

ÉVALUATION
des
RISQUES
du
SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

Juin 2019

VUE D'ENSEMBLE	4
1. UN ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE PLUS INCERTAIN	6
Perspectives macroéconomiques mondiales	6
Aux États-Unis	6
En Chine	7
Les autres économies émergentes	8
En zone euro	8
Perspectives macroéconomiques pour la France	9
2. RISQUE 1 : RISQUES LIÉS À L'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ	11
Endettement du secteur privé	11
Endettement des sociétés non financières	11
Endettement des ménages	14
Mesures macroprudentielles	17
Endettement public	18
3. RISQUE 2 : RISQUES DE MARCHÉ	19
Environnement de taux d'intérêt bas, valorisation élevée et volatilité	19
Prise de risque	21
Expositions du secteur financier français	23
4. RISQUE 3 : RISQUES DE TAUX D'INTÉRÊT POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES	26
La marge d'intermédiation du secteur bancaire continue de se dégrader	26
Le modèle traditionnel de l'assurance-vie sous pression	28
L'assurance non-vie est structurellement moins affectée par l'environnement de taux d'intérêt	31
5. RISQUE 4 : RISQUES LIÉS AUX CHANGEMENTS STRUCTURELS	32
La rentabilité du secteur bancaire face à des défis structurels	32
Une transformation en profondeur de l'intermédiation financière	34
Focus sur la croissance comparée des bilans des secteurs bancaires et non bancaires	34
Des évolutions structurelles porteuses de nouveaux risques	35

L'environnement macroéconomique mondial apparaît aujourd'hui moins porteur que fin 2018 et plus lourd d'incertitudes. L'escalade protectionniste, la montée de tensions géopolitiques (Moyen-Orient, Chine, etc.) et l'accentuation de risques politiques qui pourraient converger à l'automne (processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et situation politique intérieure, possible procédure de déficit excessif engagée vis-à-vis de l'Italie, changements simultanés des présidences des principales institutions européennes) façonnent un contexte défavorable même si les perspectives de croissance, bien que revues à la baisse, résistent en zone euro comme en France.

Dans ce contexte, la hiérarchie des principaux risques pour le système financier français évolue à la marge mais la cotation de chacun d'entre eux est désormais jugée élevée qu'il s'agisse :

1. des **risques liés à l'endettement** (considérés comme le risque le plus important) qui croît plus rapidement que le PIB ou les revenus : le niveau actuel de l'endettement des acteurs privés ne suggère pas de risque financier généralisé à ce stade, mais sa hausse ininterrompue contribue à une fragilisation macroéconomique progressive et à un affaiblissement de la résilience intrinsèque de l'économie française, alors que la capacité à mobiliser davantage de ressources publiques pour amortir de futurs chocs économiques et/ou financiers s'érode tandis que la dette publique ramenée au PIB est à 98 % en France, un niveau élevé, très supérieur au plafond de 60 % établi dans le pacte de stabilité et de croissance européen.
2. des **risques de marché** (ce risque est d'un niveau quasi équivalent au précédent) : l'environnement de taux d'intérêt durablement bas et un recours accru à des stratégies de levier ont porté les prix des actifs financiers et non financiers (actions, obligations, immobilier, etc.) à des niveaux très élevés. Le secteur financier français n'est pas surexposé à ces risques ; il est cependant, comme partie prenante du système financier mondial, susceptible de subir les répercussions de la déstabilisation d'acteurs plus directement exposés à une correction.
3. des **risques pour les acteurs financiers associés à la persistance de taux d'intérêt bas** : ce contexte de taux d'intérêt durablement bas, s'il soutient l'économie, fragilise les modèles d'activité classiques des intermédiaires financiers (banques et assurances). La rentabilité des banques, et par conséquent leurs valorisations boursières, sont dégradées dans des marges faibles et un contexte de concurrence internationale accrue, par des acteurs souvent mieux capitalisés et disposant de coûts d'exploitation plus faibles.
4. des **risques induits par des mutations structurelles** (désormais jugés élevés) : le secteur financier fait face à des défis structurels qui, en l'absence d'une réponse adéquate, sont porteurs de vulnérabilités à moyen terme. La digitalisation donne un relief nouveau :
 - à la préoccupation sur la maîtrise des coûts dans le secteur bancaire ;
 - à la transformation progressive du secteur financier et à une concurrence accrue (y compris de la part de nouveaux acteurs capables de déployer des techniques d'intelligence artificielle et disposant des données retraçant les habitudes des agents économiques) ;
 - à la cybersécurité à laquelle l'essor de fournisseurs de solutions très dominants avec le développement de solutions partagées entre un grand nombre de clients donne une dimension systémique nouvelle.

Enfin, à mesure que ses conséquences se font plus visibles, l'exposition des institutions financières aux risques financiers liés au changement climatique, qu'il s'agisse des risques physiques (résultant de dommages directement causés par les phénomènes climatiques) ou de transition (résultant des ajustements brutaux ou insuffisamment anticipés qui découleraient d'une transition vers une économie bas carbone), doit faire l'objet d'une surveillance plus attentive.

Ces différents risques sont largement interdépendants. Le contexte de taux d'intérêt bas qui s'est installé depuis le début des années 2010 nourrit la dynamique de l'endettement des ménages et des entreprises françaises comme la prise de risques sur les marchés financiers. Il contribue aussi à la pression actuelle sur les modèles d'activité traditionnels des banques et des assurances, que le développement de l'intermédiation non bancaire accentue. Les évolutions du modèle de financement de l'économie française (plus globalement, européenne) appellent à s'assurer que l'action des autorités pour renforcer la stabilité financière reste efficace, y compris dans un système dans lequel l'intermédiation non bancaire joue un rôle plus important.

Face à ces évolutions structurelles et à ces risques, la politique macroprudentielle vise précisément à prévenir les situations où les pratiques financières accentuent les déséquilibres et à renforcer la résilience du système financier dans sa globalité. Il reste que les instruments de politique macroprudentielle ne peuvent, à eux-seuls, prévenir l'apparition de déséquilibres macroéconomiques, qui appellent un ajustement de l'ensemble des politiques économiques.

Synthèse des principaux risques du système financier français en juin 2019	Niveau et perspective
1. Risques liés à l'endettement Les taux d'endettement des entreprises et des ménages français continuent de croître à un rythme soutenu. La dynamique de l'endettement des entreprises augmente le risque de défaut et/ou les difficultés de refinancement en cas de choc macroéconomique. La croissance des crédits aux ménages appelle également à une vigilance particulière face à l'assouplissement progressif des critères d'octroi. La capacité à mobiliser les ressources publiques pour amortir de futurs chocs économiques ou financiers devient également plus limitée avec l'accumulation des déficