimension systémique se renforce. Les grandes institutions financières ont commencé à introduire la gestion des risques climatiques dans leur gouvernance mais ce mouvement doit s'étendre à l'ensemble du secteur financier. |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  |
| <b>🔴 Risque systémique   🔴 Risque élevé   🟡 Risque modéré</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                       |
| <i>NB : La couleur représente le niveau du risque qui est un jugement à « dire d'expert » reflétant sa probabilité de matérialisation et son impact systémique potentiel. La flèche indique l'évolution du risque au cours des six prochains mois</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                       |

Face à ces risques en hausse, les autorités du secteur ont d'ores et déjà pris plusieurs mesures visant à renforcer la résilience du système financier français, qui apparaît satisfaisante.



## Les mesures visant à limiter les risques et à renforcer la résilience du secteur financier français

Face à des risques dans l'ensemble orientés à la hausse, la résilience du secteur financier français apparaît cependant satisfaisante.

Pour répondre aux risques associés à l'endettement des ménages et des entreprises, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a pris plusieurs mesures :

- en mai 2018, une limite d'exposition des banques aux entreprises les plus endettées a été mise en place, plus stricte que celle prévue par la réglementation standard<sup>1</sup>. Les banques systémiques doivent désormais maintenir leurs expositions à une même contrepartie fortement endettée sous les 5% de leurs fonds propres. Cette décision, préparée en coordination avec les autorités et institutions européennes, cible le risque associé à certaines sociétés non financières plus fragiles financièrement.
- en juillet 2018, le coussin contracyclique applicable aux banques a été fixé pour la première fois à 0,25% de leurs actifs pondérés par les risques<sup>2</sup>, coussin utilisable en cas de retournement du cycle financier pour maintenir un flux de crédit à l'économie et réduire le coût et la durée du retournement. Dans une logique progressive et préventive, le Haut Conseil a relevé le niveau du coussin contracyclique à 0,5%<sup>3</sup> en avril 2019. Le coussin contracyclique permet de profiter d'une période favorable pour renforcer la résilience du secteur bancaire et construire des marges de manœuvre pour soutenir le financement de l'économie si, à l'occasion d'un retournement du cycle financier, un risque d'une contraction de l'offre de crédit apparaissait.
- le 12 décembre 2019<sup>4</sup>, un plan d'action visant à 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 a été adopté. Dans ce cadre, le HCSF recommande aux banques, après avoir pris en compte les caractéristiques du projet et du ménage emprunteur, de se conformer aux bonnes pratiques établies (taux d'effort à l'octroi maximal de 33 %, durée de crédit n'excédant pas 25 ans). Les exceptions à ces bonnes pratiques ont été encadrées. Le HCSF a également attiré l'attention des établissements de crédit sur l'importance d'une tarification du crédit immobilier qui assure une couverture appropriée des coûts et risques.

Pour prévenir les risques associés aux conséquences des taux d'intérêt bas sur leur rentabilité, le HCSF a appelé les organismes d'assurance à ajuster les taux servis aux circonstances actuelles et à diversifier les produits qu'ils commercialisent tandis que l'ACPR a renforcé son suivi des situations individuelles.

S'agissant des risques de marché, les autorités prennent acte de la relative prudence des investisseurs institutionnels français et poursuivent leur démarche d'accompagnement du développement des nouvelles classes d'actifs. À ce titre, elles se montrent particulièrement attentives à ce que les investisseurs abordent ces segments de marché avec un niveau de compétence suffisant pour leur assurer une bonne compréhension (le cas échéant, une bonne maîtrise) des risques auxquels ils s'exposent (ou qu'ils ont à gérer).

<sup>1</sup> Décision n°D-HCSF-2018-2 du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques

<sup>2</sup> Décision n°D-HCSF-2018-3 du 29 juin 2018 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique

<sup>3</sup> Décision n°D-HCSF-2019-2 du 2 avril 2019 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique

<sup>4</sup> Communiqué de presse HCSF 12.12.2019:

[https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/hcsf/HCSF20191212\\_Communique\\_de\\_presse.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF20191212_Communique_de_presse.pdf)

En réponse à la digitalisation du secteur financier, la réglementation et la supervision doivent être proportionnées aux risques afin de ne pas freiner l'émergence de nouvelles technologies et de nouveaux acteurs. Il s'agit d'exploiter les opportunités offertes par les *Fintech* tout en préservant la stabilité financière et des conditions de concurrence équitables. Le *hub* d'innovation *Fintech*, créé en 2016, vise à promouvoir un dialogue actif et ouvert avec les acteurs du marché et permet de renforcer la capacité de l'ACPR à cet égard.

Face à la systémicité croissante du cyber risque, régulateurs et superviseurs ont engagé sur la période récente plusieurs actions qui ont donné lieu à :

- un accord de coopération renforcée entre l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information (ANSSI) et l'ACPR dans le cas de la France (janvier 2018) ;
- la formalisation d'une stratégie en matière de supervision du risque informatique (octobre 2019), notamment en ce qui concerne l'organisation et la maîtrise des risques informatiques dans les institutions financières ;
- des actions d'inspection sur place ;
- le partage des informations pertinentes entre les autorités ;
- la préparation de la gestion opérationnelle des crises avec la conduite d'exercices de cyber résilience.

Néanmoins, l'efficacité de la lutte dans ce domaine nécessite également d'améliorer la coopération entre les acteurs au plan international (encadré 1).

#### **Encadré 1 : Coordination d'une simulation de cyber attaque internationale par la Banque de France**

L'année 2019 a vu la réalisation du premier exercice de simulation de crise cyber affectant le système financier des pays du G7. L'objectif était d'évaluer le protocole d'échange entre les autorités financières via la simulation d'une perturbation importante du système financier induite par un cyber incident majeur. Cette opération, menée sur trois jours en juin, a été pilotée par la Banque de France, et a impliqué 24 autorités financières de 7 pays (ministères des finances, banques centrales, superviseurs bancaires et des marchés). Elle a permis de débiter une coopération internationale forte, qui pourrait également répondre aux besoins d'autres juridictions au-delà du G7.

Enfin, concernant l'adaptation du système financier au changement climatique, la Banque de France et l'ACPR sont pleinement engagées dans une coopération internationale avec leurs pairs (encadré 2) et dans un dialogue avec les acteurs concernés et, plus généralement, dans une démarche d'accompagnement et d'accélération des transformations nécessaires et de renforcement de la maîtrise des risques. C'est précisément le principal objectif poursuivi à travers la mise en œuvre de *stress-tests* climatiques par les banques et les assurances françaises dès 2020.

Par ailleurs, un dispositif de suivi et d'évaluation des engagements pris par les entités de la place financière en matière de climat a été mis en place. La Commission « climat et finance durable » de l'ACPR, installée le 3 octobre dernier, analysera le respect des engagements annoncés par les banques et les assurances. La Commission comprend des représentants du secteur financier, du secteur associatif et du monde académique. L'ACPR et l'AMF, qui a mis en place une structure analogue, publieront annuellement un rapport commun rendant compte de ces travaux.

## Encadré 2 : Adhésion soutenue des institutions internationales au réseau NGFS

Lors du *One Planet Summit* de Paris en décembre 2017, huit banques centrales et autorités de surveillance ont créé un réseau de banques centrales et d'autorités de surveillance pour verdir le système financier (connu sous son acronyme en anglais, *Network for Greening the Financial System - NGFS*). À l'initiative du réseau, la Banque de France en assure le secrétariat permanent.



Aujourd'hui, le NGFS compte près de 55 membres et une douzaine d'observateurs (dont la Banque des règlements Internationaux, le Comité de Bâle et le Fonds monétaire international), avec une présence sur les cinq continents. Le réseau a pour objectif d'aider à renforcer la réponse mondiale nécessaire pour atteindre les objectifs de l'accord de Paris et de renforcer le rôle du système financier dans la gestion des risques, et la mobilisation de capitaux pour des investissements verts et bas carbone dans le contexte plus large d'un développement respectueux de l'environnement. À l'attention des banques centrales et des superviseurs, le réseau a publié un guide d'investissement responsable en octobre dernier et au premier semestre 2020, il publiera des lignes directrices volontaires sur les scénarios pour l'analyse des risques et un guide sur la gestion des risques climatiques et environnementaux. Plus largement, nous poussons également à un effort accru de transparence sur l'impact climatique des actifs et à l'élaboration de taxonomies fiables.



## 1. Environnement macroéconomique et financier

Si l'économie française résiste relativement bien, les perspectives de croissance mondiale ont encore été revues à la baisse depuis le printemps dernier. Par ailleurs, les risques pour la croissance restent baissiers et l'incertitude demeure toujours très forte. Dans ce contexte moins porteur et alors que l'inflation demeure atone, les taux d'intérêt devraient rester durablement bas.

Le maintien des taux d'intérêt à un niveau très faible gonfle, toutes choses égales par ailleurs, la valeur des actifs financiers (actions, obligations) et participe d'un environnement financier généralement peu volatil mais susceptible de mouvements de correction brusques. Les intermédiaires financiers sont confrontés à des perspectives de taux d'intérêt durablement bas, notamment en Europe. Cela entretient la prise de risque motivée par une recherche de rendement de la part de l'ensemble des investisseurs.

### LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE

#### La croissance française résiste plutôt bien malgré un ralentissement marqué de la croissance mondiale depuis fin 2018

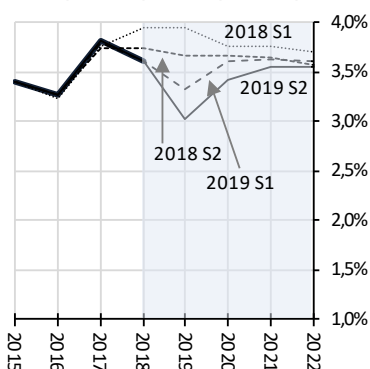
La croissance mondiale connaît un ralentissement marqué et les perspectives à court et moyen terme ont été révisées à la baisse (graphique A1). Après +3,6% en 2018, elle se situerait à +3,0% cette année selon le Fonds monétaire international (FMI), son plus bas niveau depuis la crise financière de 2007-2008, puis s'établirait à 3,4% en 2020.

Dans la zone euro (graphique A2), la croissance s'infléchirait à 1,2% en 2019, après 1,9% en 2018, puis atteindrait 1,4% en 2020.

A1

#### PIB et prévisions : Monde

x : axe temporel / y : pourcentage

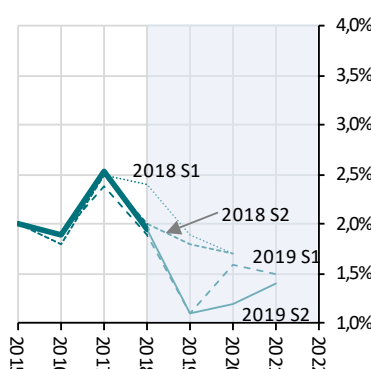


Source Perspectives de l'économie mondiale (World Economic Outlook) du FMI

A2

#### PIB et prévisions : Zone Euro

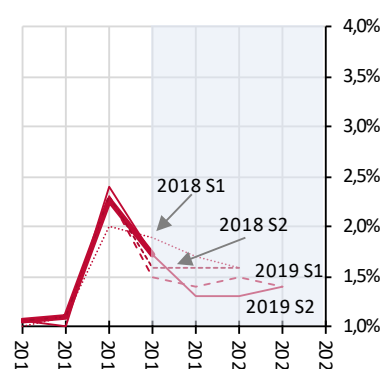
x : maturités / y : pourcentage



A3

#### PIB et prévisions : France

x : axe temporel / y : pourcentage



L'économie française ralentit également mais résiste plutôt bien par rapport à ses principaux partenaires (graphique A3). Après avoir atteint 1,7% en 2018, la croissance en France s'établirait à un niveau proche de son potentiel à l'horizon des prochains trimestres.

#### Des risques baissiers sur la croissance persistent dans un contexte de forte incertitude

Selon le FMI, les mesures protectionnistes prises et annoncées jusqu'en août 2019 coûteraient 0,2% au PIB mondial en 2020. En outre, une baisse de l'investissement dans un contexte d'incertitude sur la résolution des tensions sino-américaines actuelles, la désorganisation des chaînes de valeur et un ralentissement des gains de productivité pourraient plus que doubler l'impact de ces tensions commerciales à l'horizon 2021-2022 (graphique A4 et annexe 1).

Le ralentissement de la croissance en Chine pourrait être plus prononcé qu'anticipé sous l'effet de facteurs structurels (démographie déclinante, compétitivité en baisse par rapport aux autres pays émergents, surcapacités industrielles et application stricte des réglementations environnementales) et d'une réduction de la dynamique d'endettement (graphique A5).

Alternativement, il pourrait donner lieu à un assouplissement des conditions financières susceptible de fragiliser le secteur financier chinois. Si le secteur financier français n'est pas significativement directement exposé au secteur financier chinois, un scénario de crise économique ou financière en Chine pèserait néanmoins lourdement sur l'environnement international.

Les tensions politiques et sociales qui se font jour dans certains pays obèrent les perspectives de croissance. Si le risque de dérèglement du système financier lié à la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne serait *a priori* contenu en raison des plans de contingence mis en œuvre par l'ensemble des parties prenantes, son impact macroéconomique est plus difficile à apprécier et pourrait être plus sévère qu'anticipé. Ainsi, une sortie de l'union douanière européenne (qui pourrait intervenir à l'issue d'une période de transition) représenterait un choc significatif pour le Royaume-Uni, l'Union européenne représentant environ 50% du commerce britannique (le choc sera moindre pour l'Union européenne dont seulement 7% du commerce est à destination des îles britanniques). À court-moyen terme, un « *hard Brexit* » (scénario dans lequel le Royaume-Uni devient un simple membre de l'Organisation mondiale du commerce, sans accord commercial particulier avec ses anciens partenaires européens) pourrait réduire l'activité de 3% à 9% au Royaume-Uni et de 0,4% à 0,8% dans la zone euro<sup>5</sup>.

#### L'IMPACT DE LA BAISSSE DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

#### Le ralentissement économique entraîne le maintien de politiques monétaires accommodantes et d'un environnement de taux d'intérêt durablement bas

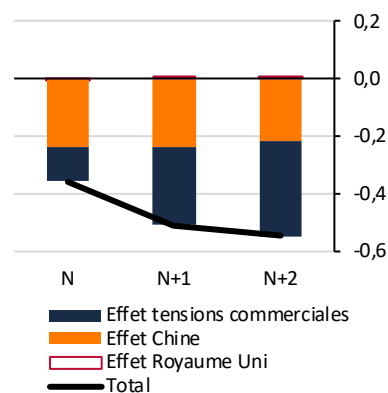
Les perspectives macroéconomiques moins favorables et la dégradation continue de la balance des risques macroéconomiques au premier semestre 2019 ont justifié un changement d'orientation des stratégies de politique monétaire dans un sens encore plus accommodant.

<sup>5</sup> Berthou A., Estrada A., Haincourt S., Kadow A., Roth M., de la Serve M.E. (2019), "Assessing the macroeconomic impact of Brexit through trade and migration channels", Occasional Papers 1911, Banco de España

A4

#### Contribution des risques (chocs) à l'impact total sur le PIB Monde

x : années de projections / y : pourcentage

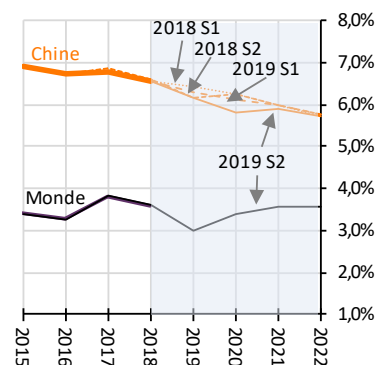


Source : Banque de France, modèle NiGEM

A5

#### PIB et prévisions : Chine vs Monde

x : années de projections / y : pourcentage



Source : Perspectives de l'économie mondiale (World Economic Outlook) du FMI

Les principales banques centrales se sont réengagées dans un cycle baissier de taux directeurs (graphique A6) accompagné, dans certains cas, d'un renforcement des mesures non-conventionnelles.

En septembre dernier, le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a assoupli sa politique monétaire et décidé d'un ensemble de mesures comprenant notamment :

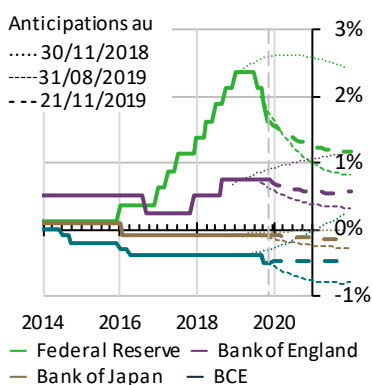
- un abaissement du taux de facilité de dépôt de -0,4% à -0,5%, le conseil des gouverneurs prévoyant par ailleurs que les taux directeurs resteront inchangés ou plus bas jusqu'à la convergence des perspectives d'inflation vers un niveau proche de 2 % ;
- la reprise des achats nets dans le cadre de son programme d'achats d'actifs à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, aussi longtemps que nécessaire ;
- un système de rémunération des réserves à deux paliers (*tiering*), dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera plus soumise au taux négatif de la facilité de dépôt.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) américaine est également intervenue à la rentrée avant de communiquer plus récemment sur une pause, tout comme l'Eurosystème.

A6

#### Anticipations des taux directeurs de la politique monétaire

x : axe temporel / y : pourcentage

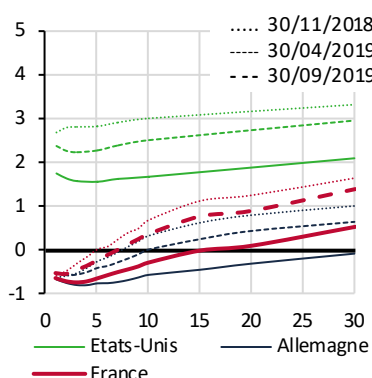


Source : Bloomberg.

A7

#### Courbe des taux d'intérêt souverains

x : maturités / y : pourcentage

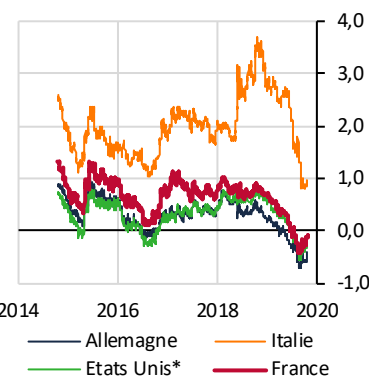


Source : Bloomberg

A8

#### Taux d'intérêt souverains à 10 ans

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Bloomberg

Note : la courbe pour les États Unis correspond à un taux d'intérêt qui intègre une couverture du cours de change

Ces mesures des principales banques centrales n'ont été que progressivement anticipées (graphique A6). Les taux d'intérêt monétaires à terme (*forward*) ont commencé à diminuer au début de 2019 à la faveur d'une réappréciation graduelle de l'orientation de la politique monétaire des principales banques centrales. En Europe, les participants de marché anticipent aujourd'hui le maintien de taux d'intérêt bas sur une longue période (*lower for longer*) compte tenu de l'atonie de l'inflation observée et du recul des anticipations d'inflation depuis le printemps.

Le tassement de la croissance a aussi poussé les taux d'intérêt à long terme à la baisse (graphiques A7 et A8). Ainsi, la baisse des taux des obligations souveraines entamée fin 2018 s'est amplifiée au cours de l'année 2019, traduisant à la fois le fléchissement des anticipations d'inflation mais aussi une réallocation massive des portefeuilles de titres des investisseurs vers les obligations

d'État à long terme, marquant leur préférence pour les actifs à la fois les moins risqués (*flight to quality/flight to safety*) et suffisamment longs pour offrir des rendements positifs.

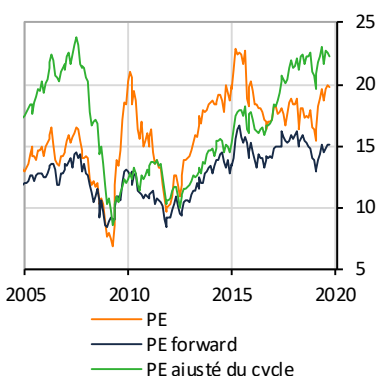
### Des valorisations élevées mais globalement cohérentes avec le niveau des taux d'intérêt

À en juger par le niveau des ratios « cours sur bénéfices » nettement au-dessus de leur moyenne de long terme, les marchés d'actions pourraient apparaître surévalués (graphique A9). Les primes de risques sur actions observées ne sont cependant pas anormalement basses au regard de leur moyenne historique et la progression des cours est cohérente avec la baisse des taux observée ces derniers mois. Une approche classique de la valorisation suggère que, sans changement des anticipations de bénéfices ou dividendes, les cours des actions augmentent lorsque les taux d'actualisation baissent comme l'indique la contribution des taux d'intérêt sans risque à la hausse de l'indice CAC 40 (graphique A10). Aux États-Unis, si la baisse des taux d'intérêt a joué un rôle sur la période la plus récente, ce sont les anticipations de dividendes qui contribuent toujours largement à la hausse de l'indice S&P 500 (graphique A11).

A9

Ratios cours boursier sur bénéfices en France (PE) calculés selon 3 méthodes

x : axe temporel / y : indice

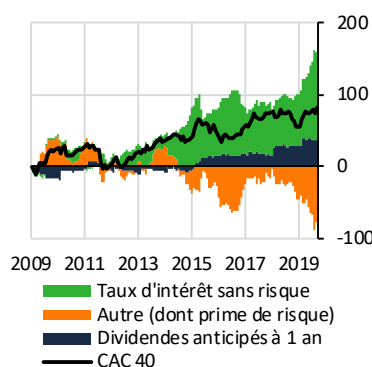


Source : Datastream (indice MSCI), calculs Banque de France

A10

Contribution à la croissance de l'indice CAC 40 depuis 2009

x : axe temporel / y : pourcentage

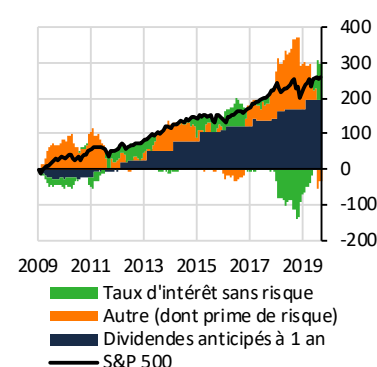


Source : Datastream, calculs Banque de France

A11

Contribution à la croissance de l'indice S&P 500 depuis 2009

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Datastream, S&P Global, Fed (US), calculs Banque de France.

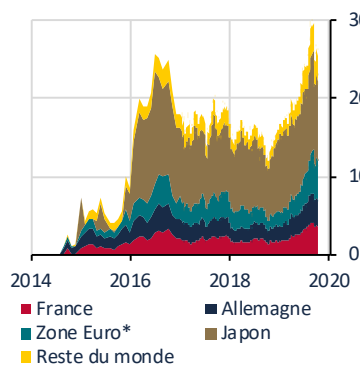
Dans le sillage des titres souverains, l'ensemble du marché obligataire a connu une baisse de ses rendements : l'encours de dette à taux négatif a atteint un record en août dernier (graphiques A12 et A13) avec une part importante des obligations de sociétés non financières notées *Investment Grade* (IG, notation de crédit comprise entre AAA et BBB-) présentant un taux négatif et, de manière anecdotique, quelques obligations de sociétés non financières notées en catégorie spéculative ou *high yield* (HY, notation de crédit inférieure ou égale à BB+) (graphique A14).



A12

Pourcentage de la dette Investment Grade à taux d'intérêt négatif (périmètre monde)

x: axe temporel / y : pourcentage de la dette totale notée Investment Grade



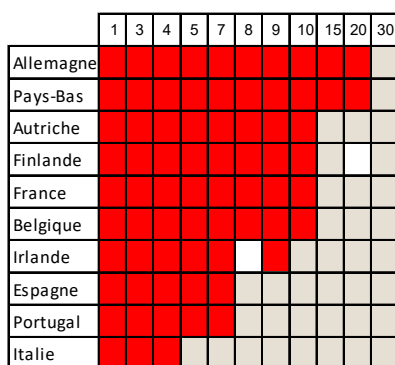
Source : Bloomberg, Barclays, calculs Banque de France.

(\*) zone euro hors France et Allemagne

A13

Taux d'intérêt souverains négatifs dans la zone euro par maturité

x : plages de maturité / y : pays



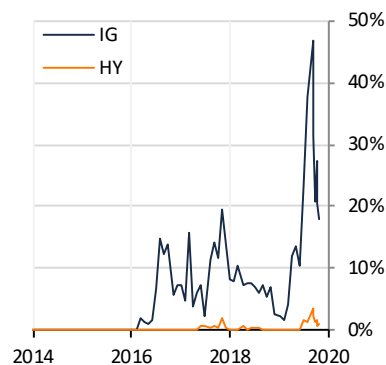
Source : Bloomberg, calculs Banque de France.

Note : taux négatifs en rouge

A14

Encours de la dette d'entreprise évoluant à taux d'intérêt négatif (périmètre zone euro)

x : axe temporel / y : part de l'encours en pourcentage



Source : Bank of America .

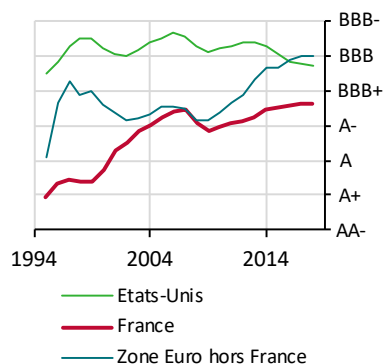
Note : IG pour Investment Grade  
HY pour High Yield

Au-delà de la baisse des taux sans risque, cette évolution a aussi résulté d'un resserrement des primes de risque obligataires depuis le début de 2019. Celui-ci est plus significatif pour les obligations des entreprises *high yield*, conduisant les primes de risque à des niveaux relativement bas par rapport aux dix dernières années. Une baisse de la maturité des titres notés *high yield* est également observée. Cette situation a suscité l'arrivée de nouveaux émetteurs, en général moins bien notés. L'élargissement de la population des émetteurs et la dégradation de la notation de certains émetteurs déjà présents ont contribué à une baisse de la notation moyenne du stock de dette obligataire en France et dans le reste de la zone euro, qui reste cependant meilleure que la notation moyenne observée sur le marché américain (graphique A15).

A15

## Notation moyenne de la dette obligataire

x : axe temporel / y : indice synthétique

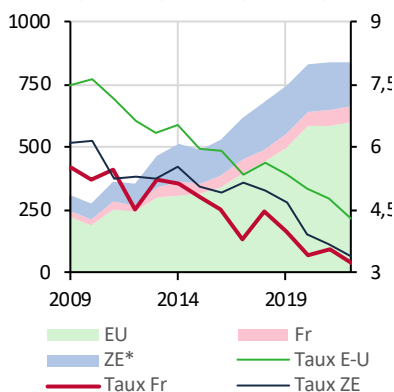


Source : Dealogic et calculs Banque de France d'un indice de notation financière des obligations émises par des sociétés non financières

A16

## Tombées d'obligations d'entreprise

x : axe temporel / y - gauche : milliard USD ; y - droite : pourcentage

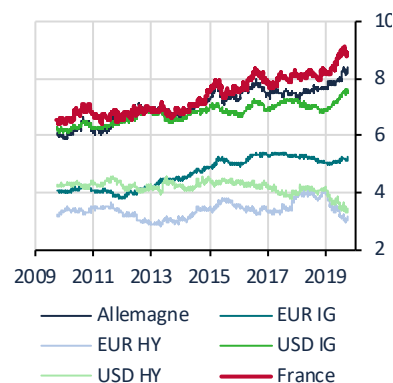


Source : Dealogic et calculs Banque de France.  
Note : EU pour États-Unis, FR, France et ZE\*, zone euro hors France.  
Lecture : Montants d'obligations arrivant à échéance par année (échelle de gauche, milliards USD) et taux de coupon moyen correspondant (échelle de droite, en %)

A17

## Duration cible des fonds obligataires

x : axe temporel / y : duration en années



Source : Indices obligataires de la Bank of America Merrill Lynch.  
Note : EUR pour zone euro, USD pour États-Unis, IG pour investment grade, HY pour high yield

Dans ce contexte, une dégradation de la conjoncture ou une remontée des taux d'intérêt accentueraient la fragilité déjà significative de certains émetteurs, qui pourraient alors avoir des difficultés à refinancer leur dette et/ou à faire face à une hausse de leur coût de financement. Ce risque est d'autant plus significatif que plus de 2 500 milliards USD de dette obligataire arrivera à échéance sur les trois prochains exercices en Europe et aux États-Unis (graphique A16).

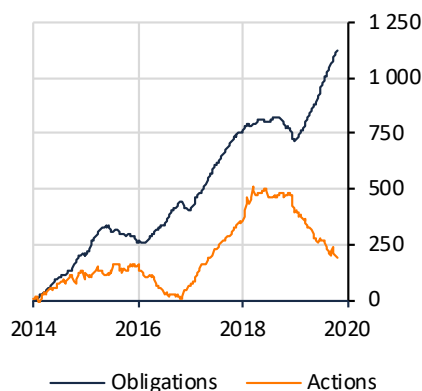
## Les flux d'investissement reflètent une certaine sélectivité

Les inquiétudes sur les perspectives de croissance mondiale et les prises de profit sur les marchés d'actions se sont traduites par un mouvement de réallocation des actifs, amorcé en début d'année, au profit la classe obligataire et au détriment de la classe « actions » (graphique A18).

A18

## Flux d'investissement : actions versus obligations

x : axe temporel / y : milliard USD

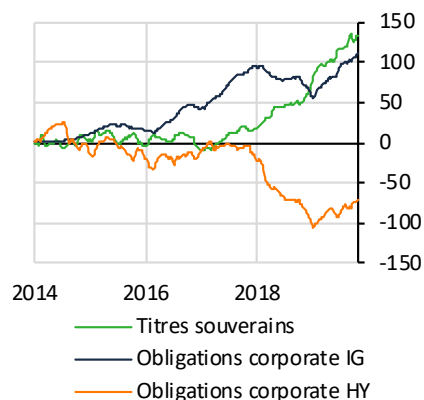


Source : EPFR Global.

A19

## Flux d'investissement obligataires selon le type d'obligations

x : axe temporel / y : milliard USD



Source : EPFR Global

Par ailleurs, au sein de la classe obligataire (graphique A19), bien que les obligations de sociétés non financières *high yield* regagnent en attractivité en 2019 provoquant un net resserrement des

*spreads*, les gestionnaires d'actifs ont engagé en 2019 une réduction de l'horizon d'investissement (graphique A17) sur les titres obligataires spéculatifs (obligations *high yield*) au profit d'un rallongement sur les obligations de meilleure qualité (souverains ou sociétés non financières notés *investment grade*) dans une perspective d'optimisation du couple rendement/risque. Par ailleurs, ils ont procédé à une réallocation géographique de leurs portefeuilles avec des flux sortants des marchés émergents vers l'Europe et les États-Unis.

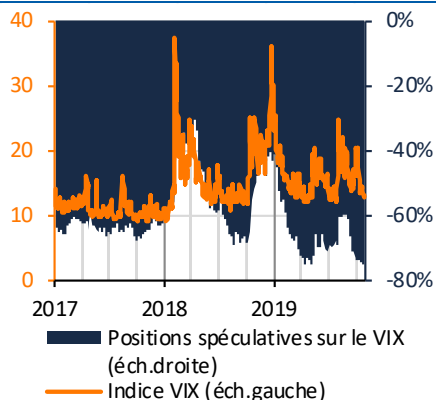
### Une volatilité réduite et une liquidité potentiellement incertaine

L'environnement de marché actuel est caractérisé par la persistance d'une volatilité des prix d'actifs financiers basse, mais marquée périodiquement par des pics à la hausse comme en février ou en décembre 2018. Dans la mesure où ces pics sont éphémères, il semble abusif de parler de retour de la volatilité.

A20

Volatilité implicite basse et hausse des positions spéculatives sur l'indice VIX

x : axe temporel / y : (gauche : pourcentage sur la volatilité implicite) (droite : pourcentage de positions courtes dans le total de position prise)



Source : Bloomberg

Note : L'indice représenté en aire permet de visualiser la prépondérance des positions « courtes » sur les positions « longues » grâce aux positions sur les futures de l'indice VIX

Cette alternance entre volatilité comprimée et épisodes de correction s'observe aussi sur les indices de volatilité implicite.

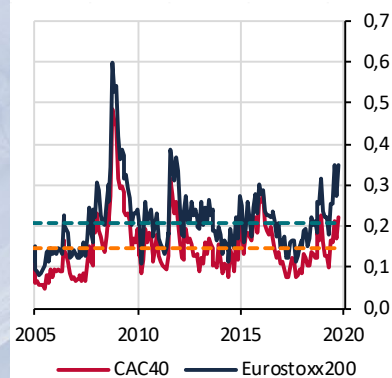
Cette mesure de la volatilité est toutefois affectée par le développement de stratégies (*inverse volatility*) qui parient sur la baisse de la volatilité. Ces stratégies donnent lieu à une augmentation des positions vendeuses des contrats *futures* sur ces indices. Elles amplifient ainsi la baisse de la volatilité (cf. corrélation positive entre la hausse des volumes de vente de ces contrats *futures* et la baisse de l'indice VIX, graphique A20) mais aussi sa brusque remontée puisqu'en cas de hausse soudaine de la volatilité, les positions à la baisse sur les contrats *futures* deviennent perdantes, incitant les investisseurs à les déboucler.

La persistance d'une volatilité assez faible masque la baisse de la liquidité. Dans un environnement où les prix sont particulièrement stables, le besoin de liquidité de marché est en effet réduit. Néanmoins, certains indicateurs montrent une baisse récente de la liquidité de marché qui se rapproche de niveaux observés par le passé en période de stress (graphique A21).

A21

## Indicateur composite de la liquidité boursière

x : axe temporel / y : indice synthétique x : axe temporel / y : pourcentage



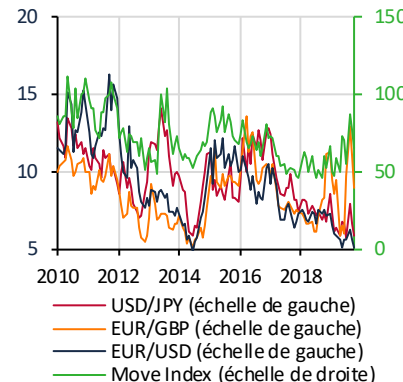
Source : Bloomberg, calculs Banque de France  
 Note : L'indicateur agrège l'information extraite de plusieurs mesures des trois dimensions de la liquidité : étroitesse, profondeur et résilience. Il est normalisé pour afficher une valeur comprise entre 0 et 1. Voir Fong, K. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2017). What are the best liquidity proxies for global research? *Review of Finance*, 21(4), 1355-1401.

Lecture : plus l'indice est élevé, moins le marché est liquide

A22

## Volatilité implicite (à 3 mois) sur les marchés des changes et d'obligations

x : axe temporel / y : pourcentage

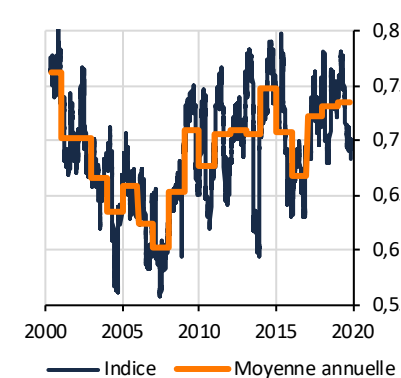


Source : Bloomberg (volatilité change), Indice Move Bank of America Merrill Lynch  
 Note : La volatilité implicite est une mesure de la volatilité future valorisée par le marché. Celles relatives à différents cours de change sont calculées à partir du modèle Black & Scholes. Le Move Index représente la volatilité implicite sur les obligations souveraines des États-Unis.

A23

## Indicateur de risque de contagion entre les actifs financiers

x : axe temporel / y : indice



Source : Bloomberg, Datastream. Calculs Banque de France. Voir Kok et al. (2016), Multi-layered interbank model for assessing systemic risk, ECB working paper No 1944  
 Lecture : plus l'indice est faible plus le risque de contagion est élevé.

Si cette évolution de la liquidité paraît relativement bénigne dans un environnement de marché non stressé, elle pourrait contribuer à amplifier la volatilité en cas de correction marquée des prix d'actifs.

La faible volatilité est aussi facteur d'une prise de risques accrue. Par exemple, la baisse de la volatilité sur la plupart des marchés des changes en 2019 (graphique A22) favorise les stratégies de portage (*carry-trade*) assorties d'une couverture partielle du risque de change. Ces stratégies consistent à emprunter dans une devise à faible rendement (par exemple le yen ou l'euro) pour investir sur une devise offrant un rendement plus élevé (par exemple le dollar). En cas de dégradation marquée des perspectives macro-économiques globales ou de choc financier, la volatilité des taux de change pourrait progresser fortement, entraînant des pertes substantielles pour les acteurs engagés dans ces stratégies de *carry-trade*.

Parallèlement, le risque de contagion des chocs entre les actifs financiers tend à augmenter sur la période la plus récente (graphique A23). Le niveau actuel de cet indicateur reste toutefois encore éloigné de ceux observés lors de la crise financière de 2008.

## Encadré 3 : Tensions sur le marché monétaire américain

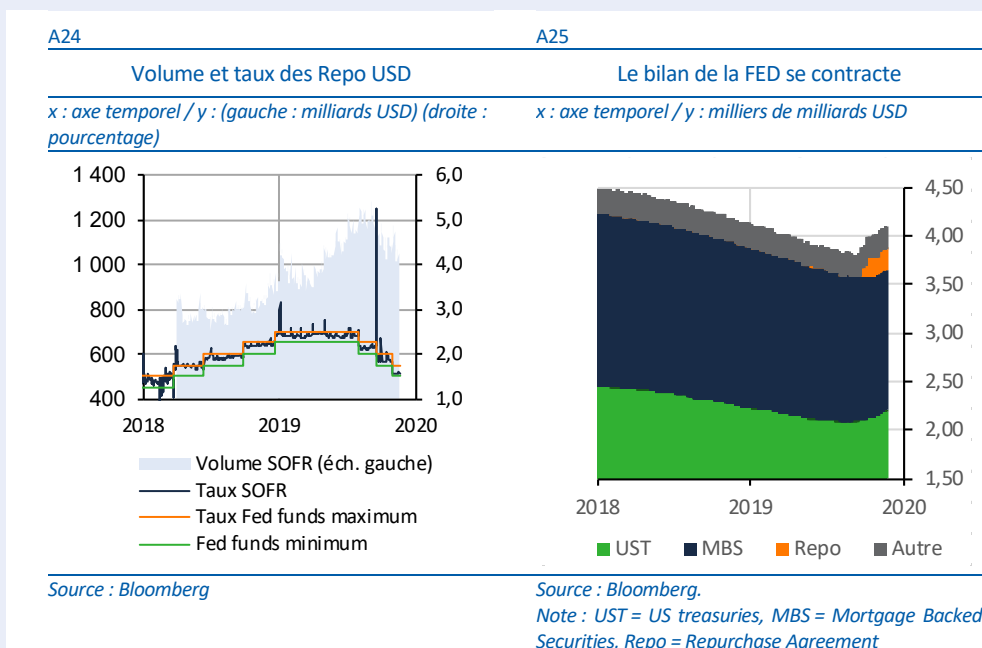
Les 16 et 17 septembre, des tensions inédites ont marqué le marché monétaire américain, avec notamment une poussée jusqu'à 10% du taux des opérations d'emprunts au jour le jour via le *repo US* contre du collatéral vrac et une hausse du taux de référence au jour le jour SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) au-dessus de 5% le 17 septembre (graphique A24). Le taux des *Fed funds* effectif a atteint le 17 septembre un niveau supérieur à la borne haute de la fourchette cible du taux des *Fed funds* (à 2,30% contre 2,25% pour cette dernière), et ce, pour la première fois depuis la mise en place de ce corridor en 2008.



Pour expliquer ces fortes tensions, les participants de marché ont souligné plusieurs facteurs conjoncturels, notamment le règlement le 16 septembre de flux substantiels de paiement d'impôts par les entreprises américaines (*Tax Day*), le financement sur le marché du repo par les *primary dealers* d'un stock particulièrement important d'*US Treasuries* récemment émis et des opérations d'allégement des bilans bancaires typiquement observées à l'approche de chaque fin de trimestre. Ces tensions ont été également imputées au niveau relativement faible atteint par les réserves excédentaires du système bancaire américain (de plus de 2 700 milliards de dollars en septembre 2014, elles sont revenues à moins de 1 400 milliards actuellement), qui serait insuffisant pour prévenir des tensions sur le marché monétaire. Leur baisse résulte de la réduction progressive de l'actif du bilan de la Fed depuis octobre 2017 (graphique A25) et de la croissance continue des autres postes du passif (monnaie en circulation, compte du Trésor américain auprès de la Fed et facilité de reverse repo au jour le jour de la Fed ouverte aux banques centrales et institutions étrangères). Or, parallèlement, les besoins en réserves des banques tendent à augmenter en raison du durcissement de la réglementation prudentielle.

En réponse à ces tensions, la Fed a mis en place dès le 17 septembre des opérations temporaires de repo au jour le jour, qui resteront en place au moins jusqu'en janvier 2020, et des achats de titres courts du Trésor (*T-Bills*) depuis le 15 octobre, à hauteur de 60 milliards de dollars par mois au moins jusqu'au deuxième trimestre 2020. L'encours cumulé quotidien d'injections de liquidité fluctue actuellement autour de 300-350 milliards de dollars. Ces mesures ont jusqu'ici permis de prévenir de nouvelles tensions, mais certains participants de marché considèrent qu'elles pourraient ne pas suffire pour la fin de l'année, notamment du fait de la forte concentration des réserves chez un nombre restreint de grands établissements.

Ces tensions ne se sont pas propagées vers la zone euro où une telle situation semble au demeurant avoir peu de chances de se développer pour plusieurs raisons : le montant des réserves excédentaires du système bancaire de la zone euro est assez stable depuis 2018 autour de 1 700-1 800 milliards d'euros. La reprise des achats nets de titres de l'Eurosystème à compter du 1er novembre contribuera à l'augmenter. De plus, le cadre opérationnel de l'Eurosystème inclut déjà des opérations régulières de refinancement sur appel d'offres et une facilité permanente d'octroi de liquidité *overnight*. Enfin, les facteurs conjoncturels ayant affecté le marché monétaire américain semblent moins susceptibles de jouer dans la zone euro où la variété des profils d'évolution des comptes des Trésors des États membres et la diversité du collatéral souverain limitent le risque de tensions généralisées.



## 2. Risque 1 : Risques liés à l'endettement

Le dynamisme de l'endettement des agents non financiers (entreprises, ménages, administrations publiques) est nourri par la situation actuelle de taux d'intérêt bas. Cependant, la montée de l'endettement peut aussi induire, malgré un service de la dette contenue, une fragilisation des emprunteurs et le niveau élevé et croissant de l'endettement pose la question de sa soutenabilité.

### LES TAUX D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES FRANÇAIS CONTINUENT DE CROÎTRE À UN RYTHME SOUTENU

L'endettement du secteur privé atteint en France 3 197 milliards d'euros, soit 133,9% du PIB au deuxième trimestre 2019 (graphique B1). Depuis 5 ans il a augmenté de 15 points de PIB (pp) en France, alors qu'il a stagné en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, voire diminué en Italie et en Espagne (-11 pp et -36 pp respectivement). L'endettement privé français s'établit ainsi 14,2 pp au-dessus de la moyenne de la zone euro. Cette augmentation résulte d'une hausse de l'endettement tant des entreprises que des ménages dans le contexte général de taux bas persistant.

### Une progression de l'endettement et du service de la dette des entreprises

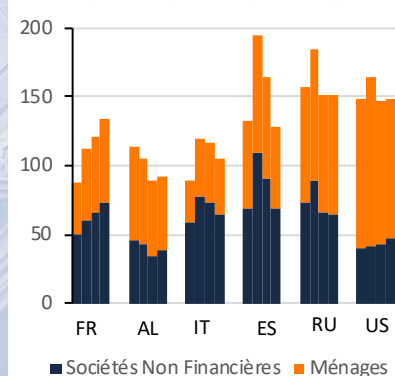
L'endettement des sociétés non financières (SNF) en France a atteint 1 755 milliards d'euros soit 73,5% du PIB au deuxième trimestre 2019. Cette croissance de la dette concerne toutes les catégories d'entreprise (graphique B2), et se retrouve aussi bien dans les crédits bancaires que dans les émissions d'obligation.

Sur la période récente, la hausse de l'endettement agrégée des SNF reflète une accumulation de liquidités et une augmentation des investissements à l'étranger, accompagnées d'une hausse du ratio actifs non financiers sur PIB (graphique B3 et annexe 2). Dans un contexte de nouvelle baisse des taux de financement, qui s'établissent en moyenne à 1,03% en septembre 2019<sup>6</sup>, cette augmentation devrait se poursuivre.

B1

#### Dette des ménages et sociétés non financières 2004-2009-2014-2019

x : pays et années sélectionnés / y : pourcentage du PIB



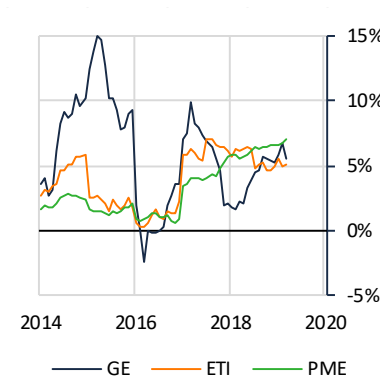
Source : Banque de France.

Note : Les quatre barres correspondent aux années 2004, 2009, 2014 et 2019 pour chaque pays : FR pour France, AL pour Allemagne, IT pour Italie, ES pour Espagne, RU pour Royaume Uni, US pour États Unis

B2

#### Croissance annuelle de la dette des sociétés non financières (SNF)

x : axe temporel / y : pourcentage en glissement annuel



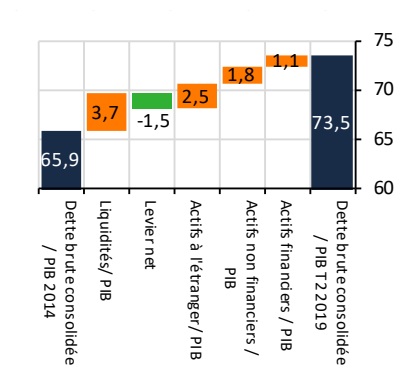
Source : Banque de France

Note : GE signifie Grandes Entreprises, ETI signifie Établissements de Taille Intermédiaires, et PME signifie Petites et Moyennes Entreprises

B3

#### Décomposition de l'évolution du ratio dette SNF / PIB entre 2014 et 2019 T2

x : décomposition par facteur / y : pourcentage du PIB



Source : Comptes Financiers trimestriels, calculs Banque de France.

<sup>6</sup> <https://www.banque-france.fr/statistiques/credit/endettement-et-titres/financement-des-snf>

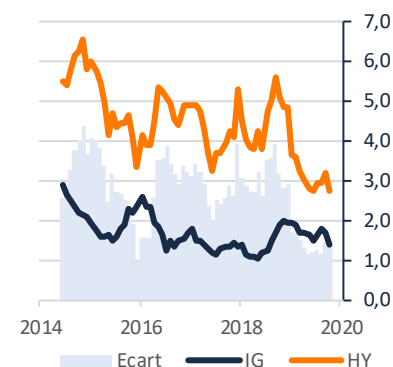
Parallèlement, l'écart de taux de marché entre les émissions les mieux notées (obligations *investment grade*) et les émissions *high yield* (c'est-à-dire les plus risquées) est en baisse, ce qui pourrait s'interpréter comme une moindre vigilance des investisseurs envers le risque de crédit des SNF<sup>7</sup> (graphique B4). Cette baisse est néanmoins en phase avec l'enquête de la BCE sur les conditions d'octroi de crédit, qui révèle que celles-ci se sont plutôt assouplies pour les entreprises françaises ces dernières années<sup>8</sup>. Au dernier trimestre, on observe toutefois un léger durcissement dans la plupart des pays européens, notamment en Italie et en France.

Malgré la baisse des taux, la charge de la dette des SNF (frais financiers et amortissements) au regard des revenus est reparti à la hausse depuis début 2016<sup>9</sup>. Cette hausse est surtout attribuable à un ralentissement des revenus (baisse de leur productivité).

B4

Taux obligataires des entreprises françaises

x : axe temporel / y : pourcentage



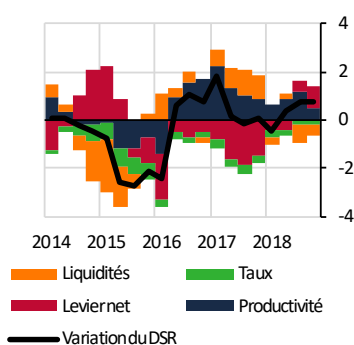
Source : Dealogic

Note : IG signifie Investment Grade, HY signifie High Yield

B5

Variation annuelle de la charge de la dette des entreprises françaises

x : axe temporel / y : pourcentage



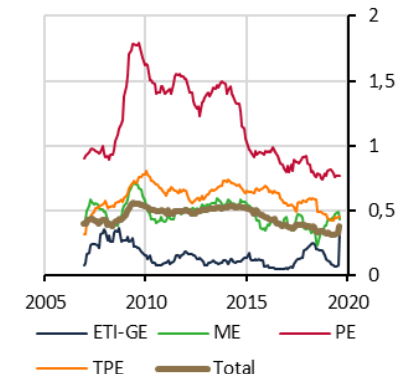
Source : Banque de France.

Note : DSR signifie Debt Service Ratio

B6

Poids économique des entreprises défaillantes en pourcentage du total des encours de crédit

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France.

Note : ETI pour établissements de taille intermédiaire, GE pour grandes entreprises, ME pour moyennes entreprises, PE pour petites entreprises, TPE pour très petites entreprises.

Pour le moment, la hausse de la charge du service de la dette observée ces dernières années ne se traduit pas par une hausse de la sinistralité des entreprises. Cette dernière est orientée à la baisse depuis cinq ans en termes de nombre de défaillances comme de part d'encours défaillants dans les encours de crédit totaux (hormis un pic en août 2019 pour les ETI-GE<sup>10</sup> lié à la mise en redressement judiciaire d'une société importante – graphique B6). Cette baisse du taux de défaillances se retrouve dans l'amélioration du taux de créances non performantes au bilan des banques. Ce ratio diminue de 54 points de base sur un an, pour s'établir à 4,1% contre 5,5% pour les banques des principaux pays européens<sup>11</sup>.

<sup>7</sup> Coupons des émissions obligataires de SNF recensées depuis 2014 et jusqu'à octobre 2019, à taux fixes, en excluant les émissions perpétuelles

<sup>8</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.blssurvey2019q2~8ef4f872f0.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2019q2~8ef4f872f0.en.html)

<sup>9</sup> Le recours croissant des grands groupes français à l'endettement : une stratégie de financement qui montre ses limites, H. Charasson-Jasson, Bulletin Banque de France 226/4, novembre 2019, <https://publications.banque-france.fr/le-recours-croissant-des-grands-groupes-francais-lendettement-une-strategie-de-financement-qui>

<sup>10</sup> <https://www.banque-france.fr/statistiques/chiffres-cles-france-et-etranger/defaillances-dentreprises>

<sup>11</sup> Sources FINREP à partir des indicateurs trimestriels de l'EBA.

## Le maintien d'une population d'emprunteurs à risque

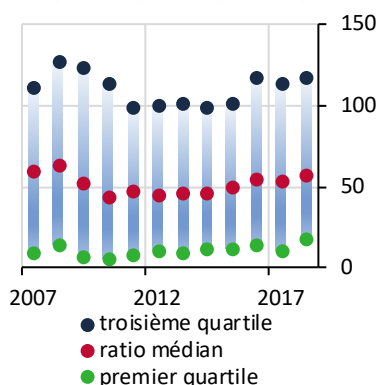
Malgré cette stabilité macroéconomique (levier net agrégé stable, charge du service de la dette en légère hausse depuis 2016, et défaillances en baisse), les situations individuelles sont très hétérogènes.

L'augmentation de l'encours de dette totale s'est surtout traduite par une hausse de l'encours de dette détenu par des entreprises dont la charge d'intérêt est proportionnellement faible au regard de leurs revenus (part des entreprises avec un *Interest Coverage Ratio*, ICR<sup>12</sup>, supérieur à 4, dans le graphique B8). Parmi les grandes entreprises (GE) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI), l'encours de dette portée par des entreprises dont le paiement des intérêts dépasse leur revenu courant (ICR inférieur à 1) reste faible et s'élève à 25 milliards d'euros. Celles dont plus du tiers du revenu est absorbé par le paiement des intérêts (ICR inférieur à 3) représentent 258 milliards d'euros.

B7

Distribution des leviers nets des grands groupes français

x : axe temporel / y : pourcentage

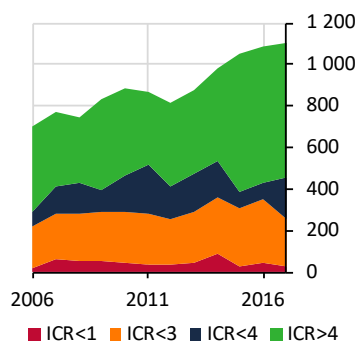


Source : FIBEN-Groupe consolidés 2018.

B8

Dette brute des ETI et GE par niveau d'ICR

x : axe temporel / y : milliards d'euros



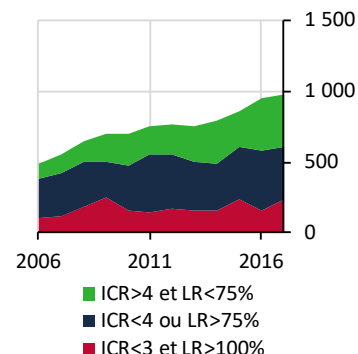
Source : FIBEN Groupe.

Note : ICR = interest coverage ratio ou taux de couverture des frais financiers.

B9

Dette à risque – au sens du HCSF (ICR<3 et LR>100% - parmi les ETI et les GE

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : FIBEN Groupe.

Note : ICR = interest coverage ratio ou taux de couverture des frais financiers ; LR= leverage ratio ou ratio de levier.

La part des encours de dettes à risque des SNF (suivant la définition adoptée par le HCSF en 2018<sup>13</sup>) dans l'endettement total des grandes entreprises et des ETI est néanmoins restée stable à 15% en 2018<sup>14</sup>.

Cette apparente stabilité résulte en particulier de la baisse de la fraction de grandes entreprises avec un taux de couverture des intérêts inférieur à 3 malgré la dégradation des leviers nets (graphique B9). Ainsi, l'endettement consolidé net des liquidités porté par ces entreprises très endettées s'élèverait à 147 milliards d'euros<sup>15</sup>.

<sup>12</sup> L'ICR (*Interest Coverage Ratio*) ou ratio de couverture des frais financiers est défini comme le rapport entre, d'une part, le bénéfice avant intérêts et impôts (EBIT, *Earnings Before Interest and Taxes*), et d'autre part, les intérêts et charges assimilées.

<sup>13</sup> Une entreprise est considérée comme très endettée si simultanément (1) son taux de couverture des intérêts est inférieur à trois et (2) un ratio de dette nette des liquidités sur fonds propres supérieur à cent. Voir la notice explicative du HCSF de la mesure dite « grands risques » mise en œuvre en mai 2018, à l'occasion de laquelle ces critères ont été définis : [https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/hcsf/HCSF\\_180511\\_-\\_Notice\\_Mesure\\_Grands\\_Risques.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF_180511_-_Notice_Mesure_Grands_Risques.pdf)

<sup>14</sup> Dans sa note de conjoncture de décembre 2017, l'INSEE montre que le taux d'endettement net des liquidités des 10% des sociétés les plus endettées a fortement augmenté en 2015 parmi les sociétés pour lesquelles l'endettement a augmenté. Voir l'article de Marie-Baïanne Khder et Clément Rousset, « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? » : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3292331?sommaire=3292415>

<sup>15</sup> L'échantillon comporte 240 grandes entreprises dont 37 sont très endettées (15%).



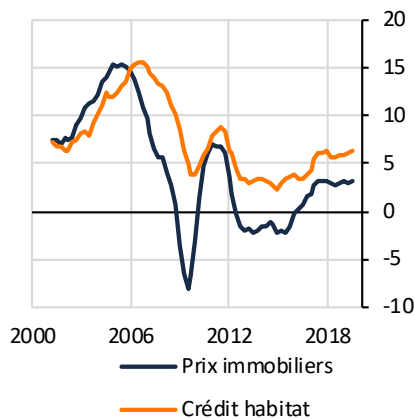
Enfin, le segment de la finance à effet de levier (*leverage finance*)<sup>16</sup> continue de constituer un point d'attention<sup>17</sup>, en raison de l'augmentation continue des encours et de la hausse des taux de défaut au troisième trimestre<sup>18</sup>.

La vigilance est donc de rigueur alors que les entreprises les plus endettées sont particulièrement vulnérables à une dégradation rapide de l'environnement macroéconomique et/ou à une hausse importante des coûts de financement : 38% de l'encours de dette des SNF est à taux variables ou assimilé variable<sup>19</sup>. Cette proportion tend à augmenter depuis fin 2018 (la part des crédits à taux variable dans la production augmente, de 34% début 2017 à 45% au troisième trimestre 2019). Une part de ce risque de taux peut néanmoins avoir été couverte via des produits dérivés, notamment pour les plus grandes entreprises.

### Une dynamique de l'endettement des ménages portée par le marché immobilier...

B10

Taux de croissance des prix immobiliers et du crédit à l'habitat  
x : axe temporel / y : taux de croissance annuel en %



Source : Banque de France.

L'endettement des ménages<sup>20</sup> représente 1 441 milliards d'euro soit 60,4% du PIB au deuxième trimestre 2019, légèrement au-dessus de la moyenne de la zone euro (57,8%). Cette nouvelle hausse est notamment due au dynamisme du crédit à l'habitat, dont l'encours progresse à un rythme annuel d'au moins 6% environ depuis le début de 2017 (graphique B10). La part de l'immobilier dans les crédits aux particuliers français s'est établie à 83% en octobre 2019, correspondant à un encours de 1 066 milliards d'euros. L'encours de crédit à la consommation des particuliers conserve également une croissance annuelle dynamique (+5,6% en octobre 2019) et atteint 188 milliards d'euros.

La hausse des encours de crédits à l'habitat et donc de l'endettement des ménages résulte de deux dynamiques. D'une part, le nombre de transactions sur le marché de l'immobilier continue de battre les records avec plus d'un million de transactions en cumul annuel à mi-2019. Cela entraîne une hausse de la fraction de ménages détenant des crédits immobiliers, après une longue baisse liée à l'amortissement progressif des crédits octroyés pendant l'expansion des années 2000<sup>21</sup>. D'autre part, la proportion des crédits dédiés au financement d'un investissement

<sup>16</sup> Ce segment recouvre trois activités : (i) l'octroi de prêts à des entreprises endettées ; (ii) l'émission et la détention d'obligations à haut rendement ; (iii) la structuration et la détention de titrisations adossées à des crédits d'entreprises endettées. Le périmètre de la *leverage finance* comprend les entreprises vérifiant l'une des 2 conditions suivantes : (1) les entreprises ayant un ratio dette brute / EBITDA supérieur à 4 ; (2) les entreprises acquises par une société de capital-risque dans le cadre d'un LBO, à l'exception des prêts aux PME (sauf si le cas (2) est vérifié), des prêts spécialisés, et des prêts à des entreprises notées *investment grade*. Ces seuils d'endettement diffèrent des seuils utilisés par le HCSF, et correspondent à une définition formalisée par la BCE dans une guidance de Mai 2017 : [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged\\_transactions\\_guidance\\_201705.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705.en.pdf).

<sup>17</sup> Le précédent rapport sur l'évaluation des risques du système financier français de juin 2019 : <https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais>

<sup>18</sup> Moody's Global Default Trend – September 2019

<sup>19</sup> Les crédits et titres à maturité résiduelle inférieure à un an, ainsi que les crédits et titres à taux variable sont considérés comme de la dette à taux variables.

<sup>20</sup> La dette des ménages comprend ici également la dette des entrepreneurs individuels (S14A en comptabilité nationale), et la dette des Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages (S15).

<sup>21</sup> Selon la fédération bancaire française (FBF), la proportion des ménages détenant des crédits immobiliers est passée de 52,6% en 2008 à 46,4% en 2016. En 2017 et 2018, elle a de nouveau augmenté, à 47,8%.

locatif (neuf comme ancien) tend à augmenter depuis quelques mois dans la production de crédit immobilier. Cette tendance intervient dans un contexte général de recherche de rendement de la part des ménages, qui exploitent de manière plus agressive leur capacité à s'endetter pour des acquisitions immobilières (recours à un effet de levier) alors que les taux d'intérêt sont très bas.

Ce dynamisme va de pair avec une progression des prix soutenue depuis début 2017, un peu supérieure à +3%, mais aussi un relâchement des conditions d'octroi documenté par le HCSF dans son rapport d'octobre 2019<sup>22</sup>, avec une baisse des apports personnels (les ratios prêt/valeur à l'octroi<sup>23</sup> atteignent 88,9% mi-2019) et une dégradation continue des taux d'effort (26% des encours de nouveaux crédits sont octroyés au-delà de 35%<sup>24</sup>).

La hausse de l'endettement des ménages a entraîné une augmentation de leur levier, calculé comme le ratio de leur dette sur leur patrimoine total, pour tous les niveaux de patrimoine sur la période 2014-2017<sup>25</sup> (graphique B11).

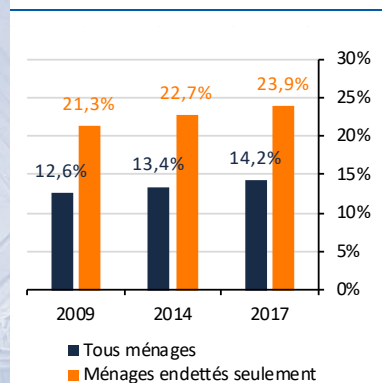
### ... et entretenue par un relâchement progressif des conditions d'octroi

L'évolution de l'endettement n'est pas indépendante du contexte persistant de taux d'intérêt bas (avec un taux moyen de 1,31% pour le crédit à l'habitat et de 3,83% pour le crédit à la consommation en août 2019). En dépit de cette baisse, le taux d'effort moyen à l'octroi est en hausse pour la quatrième année consécutive pour atteindre 30,4% en juillet 2019 (+0,3 point de pourcentage par rapport à un an auparavant) avec une part croissante de nouveaux crédits présentant un taux d'effort supérieur à 35% (graphique B12).

B11

Taux d'endettement des ménages selon leur niveau de patrimoine

x : axe temporel / y : pourcentage

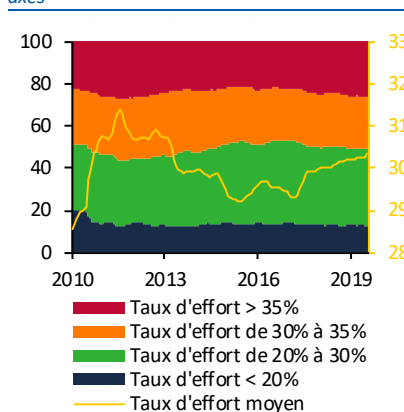


Source : Enquêtes patrimoine

B12

Taux d'effort des ménages à l'octroi de crédit immobilier

x : axe temporel / y : pourcentages sur les 2 axes

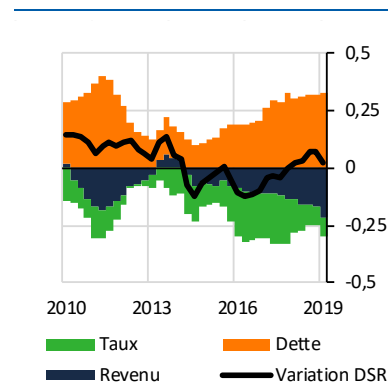


Source : ACPR, enquête annuelle sur le financement de l'habitat et suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat.

B13

Variation annuelle du service de la dette (en points de revenu disponible brut augmenté\* des ménages)

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Calculs Banque de France, méthodologie BRI

\* Le service de la dette correspond aux paiements des intérêts et aux remboursements de capital de la dette

<sup>22</sup> HCSF, « Diagnostic des risques dans le secteur de l'immobilier résidentiel », octobre 2019

<sup>23</sup> La LTV (ou *loan to value*) à l'octroi, qui correspond au ratio entre le montant du prêt principal et la valeur d'achat du bien.

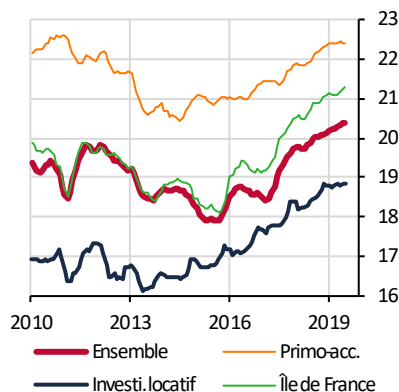
<sup>24</sup> Source : suivi mensuel de l'ACPR sur le crédit à l'habitat – Septembre 2019

<sup>25</sup> Dans cette analyse, le patrimoine des ménages comprend leur patrimoine financier, leur patrimoine immobilier, auquel on ajoute la valeur en cours de vie de leur éventuel prêt à la consommation.

B14

### Maturité à l'octroi

x : axe temporel / y : années



Source : Banque de France.

La hausse des taux d'effort se combine avec un allongement des maturités des nouveaux crédits (notamment au-delà de 25 ans pour les primo-accédants). Cet allongement est facilité par la faible pente de la courbe des taux d'intérêt.

Par ailleurs, l'affaiblissement des taux d'intérêt observé depuis l'été dernier incite les emprunteurs à renégocier les termes de leurs contrats : 25% de la nouvelle production en août sont constitués de crédits à l'habitat résultant de renégociations. Cette évolution pourrait peser davantage encore sur la rentabilité du secteur bancaire.

Dans un premier temps, la baisse des taux et l'allongement des maturités ont compensé l'impact de la progression de l'endettement sur le ratio du service de la dette (charges d'intérêts et amortissement compris) rapporté au revenu entre 2014 et 2017. Puis, ce dernier est reparti à la hausse et ce mouvement devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres.

Le marché français du financement de l'habitat continue de bénéficier d'une faible sinistralité avec un taux d'encours en défaut de 1,29 % au 31 décembre 2018, en baisse de 2,4 points de base par rapport à 2017. Il serait peu sensible à une remontée des taux d'intérêt dans la mesure où les crédits à l'habitat octroyés par les banques françaises sont presque exclusivement à taux fixe (98,9 % de la production en 2018). Par ailleurs, la quasi-totalité de ces crédits (96,9 %) bénéficie d'une protection contre le défaut de l'emprunteur (caution, hypothèque ou garantie).

Cependant, la dérive des conditions d'octroi pourrait structurellement affecter la sinistralité dont le faible niveau actuel reflète la phase de croissance observée depuis 2016 en France. Cette détérioration des taux d'effort à l'octroi doit faire l'objet d'une vigilance renforcée car en cas de ralentissement économique, les ménages les plus exposés sont susceptibles d'ajuster leur consommation à la baisse afin d'honorer leurs crédits, ce qui pèserait sur la croissance économique. En outre, même si les banques sont protégées par la prédominance des prêts à recours complet<sup>26</sup>, la hausse des taux d'endettement à l'octroi constitue un facteur de risque supplémentaire en cas de hausse de la sinistralité.

<sup>26</sup> Les prêts immobiliers français sont à recours complet, ce qui signifie qu'en cas de défaut la banque peut saisir l'ensemble des biens de l'emprunteur. À l'inverse, aux États-Unis le recours est limité au bien immobilier. Ce cadre peut inciter les emprunteurs au défaut stratégique, si la valeur du bien devient inférieure à la valeur du prêt à rembourser.

## LA COMBINAISON D'UNE DETTE PRIVÉE DYNAMIQUE ET D'UNE DETTE PUBLIQUE ÉLEVÉE RÉDUIT LA CAPACITÉ DE RÉSILIENCE DU SYSTÈME FINANCIER EN CAS DE CHOC

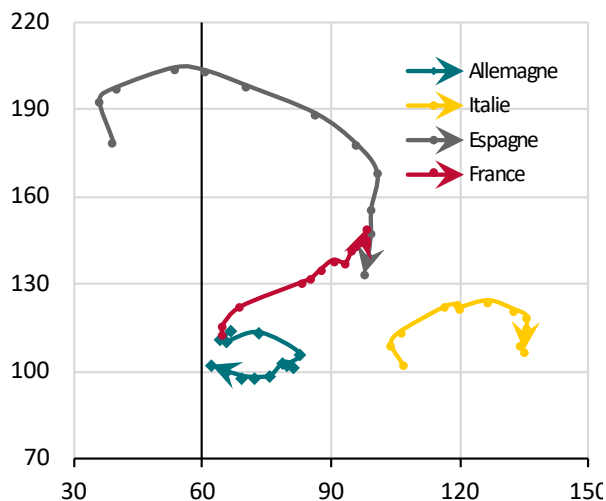
La dette des administrations publiques en France se maintient à un niveau élevé : elle représentait 99,6% du PIB au deuxième trimestre 2019, contre 99,0% du PIB au deuxième trimestre 2018 (et 100,8% au deuxième trimestre 2017).

La coexistence d'une dette privée importante et dynamique ainsi que d'une dette publique atteignant près de 100% du PIB affecte la résilience en cas de choc macroéconomique ou financier<sup>27</sup> : compte tenu de ce niveau élevé de dette publique, la politique budgétaire apparaît moins à même d'amortir les effets récessionnistes d'un désendettement des entreprises ou des ménages (comme ce fut par exemple le cas en Espagne au cours de la crise ; graphique B15).

B15

### Trajectoires comparées de dettes publiques et privées entre 2006 et 2018

x : niveau de la dette publique en pourcentage du PIB  
y : niveau de la dette privée en pourcentage du PIB



Source : Eurostat .

Note : Chaque point correspond à une année entre 2006 et 2018. La flèche indique le point 2018. La barre verticale représente l'engagement pris au niveau européen (60% du PIB) .

<sup>27</sup> Voir également le diagnostic de la BCE : Financial Stability Review p14 <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/index.en.html>



### 3. Risque 1 bis : Risques de taux d'intérêt pour l'intermédiation financière

L'expansion de l'environnement de taux d'intérêt très bas voire négatifs met sous pression les banques et les organismes d'assurance. L'écart – qui sous-tend la rentabilité de l'activité d'intermédiation des banques – entre le coût de leur passif et les taux des crédits qu'elles octroient est contraint et se réduit. Parallèlement, la baisse des taux d'intérêt a un double effet sur les organismes d'assurance qui voient le rendement de leurs actifs s'éroder progressivement alors que le passif correspondant à leurs engagements longs (assurance-vie notamment) est réévalué à la hausse.

#### LA PROFITABILITÉ DES BANQUES STAGNE

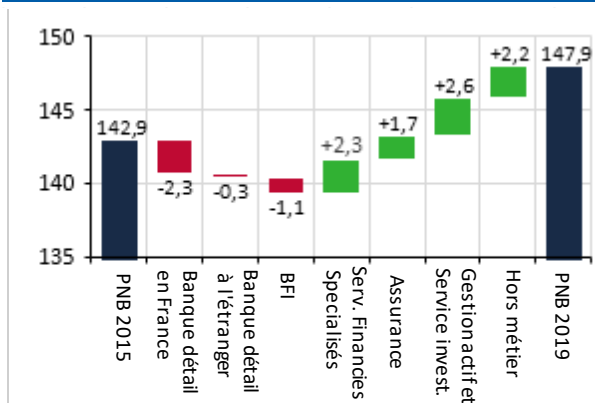
#### Une érosion des revenus observée sur la banque de détail et sur la banque de financement et d'investissement

Le produit net bancaire (PNB) des principales banques françaises<sup>28</sup> a progressé depuis 2015. Il s'est stabilisé depuis 2 ans et atteindrait 147,9 milliards d'euros en 2019<sup>29</sup>. Cette évolution reflète toutefois des situations contrastées entre les lignes métiers. La contribution des activités de banques de détail en France baisse de 2,3 milliards d'euros à laquelle s'ajoute également la baisse de 0,3 milliards d'euros pour la banque de détail à l'étranger. Le poids de ces métiers dans les revenus passe de 58,9% à 55,1%. En complément, la contribution des activités de banque de financement et d'investissement (BFI) diminue également de 1,1 milliards d'euros tandis que leur poids relatif perd 1,3 point de pourcentage, à 17,6%. Ces faibles performances sont intégralement compensées par les autres métiers comme les services financiers spécialisés (+2,3 milliards d'euros), les activités d'assurance (+1,7 milliards d'euros) et de gestion d'actifs (+2,6 milliards d'euros).

C1

Contributions des métiers à l'évolution du PNB des banques françaises entre 2015 et 2019 (vision annualisée)

x : catégorie des métiers / y : milliard d'euros



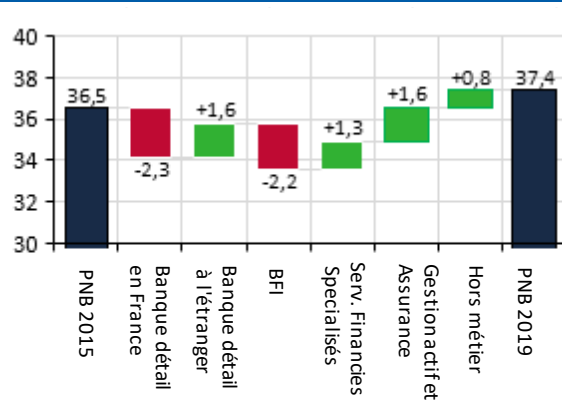
Source : ACPR

Note : Vision annualisée, afin de prendre en compte le premier semestre 2019 et les effets de saisonnalité, par convention, le PNB en année N est constitué du PNB du second semestre de l'année N-1 et du premier semestre de l'année N.

C2

Contributions métiers à la variation du Résultat avant impôts entre 2015 et 2019

x : catégorie des métiers / y : milliard d'euros



Source : ACPR.

<sup>28</sup> BNPP, BPCE, GCA, GCM, LBP, SG

<sup>29</sup> Vision annualisée, afin de prendre en compte le premier semestre 2019 et les effets de saisonnalité, par convention, le PNB en année N est constitué du PNB du second semestre de l'année N-1 et du premier semestre de l'année N.

## Des évolutions des frais de gestion qui conditionnent les contributions des lignes métiers au résultat

Depuis 2015, le résultat avant impôt (RAI) annualisé des grands groupes bancaires français a progressé de manière continue jusqu'à fin juin 2018, passant de 36,5 milliards d'euros à 39,3 milliards d'euros (+7,6%). En revanche, la dernière année écoulée il s'est établi à 37,4 milliards d'euros, en nette baisse suite, notamment, aux contreperformances des activités de banques de financement et d'investissement.

En ce qui concerne les activités de banques de détail en France et à l'étranger, les frais de gestion progressent à un rythme proche de +5%. La forte baisse du coût du risque hors France permet toutefois de limiter l'érosion de la contribution de ces activités au résultat avant impôts à -0,7 milliards d'euros sur les cinq ans écoulés.

Pour sa part, la BFI enregistre une hausse significative des frais de gestion (près de 17%), qui amplifie l'impact de la baisse du PNB, sa contribution au RAI s'établissant à -2,2 milliards d'euros. Enfin, la hausse de l'activité dans les autres métiers s'est également traduite par une hausse des frais de gestion qui explique leur contribution respective au RAI : +1,3 milliards d'euros pour les financements spécialisés et +1,6 milliards d'euros pour les activités de gestion d'actifs, de banque privée et d'assurances.

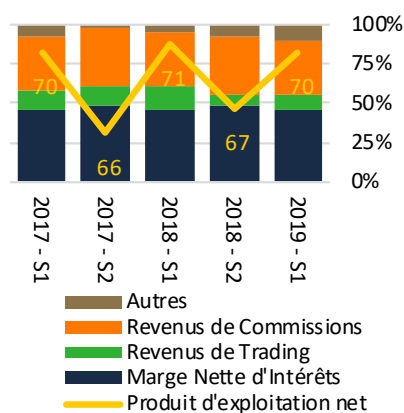
## La ventilation du produit d'exploitation est globalement stable, la marge nette d'intérêt reste prépondérante

Depuis 2015, les 6 grands groupes bancaires français dégagent un produit d'exploitation net annuel<sup>30</sup> sur le périmètre prudentiel en baisse de 2% qui s'est stabilisé sur les deux dernières échéances autour de 137 milliards d'euros. La ventilation de ces résultats démontre tout d'abord le poids important et la stabilité des revenus nets d'intérêt (entre 46% et 47%) et la légère progression des revenus de commissions (de 33% à 36%). En revanche, la part des revenus de *trading* enregistre son plus bas niveau (8%) en 2019, lié aux pertes subies au second semestre 2018.

C3

Produit d'exploitation des six grands groupes bancaires français et distribution des sources

x : semestre / y : pourcentage et produit d'exploitation net en milliard d'euro



Source : ACPR

## La baisse du coût du risque n'amortit plus la diminution de la marge d'intermédiation

Depuis 2015, le coût du risque rapporté aux actifs générant des intérêts n'a cessé de diminuer. Alors que l'effet des taux bas sur cette période a entraîné une baisse de la marge d'intermédiation<sup>31</sup> passant de 1,35% à 1,15%, la diminution du coût du risque a compensé la baisse de la marge d'intermédiation jusqu'en 2018. Ainsi, la marge d'intermédiation ajustée du coût du risque est demeurée quasiment stable passant de 1,08% en 2015 à 1,06% en 2018. En revanche, au 1<sup>er</sup> semestre 2019, alors que l'érosion de la marge d'intermédiation s'est poursuivie, le coût du risque est resté stable, amenant donc une baisse supplémentaire de 6 points de base de la marge ajustée depuis 2018 (graphique C4). L'évolution du coût du risque sur les trimestres

<sup>30</sup> Vision annualisée, afin de prendre en compte le premier semestre 2019 et les effets de saisonnalité ; par convention, le PNB en année N est constitué du PNB du second semestre de l'année N-1 et du premier semestre de l'année N.

<sup>31</sup> La marge d'intermédiation est calculée en rapportant les résultats nets d'intérêts aux actifs générant des intérêts.

à venir sera donc importante : une hausse pourrait dégrader la marge d'intermédiation ajustée et dégrader la rentabilité des banques.

### De manière prospective, l'activité de transformation des banques françaises pâtirait de l'environnement de taux d'intérêt durablement bas

Le niveau particulièrement bas des taux et l'aplatissement généralisé de la courbe pèsent sur l'activité de transformation des banques et ravivent les préoccupations autour de leur rentabilité.

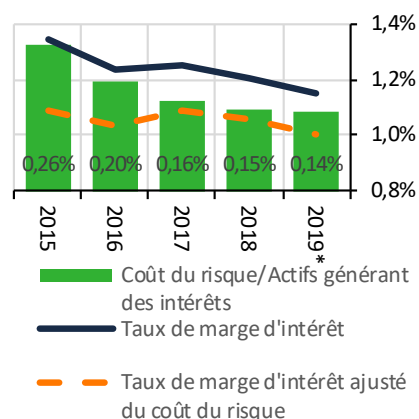
Dans un contexte de taux proches de zéro, la capacité de répercussion des évolutions de la courbe de taux entre les coûts du passif et les revenus de l'actif des banques est asymétrique : les conditions de production des nouveaux crédits s'adaptent (taux plus faibles) et produisent donc des revenus moindres, tandis que l'évolution du coût de la ressource est plus rigide notamment en raison de l'épargne réglementée et des dépôts à vue, alors que les taux négatifs ne sont pas répercutés aux clients.

L'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt impacte directement une composante majeure de leurs revenus, à savoir la marge nette d'intérêts (MNI), qui reflète l'activité de transformation des banques entre, schématiquement, un financement (passif bancaire) à court / moyen terme qui permet de prêter (actif bancaire) à moyen / long terme. Les taux de la production nouvelle de crédit restant inférieurs au taux moyen de l'encours – l'écart atteignait 51 points de base en décembre 2018, le renouvellement du stock de crédits devrait continuer à abaisser le taux d'intérêt moyen de l'encours encore quelque temps, pesant ainsi à la baisse sur les revenus nets d'intérêt des banques.

C4

#### Marge d'intérêt versus marge d'intermédiation

x : années / y : pourcentage (coût du risque/actifs générant des intérêts indiqué en pourcentage)



Source : ACPR

Note : (\*) l'année 2019 est calculé à partir des données du 1<sup>er</sup> semestre

Ainsi, un maintien des taux d'intérêt à leurs niveaux actuels jusqu'à fin 2021 conduirait à<sup>32</sup> :

- une baisse du coût du passif, qui ne compenserait que partiellement la baisse des intérêts perçus, entraînant donc une baisse de la MNI ;
- un produit net bancaire, qui suivrait logiquement la même évolution que la MNI, tandis que, sous réserve de stabilité des charges, le coefficient d'exploitation se dégraderait ;
- *in fine*, un résultat brut d'exploitation qui baisserait.

<sup>32</sup> Projections des bilans prudentiels des six grands groupes bancaires français sous des hypothèses notamment de bilan statique (non prise en compte de la production future de crédits ni d'une potentielle reprise des rachats / renégociations) et de stabilité des revenus d'exploitation hors Marge Nette d'Intérêt (MNI).



En supposant un coût du risque et un taux de distribution constants, les banques continueraient néanmoins à dégager un résultat suffisant pour maintenir leurs ratios de solvabilité. En revanche, leur rentabilité mesurée en *Return on Equity* (RoE) serait inévitablement impactée à la baisse.

Cette dynamique pourrait, de plus, être aggravée par une nouvelle vague de renégociations / rachats de crédits. En effet, si l'on se rapporte à la dernière phase de baisse des taux de fin 2016, la part de progression nouvelle de crédits à l'habitat pour motif de rachats / renégociation avait alors grimpé jusqu'à plus de 60% de la production nouvelle de crédits.

Après une relative stabilisation en 2018 et début 2019, ce phénomène pourrait à nouveau prévaloir à la faveur de la récente baisse des taux des crédits à l'habitat (1,30% en août, -20 points de base depuis mars). Cela entraînerait *de facto* un manque à gagner significatif en termes de produits d'intérêts même si ces pertes seraient initialement compensées par un surcroît de commissions.

Depuis 2014, plus de 430 milliards d'euro de crédits ont été renégociés par les établissements soit plus de 40% de l'encours actuel. Sur les 15 millions de crédits à l'habitat non échus actuellement en portefeuille, environ un crédit sur quatre a fait l'objet de renégociation, dont 4% (600 000 dossiers) l'auraient été plusieurs fois (les autres n'auraient jamais été renégociés, en raison d'un gain trop faible).

Par son ampleur potentielle, une vague de renégociations des crédits à l'habitat peut sensiblement modifier la structure de taux du portefeuille à l'actif des banques, comme cela a déjà été observé dans un passé récent.

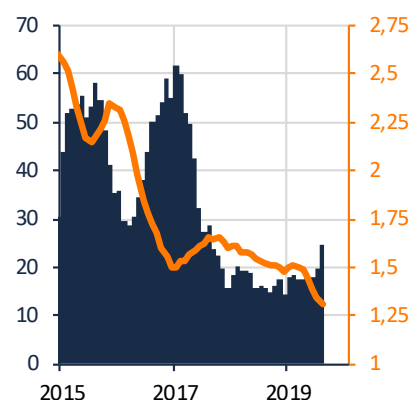
En complément de l'impact d'une nouvelle vague de renégociation, d'autres aléas à la baisse sur la rentabilité des banques sont identifiés :

- dans un contexte de forte pression concurrentielle sur les prix des services, suite notamment à un renforcement de la concurrence sur certains segments auparavant épargnés (paiements, dépôts, etc.), le maintien des revenus d'exploitation provenant des frais et commissions n'est pas garanti ;
- l'hypothèse de stabilité des revenus d'activités de marché est forte. En effet, sur ce segment d'activités, la plupart des banques françaises avaient enregistré des déconvenues en 2018, les forçant à revoir leurs stratégies notamment en rationalisant leur périmètre d'intervention ;
- la contribution des activités d'assurance au résultat des groupes pourrait être elle aussi affectée par l'environnement de taux d'intérêt durablement bas ;
- au regard de l'environnement macroéconomique international, la stabilité du coût du risque n'est pas assurée sur les prochains trimestres.

C5

Taux moyen des prêts immobiliers et montant des renégociations

x : axe temporel / y : (gauche : milliard d'euro) (droite : pourcentage)



Source : Banque de France



## Les décisions de politique monétaire dans la zone euro introduisent un mécanisme de réduction de la charge d'intérêt à verser par les banques

En septembre dernier, le conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de -0,4% à -0,5% et d'introduire un système de rémunération des réserves à deux paliers (ou *tiering*) pour exonérer du taux négatif de facilité de dépôt une partie des liquidités excédentaires déposées en fonction d'un facteur multiplicatif (6) des réserves obligatoires.

Si elle constitue une nouveauté en zone euro, cette seconde mesure avait été introduite au Japon et en Suisse dès la mise en place d'un taux de facilité de dépôt négatif. Son objectif est de soutenir la transmission de la politique monétaire via le canal bancaire tout en limitant pour les banques le coût des liquidités excédentaires. Si les banques françaises conservaient des encours de liquidité excédentaire identique aux niveaux actuels, son introduction conduit à alléger la charge financière liée aux taux négatifs sur les dépôts auprès de la Banque de France.

## Des options limitées pour compenser l'impact de la baisse des taux d'intérêt

L'importance antérieure des commissions dans le mix revenu des banques françaises, le rôle du refinancement de marché dans leur structure de passif et la baisse du coût du risque ont permis jusqu'à présent aux banques françaises de limiter l'impact de la baisse des taux d'intérêt sur leur résultat. Le dynamisme du volume des crédits en France y a aussi contribué dans la mesure où il n'a pas alimenté une baisse de la marge nette d'intérêt (cette stratégie implique un regain de concurrence qui accentue la pression sur les marges - elle amène par ailleurs à s'interroger sur la soutenabilité de l'endettement des agents non financiers français). Au total, si la solvabilité des établissements est fermement assurée, leurs résultats seraient plutôt pénalisés par l'ensemble de ces évolutions.

### LA GESTION ACTIF-PASSIF DES ORGANISMES D'ASSURANCE SOUS CONTRAINTE

#### La diminution du taux de couverture moyen des exigences en capital de solvabilité

L'accentuation de la baisse des taux d'intérêt s'est répercutée sur la courbe des taux sans risque utilisée pour l'actualisation des flux futurs dans le cadre de l'évaluation des provisions techniques sous Solvabilité 2. Cette réévaluation s'est traduite par une diminution notable du taux de couverture moyen du capital de solvabilité requis (CSR) entre fin 2018 et septembre 2019 pour les organismes français, en particulier les organismes vie et mixtes, sous le double effet de la hausse du CSR et, dans une moindre mesure, de la baisse des fonds propres éligibles.

Entre le dernier trimestre 2018 et septembre 2019, le taux de couverture moyen du CSR pour les organismes opérant sur le marché français a diminué d'environ 26 points de pourcentage (pp)<sup>33</sup> (Graphique C6). La baisse apparaît plus prononcée au deuxième et troisième trimestre. La quasi-totalité de cette diminution est due aux organismes vie et mixtes, dont le taux de couverture moyen perd 32 pp sur la même période.

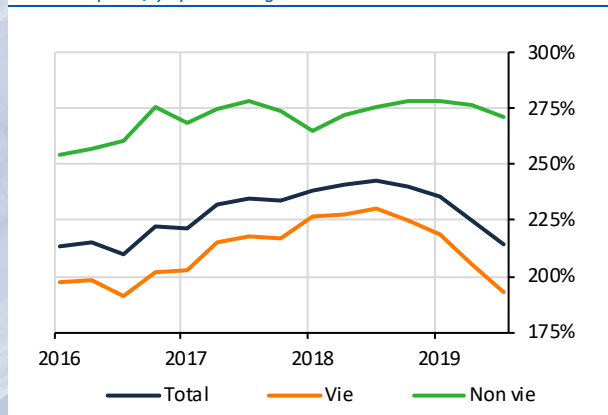
Avec des ratios de 269 % en assurance non vie et 193 % en assurance vie, les organismes français d'assurance restent suffisamment capitalisés.

<sup>33</sup> Ceci est une estimation partielle car tous les organismes ne recalculent pas leur CSR chaque trimestre. En effet, l'article R352-3 du Code des Assurances stipule que « les entreprises d'assurance et de réassurance [doivent calculer] leur capital de solvabilité requis au moins une fois par an. [...] Si le profil de risque d'une entreprise d'assurance ou de réassurance s'écarte significativement des hypothèses qui sous-tendent le dernier capital de solvabilité requis transmis, cette entreprise recalcule sans délai son capital de solvabilité requis et le transmet à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ».

C6

Taux de couverture trimestriel moyen du CSR par catégorie des organismes d'assurance soumis à Solvabilité 2

x : axe temporel / y : pourcentage



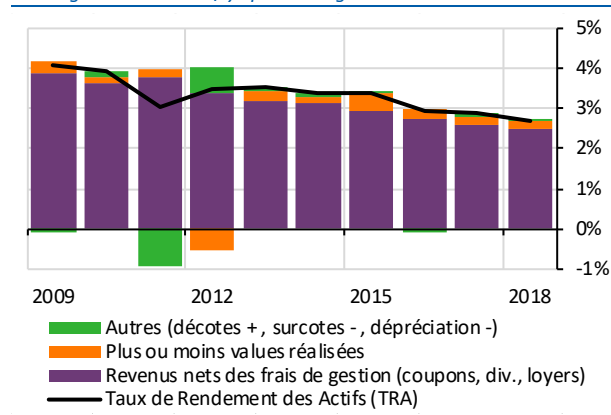
Source : ACPR

Note : CSR signifie Capital Solvabilité Requis

C7

Décomposition du taux de rendement de l'actif hors unités de compte

x : catégorie des métiers / y : pourcentage



Source : ACPR.

## L'érosion progressive du rendement des placements et la reprise de la collecte en fonds euros

Le résultat des assureurs vie est essentiellement généré par leurs produits financiers qui ont tendance à diminuer suivant la baisse des revenus récurrents largement obligataires. Ainsi, le taux moyen de rendement de l'actif a diminué de 3,5% à 2,7% entre 2013 et 2018 en raison principalement de la baisse des revenus récurrents, de 3,2% à 2,5% sur la même période (graphique C8).

L'érosion des rendements observée ces dernières années devrait s'accroître au fur et à mesure du renouvellement du portefeuille obligataire (graphique C9). Sous l'hypothèse forte d'un réinvestissement des titres à taux fixe arrivant à échéance dans des obligations à taux 0% ou -1% et d'une collecte nette nulle sur les supports en euros, cette baisse du taux de rendement de l'actif pourrait se poursuivre à un rythme d'environ -20 points de base par an (graphique C8).

Par ailleurs, le dynamisme et l'orientation en 2019 des flux d'assurance-vie vers les fonds garantis<sup>34</sup> en euros contribuent à la dilution des rendements de l'actif dans la mesure où les flux devront être investis sur des actifs obligataires qui offrent des rendements faibles.

Or, si la collecte d'assurance vie a nettement bénéficié aux supports en unités de compte<sup>35</sup> entre mi-2016 et mi-2018 dans un contexte où, pour limiter leur exposition au niveau des taux, les organismes d'assurance vie avaient globalement découragé les versements sur les fonds en euros<sup>36</sup> (en relevant leurs prélèvements contractuels ou en diminuant leurs garanties en capital), la collecte d'assurance vie s'oriente de nouveau vers les supports en euros. La tendance aux arbitrages des fonds en euros vers les unités de compte s'est également inversée depuis mi-2018 (graphique C10).

<sup>34</sup> Les fonds garantis en euro offrent aux assurés une garantie de capital.

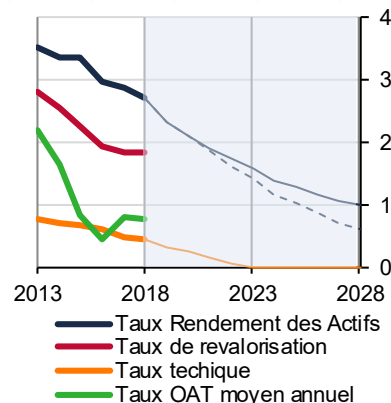
<sup>35</sup> Les contrats en unités de compte sont des contrats au sein desquels l'épargne est investie sur des supports financiers et qui n'offrent pas de garantie de capital aux assurés.

<sup>36</sup> L'objectif est d'augmenter la part des supports unités de compte dans les contrats. Sur ces supports, la garantie de l'assureur porte en effet sur le nombre d'unités de compte et non sur leurs valeurs, ce qui permet de faire supporter le risque de perte en capital par l'assuré. Si l'orientation de la collecte vers les supports unités de compte permet d'assurer la soutenabilité des garanties à long terme, le devoir de conseil reste une obligation essentielle des assureurs lors de la vente des contrats.

C8

Projection du taux de rendement de l'actif (TRA) hors unités de compte

x : axe temporel / y : pourcentage



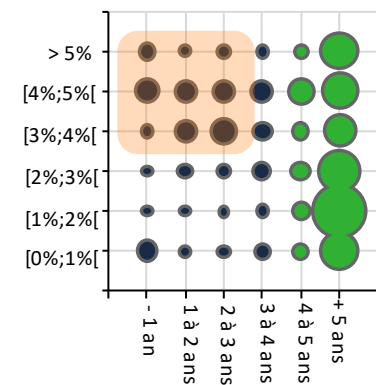
Source : ACPR

Note : la zone bleutée correspond à des simulations. Deux simulations ont été réalisées pour le TRA, (1) avec un taux OAT à 0% à partir de 2019 (courbe pleine) et (2) avec un taux OAT à 0% en 2019 et -1% au-delà (courbe en pointillés)

C9

Maturité et taux de coupon du portefeuille obligataire à fin 2018

x : maturité résiduelle / y : taux de coupon  
La taille des bulles correspond au pourcentage du nœud indiqué dans le portefeuille total



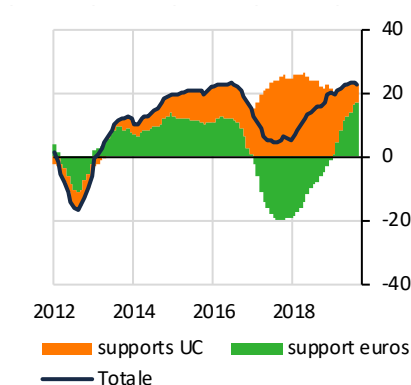
Source : ACPR

Note : La zone en orange représente les points pour lesquels le réinvestissement est susceptible de conduire à des baisses de rendement compte tenu des taux bas voire négatifs. Elle correspond à 16% des placements obligataires (durée résiduelle inférieure à 3 ans et un taux de coupon supérieur ou égal à 3%).

C10

Collecte nette en assurance-vie (cumul 12 mois)

x : axe temporel / y : milliard d'euros



Source : ACPR

Note : supports UC pour les supports en unités de compte

Dans ce contexte, la part des supports euros dans les provisions d'assurance vie (près de 1 800 milliards d'euros) reste nettement majoritaire (80 % contre 20 % pour les supports unités de compte fin 2018, niveaux stables par rapport à fin 2017).

## Après plusieurs années de baisse, les taux de revalorisation se sont stabilisés en 2018 sans toutefois pénaliser la constitution de réserves

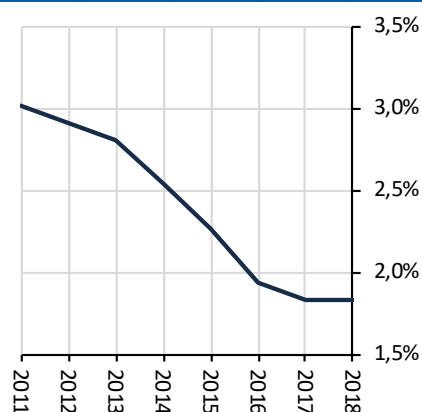
La baisse du rendement de l'actif s'accompagne de différentes mesures sur les engagements en euros des assureurs. La première mesure est la baisse des taux de revalorisation attribués chaque année aux assurés sur leurs supports en euros. Toutefois, l'année 2018 a marqué un coup d'arrêt à la baisse continue observée depuis 10 ans. En effet, après une baisse du taux de revalorisation des contrats d'épargne et de retraite individuels de 30 points de base par an entre 2013 et 2016, l'année 2017 avait marqué un infléchissement avec une baisse modérée de 10 points de base. Le mouvement s'est confirmé en 2018 puisque les taux de revalorisation n'évoluent pas entre 2017 et 2018 et se maintiennent à 1,83% (graphique C11).

Cette stabilité n'a pas empêché les organismes d'accroître la provision pour participation aux bénéfices, réserve leur permettant de lisser dans le temps la participation des assurés aux résultats via la revalorisation des contrats. Le niveau de provisionnement de la participation aux bénéfices a ainsi continué d'augmenter en 2018 mais à un rythme légèrement inférieur à celui des dernières années pour s'établir à 4,3% des provisions d'assurance-vie.

C11

Taux de revalorisation des supports euros

x : pourcentage / y : pourcentage



Source : ACPR

En cas de remontée brutale des taux d'intérêt, ces provisions pourraient être mobilisées pour permettre aux assureurs de revaloriser leurs contrats à des taux plus proches de ceux du marché afin de maintenir l'attrait relatif de l'assurance vie par rapport à d'autres supports d'épargne et éviter un vague de rachats dictés par un écart de rendement trop marqué.

### La rentabilité de l'activité d'assurance-vie en euros sous pression, ce qui affecte aussi les groupes bancaires via leurs filiales d'assurance

*In fine*, la rentabilité des assureurs vie est fortement affectée par l'évolution récente des taux d'intérêt. Si les assureurs vie restent globalement rentables, une grande hétérogénéité existe d'un organisme à l'autre : en termes de modèle d'affaires, de rendement de l'actif, de réserves ou encore de contraintes de politique de revalorisation.

Par ailleurs, alors que les filiales d'assurance des groupes bancaires (bancassureurs)<sup>37</sup> avaient jusqu'à présent plutôt soutenu les résultats groupe (cf. supra), les évolutions récentes vont limiter cette contribution au résultat des groupes. Dans certains cas (insuffisance du taux de couverture de la filiale d'assurance), une recapitalisation de la filiale par le groupe pourrait aussi avoir un impact sur les fonds propres.

### Assurance non-vie

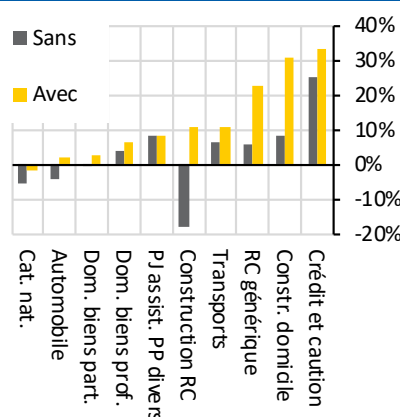
Bien que les assureurs non vie soient moins exposés aux obligations souveraines (et davantage aux actions) que les assureurs vie, l'équilibre à long terme de ces branches d'activité doit faire l'objet d'une attention particulière dans le contexte actuel de taux durablement bas.

La rentabilité des organismes d'assurance non-vie s'est accrue en 2018 pour atteindre 5 milliards d'euros, soit 7,4 % des primes contre 5 % en 2017.

C12

Résultat technique avec ou sans prise en compte du résultat financier  
(en moyenne de 2008 à 2018)

x : catégorie d'assurance non vie / y : pourcentage



Source : ACPR.

Toutefois, elle pourrait être sensiblement impactée à plus long terme par un niveau durablement bas des taux. Le résultat financier est en effet une composante importante de la rentabilité de certaines branches d'assurances à déroulé long, dont notamment l'assurance construction et l'assurance responsabilité civile (générale ou automobile), voire la prévoyance. En moyenne sur les 10 dernières années, sans la composante financière, ces garanties afficheraient une rentabilité négative ou faiblement positive (graphique C12).

<sup>37</sup> Les filiales de groupes bancaires représentent environ 65% du marché de l'assurance vie en France.



## 4. Risque 3 : Risques de marché

La montée des risques liés à l'endettement de l'économie est le miroir du renforcement de l'appétit au risque des investisseurs, qui continuent de marquer une préférence pour les marchés de dette. Dans des marchés financiers en apesanteur, la prise de risque continue de s'accroître. Cette tendance mondiale se manifeste également en Europe et en France, où les valorisations des actions et des obligations approchent des niveaux faisant craindre des corrections à la baisse.

Sur les marchés d'actions, une correction sévère et brutale n'est cependant pas l'hypothèse la plus plausible à court terme, dans la mesure où les politiques monétaires restent accommodantes et soutiennent les cours. Mais des épisodes de volatilité sont à craindre. Sur les marchés d'obligations, une réévaluation subite des primes de risque pourrait avoir de sérieuses conséquences directes, mais surtout indirectes via des effets de second tour, en diminuant la confiance des acteurs dans la force de l'économie et des marchés. L'impact de soubresauts sur des marchés internationaux peut créer de la volatilité, sans toutefois déstabiliser les établissements financiers français, qui bénéficient pour les plus systémiques d'entre eux de modèles d'affaires diversifiés et robustes. Il reste qu'un choc de grande ampleur qui se matérialiserait aux États-Unis, au regard des valorisations très élevées des marchés d'actions par rapport à leur valorisation historique, pourrait s'exporter par contagion.

Enfin, ces risques peuvent se combiner avec des problèmes opérationnels rencontrés sur les marchés comme récemment sur les marchés monétaires américains sur lesquels les banques françaises jouent un rôle qui, s'il est relativement peu risqué, les expose tout de même aux conséquences d'une dislocation durable de ces marchés.

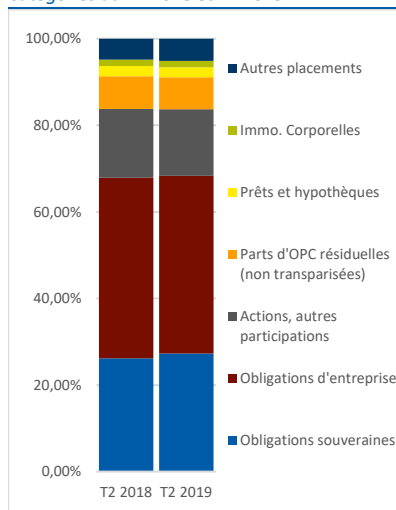
### UNE PRISE DE RISQUE LIMITÉE EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT DANS L'ASSURANCE

Dans le contexte de baisse du rendement de leur actif et pour servir les taux garantis qu'ils ont promis, les assureurs peuvent être tentés de modifier leurs stratégies d'investissement afin d'augmenter leurs rendements financiers.

D1

#### Décomposition des placements des assureurs

Catégories au T2 2018 et T2 2019



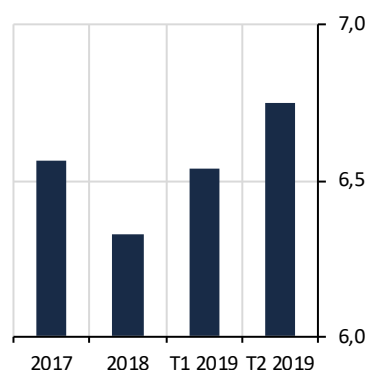
Source : ACPR et Banque de France

Note : Après mise en transparence des OPC

D2

#### Duration moyenne des titres détenus par les assureurs

x : axe temporel / y : duration en années



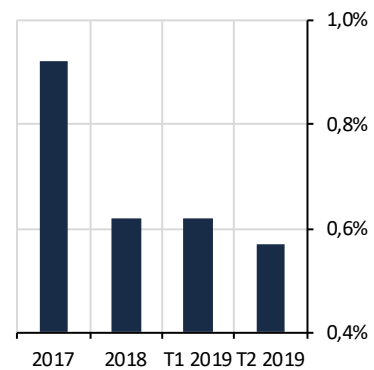
Source : ACPR

Note : La duration s'applique aux obligations, titres structurés, titres garantis, et aux parts d'OPC dont l'exposition est essentiellement obligataire..

D3

#### Proportion de titres des assureurs dont la notation est inférieure à BBB-

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Note : La notation s'applique aux obligations, titres structurés et garantis.

Pour autant, la structure des placements des assureurs ne montre pas encore de déformation sensible au profit d'actifs plus rémunérateurs et plus risqués. La structure des placements est en effet assez stable dans le temps, notamment en termes de types d'actifs détenus, de duration, de notation ou encore d'allocation géographique. Les obligations restent le placement privilégié des assureurs avec 27% d'obligations souveraines et 41% d'obligations du secteur privé, la part d'actions se maintenant à 15 % entre le T2 2018 et le T2 2019 (graphique D1), après mise en transparence des actifs détenus au travers d'organismes collectifs de placement. La duration moyenne des titres (obligations, titres structurés, titres garantis et parts d'OPC dont l'exposition est essentiellement obligataire) détenus par les assureurs a augmenté légèrement passant de 6,6 ans fin 2017 à 6,7 ans mi-2019 (graphique D2).

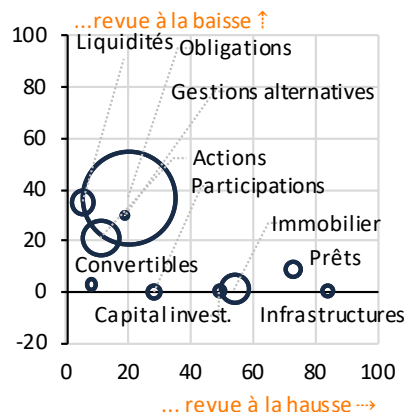
D4

#### Intentions d'allocation stratégique des investisseurs institutionnels français

X : pourcentage de réponse au questionnaire qui ont répondu revoir leur allocation à la hausse sur la catégorie d'actif affiché

Y : pourcentage de réponse au questionnaire qui ont répondu revoir leur allocation à la baisse sur la catégorie d'actif affiché

Taille des bulles : volume actuel du portefeuille d'actif



Source : enquête 2019 de l'Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2I)

Note : La proportion d'investisseurs déclarant ne pas vouloir modifier leur allocation se déduit des coordonnées de chaque point

Au total, le niveau des investissements risqués des plus grands groupes français d'assurance reste faible et assez stable en 2019. La proportion dans le portefeuille d'actifs des titres obligataires les moins bien notés (*high-yield* inférieurs à BBB-) se situe à 0,6 % et n'augmente pas malgré la dégradation de la notation d'un certain nombre de titres détenus par les assureurs (graphique D3). De même, l'exposition à la dette émergente demeure très faible. Le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine représentent à eux quatre 0,1 % des placements des assureurs.

Il n'en reste pas moins que les circonstances actuelles poussent les investisseurs institutionnels vers des actifs alternatifs (graphique D4) pour bénéficier d'une source de rendement supplémentaire notamment en cherchant à capturer des primes d'illiquidité. Si cette diversification est bienvenue du point de

vue du financement de l'économie, son ampleur peut toutefois conduire à des prises de risques insuffisamment comprises par les investisseurs, en particulier lorsque cela correspond à des phénomènes moutonniers ou à des produits complexes<sup>38</sup>. De surcroît, la très forte hausse de la demande pour ces actifs pousse leur prix à la hausse et comprime les primes de risque.

#### D'AUTRES COMPORTEMENTS À RISQUE EN MATIÈRE DE RECHERCHE DE RENDEMENT

La recherche de rendement se traduit aussi par des comportements un peu plus agressifs. C'est par exemple la logique qui a poussé une société de gestion filiale d'un grand groupe bancaire français à compléter une stratégie d'investissement orientée par des grandes tendances macroéconomiques (stratégie de type *global macro*) et mise en œuvre avec des instruments très liquides (titres souverain, dérivés standards et cotés, etc.) en investissant une partie (très limitée) de l'actif de ses fonds en titres de crédits illiquides (encadré 4).

<sup>38</sup> Les produits de *Leveraged Loans*/CLOs ont fait l'objet d'une attention particulière du *Financial Stability Board* et de l'ESMA.

<https://www.fsb.org/2019/11/fsb-plenary-meets-in-paris/>

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma\\_50-165-883\\_report\\_on\\_trends\\_risks\\_and\\_vulnerabilities\\_no.2\\_2019.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-883_report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2019.pdf)

#### Encadré 4 : Emballlement médiatique sur l'incident H2O

La société de gestion H2O AM LLP est une filiale à 50,01 % de Natixis Investment Managers, installée à Londres, en cours de relocalisation à Paris. Cette société de gestion gère des fonds et des mandats de gestion dont une majorité est enregistrée en France, en Irlande, au Royaume-Uni ou au Luxembourg (fonds nourriciers de fonds français).

Spécialisée dans des stratégies tirant partie de mouvements de taux d'intérêt ou de devise, elle avait mis en place une stratégie complémentaire (*overlay*) cherchant à tirer parti d'une diversification, à l'intérieur du ratio de 10% qui limite la part des titres de dette non cotés dans ses OPCVM.

Suite à la mention dans la presse d'un risque de conflit d'intérêt associé aux investissements sur certains actifs détenus (un dirigeant de H2O était membre de l'*Advisory Board* de la holding de la société dont l'actif était détenu par le fonds), l'agence spécialisée MorningStar a suspendu la notation du fonds H2O Allegro le 19 juin 2019, créant une défiance temporaire du marché à l'encontre de plusieurs fonds de la société de gestion. Le mouvement de décollecte sur les OPCVM gérés par H2O a conduit à une sortie de 8 milliards d'euro en l'espace de deux semaines, à comparer à un encours sous gestion de 34 milliards d'euro avant l'incident, sans donner lieu à une suspension des rachats. L'activation du mécanisme de *swing-pricing* prévu par les prospectus des fonds concernés leur a permis de continuer à opérer avec un impact relativement limité des rachats sur la valeur liquidative de leurs parts.

S'il présente des similitudes avec d'autres épisodes mettant en cause la liquidité des fonds, l'incident H2O s'en distingue aussi assez nettement. L'incident est intervenu après plusieurs autres ayant touché la place de Londres (GAM/Haywood<sup>39</sup> et Woodford<sup>40</sup>) qui ont donné lieu à un gel des fonds. Précédemment, plusieurs fonds immobiliers avaient aussi dû suspendre les rachats immédiatement après le référendum sur le *Brexit*<sup>41</sup>.

La liquidité quotidienne ayant toujours été assurée, l'épisode a constitué un test plutôt concluant sur le fonctionnement des outils de gestion de la liquidité (en l'occurrence, le *swing-pricing*) dans un contexte de marché relativement bénin : les mesures mises en œuvre par la société de gestion à la fois pour rassurer sur ses placements privés, favoriser les entrées et décourager les sorties ont permis de stabiliser la situation des OPCVM, sans qu'ils soient fermés et sans intervention financière de son groupe d'appartenance Natixis.

*In fine*, les événements pointent plutôt vers un problème de gouvernance. Les inquiétudes des investisseurs sont restées circonscrites : pas de matérialisation d'un risque de contagion sur les marchés, impact localisé sur l'action Natixis qui a rapidement baissé de 12% avant d'effacer cette perte. Les différents superviseurs de la société de gestion et de sa maison-mère examinent les suites à donner à cet incident aussi bien concernant les acteurs impliqués que les conclusions plus générales qui pourraient être tirées.

<sup>39</sup> En juillet 2018, GAM, une société de gestion suisse, a annoncé la suspension pour insuffisance (notamment en termes de gestion des risques) de Tim Haywood, responsable d'une stratégie obligataire « sans contrainte » (*unconstrained/absolute return bond strategy*) pour un encours de 11 milliards CHF et d'un autre fonds de crédit *corporate* (*trade finance*) pour un encours de 2,9 milliards CHF. La controverse portait notamment sur des liens privilégiés avec un industriel indien, les fonds sous la responsabilité de M. Haywood s'étant portés acquéreurs de manière systématique de titres émis par des sociétés contrôlées par cet industriel. L'annonce de cette suspension ayant suscité des retraits importants, GAM a pris la décision de suspendre les rachats et de liquider les fonds (la liquidation s'est achevée début juillet 2019, sans pertes en capital). Les problèmes liés à l'affaire Haywood ont par ailleurs joué un grand rôle dans la chute de 75 % de la valeur de GAM.

<sup>40</sup> Confronté à des sorties continues d'actifs depuis 2017 dans un contexte de contre-performance de son fondateur et gérant principal, Neil Woodford, Woodford Investment Management a annoncé, début juin 2019, le gel des sorties de son principal fonds actions. La crise a donné lieu à un mouvement (limité) de contagion dans la mesure où les distributeurs du fonds Woodford (notamment le courtier Hargreaves Lansdown) ont aussi été touchés par des rachats.

Des problèmes de conformité ont été mis en évidence par la suite : les fonds Woodford semblent avoir enfreint les règles de limitation des expositions illiquides/non cotées (et procédé à des cotations de complaisance à Guernesey).

<sup>41</sup> Suite au vote en faveur du *Brexit* à l'occasion du référendum du 23 juin 2016, 7 sociétés de gestions commercialisant des fonds ouverts détenant de l'immobilier commercial au Royaume-Uni (représentant environ 18 milliards GBP) avaient suspendu ou limité les retraits.



À l'échelle mondiale, la recherche de rendement passe aussi par des stratégies de *carry trade*, principalement des acquisitions d'actifs obligataires en USD de la part d'investisseurs subissant des rendements faibles dans leur propre zone monétaire. Or les banques françaises sont assez actives dans ces opérations d'intermédiation, notamment grâce à une combinaison d'opérations de financement sécurisé de pension livrée (*repurchase agreement* ou repos) et des instruments dérivés de change. Compte tenu d'un adossement assez exigeant entre les différentes opérations dans lesquelles elles sont engagées, les banques françaises portent un risque de marché maîtrisé mais restent exposées à d'éventuelles tensions sur ces marchés lors de l'exécution des opérations adossées.

#### LES MARCHÉS MONÉTAIRES DOIVENT ÉGALEMENT GÉRER LA TRANSITION VERS LES NOUVEAUX INDICES DE RÉFÉRENCE

Si les tensions sur les marchés à court terme américains relèvent d'une problématique spécifique au dollar, tous les principaux marchés monétaires doivent actuellement gérer les multiples impacts opérationnels, financiers et juridiques associés à la transition vers les nouveaux indices de référence mis en place suite aux manipulations observés sur les indices précédents (encadré 5). Au-delà des enjeux pratiques, il s'agit avant tout de développer la liquidité sur ces indices ainsi qu'un marché de dérivés suffisamment complet et profond pour se substituer pleinement aux indices antérieurs et aux marchés qui y étaient associés.

#### Encadré 5 : Risques associés à la transition vers les nouveaux indices de référence de taux d'intérêt

Dans le cadre de la mise en œuvre du Règlement (UE) 2016/1011 « *Benchmark Regulation* » (BMR), les administrateurs de l'EONIA, de l'EURIBOR et du LIBOR ont été amenés à revoir et, le cas échéant, à modifier les méthodologies utilisées pour ces indices d'importance critique afin de les rendre conformes à BMR avant la fin de la période de transition, à savoir le 1<sup>er</sup> janvier 2022. Dans un second temps, les administrateurs de ces indices critiques pourraient toutefois être amenés à cesser de les publier. Ainsi, l'European Money Markets Institute (EMMI), administrateur de l'EONIA et de l'EURIBOR, a annoncé que l'EONIA cesserait d'être publié à compter du 3 janvier 2022.

Dans ce contexte, la BCE a commencé le 2 octobre 2019 à publier quotidiennement un nouvel indice de référence au jour le jour, l'€STR (*Euro Short Term Rate*), qui devrait remplacer progressivement l'EONIA jusqu'à ce que ce dernier cesse d'être publié. Afin de faciliter une telle transition, la méthode de calcul de l'EONIA a également été réformée afin que celui-ci soit calculé comme l'€STR + un spread de 8,5 points de base correspondant à l'écart moyen historique entre EONIA et €STR calculé par la BCE. Ce nouvel EONIA est également publié quotidiennement depuis le 2 octobre 2019.

S'agissant de l'EURIBOR, sa conformité aux exigences du Règlement BMR paraît aujourd'hui acquise, son administrateur (EMMI) ayant développé une nouvelle méthodologie de calcul dite « hybride » qui a été approuvée en juillet 2019 par l'autorité belge compétente en la matière, la FSMA (*Financial Services and Market Authority*).

La transition vers de nouveaux indices de référence soulève de multiples défis porteurs de risques, les enjeux étant tout à la fois d'ordre opérationnel, comptable, juridique, fiscal et réglementaire. La poursuite de la mobilisation des acteurs de place et une étroite coordination de toutes les parties prenantes sont indispensables pour gérer de façon adéquate et ordonnée les impacts de cette transition pour les institutions financières ainsi que pour leurs contreparties et leur clientèle. Le développement de la liquidité sur ces nouveaux indices constitue également un enjeu crucial pour l'équilibre des marchés financiers.



S'agissant en particulier de l'€STR, il incombe désormais aux acteurs du marché d'assurer sa substitution rapide à l'EONIA et de contribuer activement à l'accroissement de la liquidité sur ce nouvel indice.

Un autre enjeu important est celui du développement d'une structure par terme de taux sans risque dérivée des nouveaux indices. Ce chantier est en cours dans la zone euro, où un groupe de place travaille à la détermination à partir de l'€STR et des cotations de *swap* contre €STR d'une telle structure permettant de disposer d'indices destinés à être référencés dans les contrats financiers, à titre de solution de repli, pour parer à l'éventualité d'une cessation de la publication de l'EURIBOR. Des démarches du même ordre sont conduites dans les autres juridictions, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni où les autorités – à commencer par la *Financial Conduct Authority*, concernée au premier chef au titre de la supervision du LIBOR –, suivent toutefois une approche allant au-delà de la seule résolution des enjeux liés à la continuité des contrats puisque qu'elles entendent voir disparaître les LIBOR à compter de la fin 2021 et les faire remplacer par des taux sans risque. L'établissement de structures par terme dérivées du SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) et du SONIA (*Sterling Overnight Index Average*) constitue ainsi une étape clé d'un tel processus visant à l'abandon définitif des LIBOR. Le développement des marchés de *futures* SOFR et SONIA devrait faciliter la détermination d'une gamme de taux sans risque de nature prospective (*forward-looking*) en sus des données rétrospectives qui seront disponibles sur ces deux indices. Cependant, il reste à confirmer la possibilité d'adjoindre à ces nouveaux taux de terme un *spread* de crédit (mesuré dynamiquement) afin de répondre à une demande exprimée par bon nombre de banques pour leurs besoins de couverture.

## 5. Risque 4 : Risques liés aux changements structurels

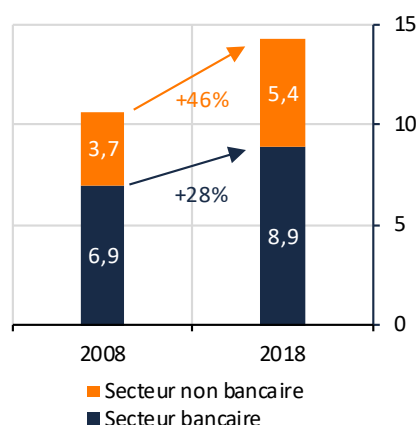
Le système financier connaît actuellement des évolutions profondes (développement de l'intermédiation non bancaire, tendance à une re-régionalisation du système financier, transition numérique, changement climatique, transition démographique, etc.). Faute d'une adaptation adéquate du secteur financier et, le cas échéant, d'une réponse des autorités, ces défis structurels peuvent laisser apparaître des vulnérabilités importantes : fragilisation des acteurs en place, encadrement insuffisant de risques ayant migré vers d'autres parties du secteur financier, apparition de nouveaux risques mal-appréhendés par les acteurs et par les autorités.

Aucune de ces évolutions n'est, à elle seule, systémique à court terme. Néanmoins, leur cumul crée une situation de fragilité particulière d'autant que ces développements interviennent dans un contexte déjà compliqué (incertitudes, pression sur les revenus liés à l'environnement de taux bas).

### LE DÉPLACEMENT DE L'ACTIVITÉ VERS LE SECTEUR NON BANCAIRE

Le secteur non bancaire (c'est-à-dire l'ensemble des entités financières à l'exception des banques) continue de se développer un peu plus vite que l'activité bancaire tant dans la zone euro qu'en France. Au total, entre 2008 et 2018, son encours en France a progressé de +46% contre +28% dans le secteur bancaire<sup>42</sup>.

E1  
Encours des secteurs bancaire et non bancaire en France et croissance 2008-2018  
x : années sélectionnées / y : milliers de milliards EUR



Source : Banque de France

Note : Le secteur bancaire comprend les établissements de crédit qui acceptent des dépôts des particuliers ou des entreprises. Le secteur non bancaire comprend les assureurs, les autres intermédiaires financiers (other financial intermediaries ou OFIs, exemple : fonds d'investissement) et les auxiliaires financiers (exemples : holding, GIE cartes bancaires).

Dans la zone euro, cet ensemble comprend non seulement des acteurs financiers traditionnels (organismes d'assurance, fonds de pensions, fonds d'investissement) mais aussi une myriade d'autres intermédiaires financiers principalement localisées au Luxembourg, aux Pays-Bas et en Irlande : filiales spécialisées d'institutions financières, institutions financières exerçant des fonctions financières de groupes non financiers (centralisation de la trésorerie, émissions de titre, portage de participation), sociétés de type « holding »<sup>43</sup>.

Selon l'analyse du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board- FSB), les entités non bancaires présentant un risque pour la stabilité financière ne constituent qu'une fraction de cet ensemble. Il s'agit de celles impliquées dans des activités d'intermédiation

présentant un risque de crédit, de transformation d'échéance, de transformation de liquidité ou

<sup>42</sup> Cette comparaison peut être nuancée à la marge par la prise en compte des évolutions des prix d'actifs dont l'impact sur l'encours des fonds d'investissement est immédiat, les effets de valorisation dominant parfois l'impact des flux.

<sup>43</sup> Cf. Levy-Garboua, Mouriaux et Sabatini, « Le système financier de la zone euro après la crise : une mise en perspective », à paraître dans le *Bulletin de la Banque de France*, pour une discussion générale du développement du secteur non bancaire dans la zone euro et Duclos et Morhs (2017) pour une description du secteur des institutions financières captives au Luxembourg ([http://www.bcl.lu/fr/stabilite\\_surveillance/CRS/Shadow-Banking\\_CRS-report.pdf](http://www.bcl.lu/fr/stabilite_surveillance/CRS/Shadow-Banking_CRS-report.pdf)). Ce secteur est très marginal en France où il représente 2,3 % des actifs de l'ensemble des autres intermédiaires financiers qui est lui-même assez peu développé (16 % du secteur financier contre 40 % pour l'ensemble de la zone euro).

de levier. En France, ce sous-ensemble a atteint 1 300 milliards d'euros<sup>44</sup> en 2018 contre un total de 8 900 milliards d'euros pour les seules banques.

Le développement d'une régulation équilibrée de ces activités et leur surveillance demeurent des points d'attention dans le cadre d'un agenda européen qui a pour objectif le développement du financement par les marchés à travers le projet d'union de marché de capitaux.

#### UNE DIGITALISATION PORTEUSE DE GAINS D'EFFICACITÉ MAIS QUI NÉCESSITE DES ADAPTATIONS IMPORTANTES

La digitalisation permet aux institutions financières de réaliser des gains d'efficacité importants en automatisant un nombre croissant de tâches de plus en plus complexes. Cet enjeu de productivité est essentiel pour le secteur bancaire français dont les coefficients d'exploitation sont traditionnellement plus élevés que ceux de leurs pairs.

La réalisation de ces gains de productivité implique toutefois des investissements importants de la part des acteurs traditionnels afin de rénover leurs systèmes d'information et développer et déployer de nouvelles solutions. Or, si les dépenses informatiques représentent, comme chez la plupart de leurs pairs étrangers, environ 20% de leurs coûts d'exploitation, les banques françaises consacrent une partie encore largement majoritaire de ces dépenses au maintien en l'état de leurs infrastructures et solutions existantes, alors que les banques américaines consacrent déjà 50% à 60% de leur budget informatique à des projets innovants. Cet effort d'investissement, prioritaire, devra surmonter deux difficultés. La première est celle d'un contexte de diminution des revenus. La seconde tient au risque d'exécution inhérent au pilotage de cette transformation.

#### Des évolutions qui peuvent introduire de nouvelles dépendances...

L'une des tendances importantes de ces évolutions technologiques est un renversement de la logique de l'externalisation en matière de systèmes d'information. Alors que l'externalisation s'inscrivait dans une perspective de sous-traitance et une logique de réduction des coûts, elle est portée actuellement par l'adoption de solutions technologiques très avancées proposées par de grands acteurs technologiques (*Bigtechs*).

Ce renversement se traduit par l'accroissement du risque de dépendance technologique qui, au-delà des infrastructures IT, peut s'étendre désormais aux solutions logicielles. Cette dépendance croissante intervient dans un contexte où les fournisseurs de solutions sont très peu nombreux, introduisant un risque de dérive des coûts et une relation déséquilibrée<sup>45</sup>.

#### ... voire remettre en cause les modèles d'activité établis

La digitalisation est l'un des moteurs du développement de nouveaux acteurs financiers sur l'ensemble du spectre des activités financières (services bancaires de détails, paiements, assurance, gestion d'actifs, opérateurs de marché, etc.). Cette innovation permet des gains de productivité, d'efficacité et/ou une amélioration de la qualité des services financiers tout à fait réels. Néanmoins, ces nouveaux acteurs viennent parfois bousculer les *business models* traditionnels de l'intermédiation financière en se concentrant sur certaines niches avec une logique d'économie d'échelle là où l'intermédiation traditionnelle reposait principalement sur une logique d'économie de gamme et la capacité à proposer un grand nombre de services à ses clients.

<sup>44</sup> Source : Banque de France dans le cadre des travaux du FSB sur l'intermédiation non bancaire (*Non-Bank Financial Intermediation ; NBFi*). Il s'agit principalement de fonds monétaires et de fonds ouverts qui peuvent procéder à une transformation de maturité. Le cadre réglementaire européen et française encadre étroitement le risque de liquidité de ce type de fonds.

<sup>45</sup> Voir les rapports du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*) « Third-party dependencies in cloud services » et « BigTech in the financial sector » (à paraître)



Cette tendance est d'autant plus significative que le secteur bancaire français tire une partie importante de ses revenus de sa capacité à commercialiser un nombre important de services financiers différents à un même client. Les revenus provenant des commissions et des activités d'assurance et de gestion d'actifs contribuent ainsi positivement aux revenus des groupes bancaires français. Ils n'ont toutefois pas compensé à eux seuls la dégradation de la rentabilité de l'activité bancaire traditionnelle (en particulier, l'activité de détail en France et les activités de banque de financement et d'investissement, etc.) au cours des dernières années. Sans remettre en cause la logique de ce modèle de banque universelle ou de bancassurance en matière de diversification des sources de revenus, la digitalisation et l'accroissement de la concurrence segment par segment accroît la pression sur les résultats et augmente l'exigence de qualité de service sur chacun des métiers de ces groupes.

L'impact potentiel de cette disruption est d'autant plus grand que ces nouveaux acteurs bénéficient déjà d'une large base de clients et d'un volume de données important comme c'est le cas des *Bigtechs*. Par ailleurs, la stratégie de développement de ces nouveaux acteurs passe parfois par des partenariats dans lequel un acteur financier traditionnel porte seul le coût de la régulation tandis que son partenaire technologique est en mesure d'extraire une partie importante de la valeur du service à son profit.

Au total, si elles ne sont pas correctement appréhendées, ces évolutions peuvent être source d'une fragilisation progressive des acteurs traditionnels dont certains conserveront, en raison de leur taille et de leur place centrale dans le financement de l'économie, une importance systémique.

Conscient de cet enjeu, les grands acteurs financiers (aussi bien dans la banque que dans l'assurance) mobilisent trois leviers principaux : i) une redéfinition stratégique du périmètre d'activités des lignes métier (pour les groupes bancaires, en réexaminant leurs activités de banques de financement et d'investissement, dans l'assurance en se recentrant sur des activités d'assurance « pures ») ; ii) une restructuration de l'organisation des lignes métier (par exemple, réorganisation des réseaux pour la banque de détail ou des activités de *middle* et *back-office*) et, plus souvent de manière complémentaire ; iii) la mise à niveau des systèmes d'informations et un effort d'innovation en matière de digital (cf. *supra*).

À ce stade, si la plupart des plans stratégiques annoncés ont été initiés, les améliorations escomptées ne se traduisent pas encore dans les comptes de résultat. En effet, les projets génèrent dans un premier temps des coûts exceptionnels, notamment liés aux investissements nécessaires et au coût social de certaines mesures. Un suivi de l'efficacité de ces engagements est donc nécessaire dans la durée.

#### AVEC LA DIGITALISATION, LE RISQUE CYBER DEVIENT POTENTIELLEMENT SYSTEMIQUE

Enfin, la digitalisation contribue à un changement de nature du risque cyber. La cyber-vulnérabilité s'accroît : la dépendance croissante des acteurs financiers à des solutions homogènes développées voire fournies par un petit nombre d'opérateurs et la dématérialisation multicanal des relations des acteurs financiers avec leurs contreparties renforcent à la fois le risque d'un incident cyber et son impact potentiel tant pour les institutions et les infrastructures financières immédiatement touchées que pour le système financier dans son ensemble. Le risque cyber n'est plus un risque opérationnel idiosyncratique, il devient potentiellement systémique.

À cette évolution de la cyber-vulnérabilité s'ajoute la sophistication accrue des cyber-attaques. De fait, les institutions financières constituent une cible privilégiée des actes malveillants. IBM estime que le secteur financier mondial a subi 19% du total des cyber-attaques et incidents en 2018, soit plus que tout autre secteur<sup>46</sup>. En outre, selon Accenture, le coût direct annuel moyen

<sup>46</sup> IBM (2019), *X-Fore Threat Intelligence Index*. <https://www.ibm.com/security/data-breach/threat-intelligence>



du cyber-crime pour chaque établissement s'établirait en 2018 à 18,5 millions de dollar pour une banque (+11% sur un an) et 16 millions de dollar pour une société d'assurance (+22%)<sup>47</sup>, soit un coût annuel global pour l'industrie financière de 140 milliards de dollar<sup>48</sup> (coûts directs et pertes de revenus suite aux cyber-attaques).

L'externalisation de services auprès d'un petit nombre d'acteurs spécialisés (dans l'informatique de nuage par exemple) contribue à renforcer le niveau de sécurité moyen mais tend à augmenter l'impact systémique d'un incident qui risque dès lors d'affecter simultanément un nombre plus important d'acteurs financiers.

Si ces différents constats apparaissent assez consensuels, l'appréhension fine de ce risque se heurte à des difficultés de mesure, tant pour les institutions financières que pour les superviseurs et les banques centrales. En effet :

- Les sources d'information sont lacunaires : les publications existantes reposent sur des définitions non harmonisées et sur des déclarations non exemptes de biais (notamment à cause du caractère sensible des données), tandis que les états réglementaires ne traduisent que partiellement le constat d'un nombre croissant d'attaques.
- Les critères de mesure adéquats restent à bien identifier : les impacts sont multiples (informatiques, économiques, réputationnels, juridiques, boursiers, etc.) et doivent être évalués dans la durée en prenant en compte les coûts directs et indirects.
- En raison de la nature évolutive de ce risque, les données historiques ont un pouvoir prédictif limité pour anticiper les vulnérabilités futures et les pertes potentielles, surtout dans l'hypothèse de la survenance d'incidents extrêmes.

#### LES RISQUES LIÉS AU CHANGEMENT CLIMATIQUE RESTENT COMPLEXES À ÉVALUER

Parmi les risques financiers qui se matérialiseront à moyen-long terme, ceux associés au changement climatique sont désormais clairement identifiés et leurs prémices sont déjà visibles. Pour l'ensemble du secteur financier français, les expositions sont potentiellement importantes sur le risque de transition et *a priori* plus modeste concernant le risque physique (les actifs des établissements étant principalement localisés dans des zones relativement moins sensibles au changement climatique)<sup>49</sup>.

Néanmoins, la compréhension de ces risques reste encore très imparfaite et ces jugements restent à confirmer et à affiner.

S'agissant des risques physiques, le dernier rapport du groupe intergouvernemental d'experts sur l'évolution du climat (GIEC) a conduit à réévaluer à la hausse les conséquences du changement climatique sur les océans et la couverture glaciaire, suggérant par exemple que la montée des eaux et les phénomènes de stress hydrique pourraient avoir un impact plus important que ce qui est actuellement anticipé.

S'agissant du risque de transition, des progrès notables sont constatés dans son analyse par le secteur financier français. À titre d'exemple, certaines institutions françaises ont développé des premières mesures de sensibilité des portefeuilles. L'expérience des assureurs dans ce domaine

<sup>47</sup> Accenture, Ponemon Institute (2019), *The Cost of Cybercrime, Ninth Annual Cost of Cybercrime Study*. [https://www.accenture.com/\\_acnmedia/pdf-96/accenture-2019-cost-of-cybercrime-study-final.pdf](https://www.accenture.com/_acnmedia/pdf-96/accenture-2019-cost-of-cybercrime-study-final.pdf)

<sup>48</sup> Accenture (2019), *Securing the digital economy* [https://www.accenture.com/\\_acnmedia/thought-leadership-assets/pdf/accenture-securing-the-digital-economy-reinventing-the-internet-for-trust.pdf](https://www.accenture.com/_acnmedia/thought-leadership-assets/pdf/accenture-securing-the-digital-economy-reinventing-the-internet-for-trust.pdf)

<sup>49</sup> Note d'analyse de l'ACPR : Le changement climatique : quels risques pour les banques et les assurances ? <https://acpr.banque-france.fr/le-changement-climatique-quels-risques-pour-les-banques-et-les-assurances>

est plus avancée, avec l'utilisation régulière de tests de résistance assez sévères. Cependant, l'horizon de ces tests est généralement court (5 ans en moyenne), en deçà de l'horizon supposé de matérialisation du risque de transition (2030), et les critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) utilisés par les organismes d'assurance peinent à intégrer une vision prospective de ce risque.

Au total, il apparaît crucial que l'analyse de ces risques progresse rapidement aussi bien chez les acteurs eux même que du côté des autorités. En outre, la gestion de ces risques doit être renforcée aussi bien en matière de gouvernance que de pratiques opérationnelles.

## 6. Annexes : Compléments techniques

### 6.1 : Quels impacts des tensions commerciales sur la croissance mondiale ?

Afin de mesurer l'impact conjoint de l'ensemble des risques décrits précédemment sur la croissance mondiale, le modèle multinational NiGEM est utilisé de la façon suivante :

#### 1- Effets induits des tensions commerciales sur :

i- la confiance des agents et l'investissement des entreprises : sur la base des calibrations du FMI<sup>50</sup>, le recul de l'investissement des sociétés non financières (SNF) américaines est de 1% par rapport à un scénario de référence, en niveau cumulé sur 2 ans, soit une croissance de l'investissement amputée de 0,5 points de pourcentage en 2019 et en 2020. Le choc se produit uniquement aux États-Unis.

ii- les marchés financiers : la hausse des *spreads* entreprises est de 75 points de base aux États-Unis, avec un effet de contagion vers les marchés tiers basé sur les corrélations passées. La calibration du choc initial aux États-Unis est issue des estimations de participants de marchés sur les effets qu'une escalade de la guerre commerciale sino-américaine pourrait avoir sur les profits des entreprises<sup>51</sup>. La hausse des primes de risque est supposée survenir instantanément et de façon permanente.

iii- la productivité : la hausse de 10% des tarifs douaniers est anticipée à l'échelle mondiale et se traduit par une baisse permanente de 1,75% du niveau de la productivité globale des facteurs<sup>52</sup>. L'hypothèse est que le niveau de la productivité se trouve réduit de 1% au bout de 5 ans par rapport au scénario sans choc<sup>53</sup>.

2- Effets du ralentissement de la croissance chinoise : ce risque fait écho à l'épisode 2015-2016 qui avait vu l'activité en Chine ralentir fortement en lien avec la volonté des autorités de rééquilibrer les sources de la croissance (moins d'investissement et d'exportations pour plus de dépenses finales internes). Ceci avait entraîné une baisse marquée du ratio d'investissement, à 24% du PIB (en volume) comparé à près de 30% en 2008. Ce ratio était remonté à 25% fin 2018. Un choc négatif sur l'investissement des entreprises est utilisé de façon à faire baisser le ratio d'investissement à son niveau de 2015-2016.

3- Effets de l'incertitude quant aux modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne : la faiblesse passée de l'investissement des entreprises au Royaume-Uni est prolongée et accentuée au cours des prochaines années. Ceci se traduit par un recul de 1,5% de l'investissement des SNF au bout de 4 trimestres par rapport à un scénario sans choc, en réaction à une hausse de l'incertitude. Ce scénario est celui d'une sortie ordonnée, avec accord et phase de transition, mais où l'incertitude demeure<sup>54</sup>. En effet, le délai accordé au RU pour une sortie le 31/01/2020 ne lève pas les incertitudes quant aux modalités de sortie ainsi qu'aux futures relations entre le RU et l'UE.

Dans une première étape, ces chocs sont introduits séparément, afin d'en comparer l'importance relative ; dans une seconde étape, les chocs sont combinés. Les résultats sont présentés dans le tableau AT1 et le graphique AT1. Pour chaque simulation, les agents forment des anticipations rationnelles et les politiques monétaires sont actives.

<sup>50</sup> Calibration basée sur la mesure de l'*Economic Policy Uncertainty* de Baker, Bloom, et Davis et ses effets estimés sur l'investissement aux États-Unis (Perspectives de l'économie mondiale WEO, Fonds Monétaire, octobre 2019) <https://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf>

<sup>51</sup> Ces estimations sont détaillées dans le WEO d'octobre 2019 <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019>

<sup>52</sup> Référence n°1 ainsi que Berthou, A., Chung, J.-H., Manova, K. et Sandoz, C. (2018), "*Productivity, (Mis)allocation and trade*", Mimeo, University College London

<sup>53</sup> Dans NiGEM, ceci se traduit par une hausse du progrès technique augmentant le facteur travail de 1,0% par an au lieu de 1,2% dans le scénario central pour les États-Unis, soit un niveau 1% inférieur au bout de 5 ans. Pour la France, ces chiffres sont de 1,1% et 1,4%, respectivement

<sup>54</sup> Selon la Banque d'Angleterre (09/2019), une sortie désordonnée ("*no deal no transition*") coûterait près de 6% au PIB britannique sur 2 ans, impliquant une récession majeure

Selon nos estimations, si les risques décrits se matérialisaient au cours des prochains mois, la croissance mondiale serait amputée de 0,4 points en 2020, retombant à 3,0% comparé à 3,4% selon les prévisions d'octobre du FMI. À l'échelle mondiale, le choc d'investissement au RU en lien avec le *Brexit* n'aurait qu'un impact marginal.

Tableau AT1

## Effets des risques macroéconomiques sur la croissance mondiale

x : axe temporel / y : pourcentage

## Effets des risques macroéconomiques sur la croissance mondiale

écart cumulé par rapport à un scénario central, en %

|     | PIB   |            |       |             |           |        | Commerce mondial | Demande adressée |        |
|-----|-------|------------|-------|-------------|-----------|--------|------------------|------------------|--------|
|     | Monde | Etats-Unis | Chine | Royaume-Uni | Zone euro | France |                  | Zone euro        | France |
| N   | -0,4  | -0,3       | -0,9  | -0,4        | -0,1      | -0,1   | -0,9             | -0,7             | -0,7   |
| N+1 | -0,5  | -0,7       | -1,1  | -0,7        | -0,2      | -0,1   | -1,0             | -0,8             | -0,9   |
| N+2 | -0,5  | -0,7       | -1,1  | -0,8        | -0,2      | -0,2   | -0,9             | -0,7             | -0,7   |

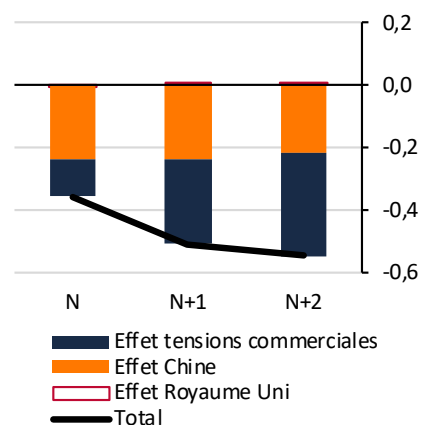
Source : Banque de France, modèle NiGEM et BMEs zone euro et France

Il reste à préciser l'impact que ces chocs mondiaux pourraient avoir sur la croissance du PIB dans la zone euro et en France<sup>55</sup>. Pour simplifier l'exercice, l'hypothèse retenue est que ces chocs interviennent sans crise mondiale et se transmettent à la zone euro exclusivement via le canal de la demande adressée (exportations). Cette approche limiterait l'exposition de la zone euro et de la France face à ces chocs, elle correspond donc clairement à un minorant du risque. Pour la zone euro comme la France, la croissance annuelle de la demande adressée amputée de 0,7 point de pourcentage (pp) aurait pour effet de réduire directement la croissance de -0,1pp à l'horizon de 2020. En déviation par rapport au scénario central, l'impact du choc mondial sur le PIB serait de -0,2% à l'horizon 2021-2022. Ces impacts apparaissent inférieurs à ceux affichés pour les États-Unis ou le Royaume-Uni, mais ceci est en partie dû au fait que les chocs considérés ont une origine externe à la zone euro sans qu'il soit considéré de facteurs communs mondiaux (par exemple via les marchés financiers ou via un choc d'offre mondial). Aucun autre canal de transmission pouvant significativement augmenter l'impact sur la France ou la zone euro n'est ici considéré.

G AT1

## Contribution des risques (chocs) à l'impact total sur le PIB Monde

x : variation du PIB en % / y : année



Source : Banque de France, modèle NiGEM

<sup>55</sup> L'analyse est conduite via les *Basic Model Elasticities* (BMEs), un outil synthétique élaboré par l'Eurosystème et fondé sur l'ensemble des modèles macro-économétriques utilisés par les Banques centrales nationales de la Zone euro qui permet d'analyser l'impact d'une batterie de chocs prédéfinis sur les principaux agrégats macroéconomiques.



## 6.2 : Facteurs d'évolution de l'endettement des entreprises et de la charge associée

Afin de mieux caractériser la hausse de l'endettement des entreprises au niveau macroéconomique, cette analyse propose une décomposition de l'endettement agrégé en s'appuyant sur les comptes financiers trimestriels (CFT) de la comptabilité nationale. La variation de la dette des entreprises est ainsi décomposée :

$$\frac{\text{Dette brute consolidée}}{\text{PIB}} = \frac{\text{Liquidités}}{\text{PIB}} + \frac{\text{Dette nette consolidée}}{\text{Actif net consolidé (valeur de marché)}} \\ * \left( \frac{\text{Actifs à l'étranger} + \text{Actifs productifs} + \text{Actifs financiers}}{\text{PIB}} \right)$$

En s'appuyant sur la codification des CFT, la dette et l'actif sont dits consolidés dès lors qu'ils sont corrigés des crédits intra-entreprises en consolidant les crédits (F4) au passif détenus par les SNF (S11), les ménages (S14), et les APU (S13), ainsi que des actions (F51) détenues par les SNF résidentes (pour la consolidation de l'actif uniquement).

La dette et l'actif sont dits nets dès lors qu'ils sont corrigés des liquidités définies comme l'ensemble F2 (monnaie et dépôts) + F3S (titres de créance à court-terme) + F52 (titres d'OPC) à l'actif des entreprises (S11).

Le *ratio de dette nette consolidée sur l'actif net consolidé* est un indicateur agrégé de l'effet de levier dans le secteur des SNF, c'est-à-dire de la part de l'actif financé par la dette. Le *ratio actifs productifs sur PIB* est un indicateur de productivité agrégée.

Afin de comprendre l'évolution de la charge de la dette consolidée, est aussi appliquée la méthode BRI de calcul de la charge de la dette définie comme<sup>56</sup> :

$$\text{Charge de la dette} = \frac{\text{Dette brute}}{\text{Revenu}} \frac{i}{1 - (1+i)^{-\text{maturité}}} \text{ avec } i \text{ le taux d'intérêt.}$$

En prenant en compte l'actif total, il est donc possible de décomposer la charge de la dette comme suit (voir Graphique XX) :

$$\text{Charge de la dette} = \frac{\text{Dette brute}}{\text{Dette nette}} \frac{\text{Dette nette}}{\text{Actif net}} \frac{\text{Actif net}}{\text{Revenu}} \frac{i}{1 - (1+i)^{-\text{maturité}}} \\ = \frac{\text{Dette brute}}{\text{Dette nette}} * \left( \text{Levier net} * \frac{1}{\text{Productivité}} \right) * \frac{i}{1 - (1+i)^{-\text{maturité}}}$$

Le *ratio dette brute sur dette nette* correspond à l'effet des liquidités. Le *ratio dette nette sur actif net* représente le levier net d'endettement. Le *ratio actif net sur revenu* correspond à la productivité<sup>57</sup>, et le dernier ratio à l'impact du taux.

<sup>56</sup> [https://www.bis.org/statistics/dsr/dsr\\_doc.pdf](https://www.bis.org/statistics/dsr/dsr_doc.pdf)

<sup>57</sup> Cette productivité est plus proche de la productivité réelle des entreprises que le ratio actifs productifs / PIB de la décomposition précédente, puisque les revenus correspondent ici au revenu disponible des entreprises, tandis que le PIB englobe la valeur ajoutée créée par d'autres secteurs.

#### Éditeur

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

#### Directeur de la publication

Gilles VAYSSET

#### Directeurs de la rédaction

Jean BOISSINOT  
Ivan ODONNAT

#### Comité éditorial

Catherine ADENOT, Frédéric AHADO, Pierre BERTHONNAUD, Lukas BOECKELMANN, Clément BOURGEOIS, Hélène CHARASSON-JASSON, Nicolas CHATELAIS, Cyril COUAILLIER, Xavier DENIS, Julien DEMUYNCK, Sébastien DIOT, Julien DOTTER, Laurent FAIVRE, Thomas FERRIERE, Pierre-Yves GAUTHIER, Cyril GRUFFAT, Henri de la GUERONNIERE, Benoit HALLINGER, Sophie HAINCOURT, Pierre HARGUINDEGUY, Dorian HENRICOT, Roxane LEPROUST, Clément MARSILLI, Nicolas MÊME, Fleur de SAUSSURE, Marie-Elisabeth de la SERVE, Arthur STALLA-BOURDILLON, Luis Miguel TAVARES, Clément TORRES, Arnaud TREBAOL.

#### Traduction et réalisation

Service de l'Édition et des Langages  
Direction de la Communication

#### Dépôt légal

Décembre 2019

#### Internet

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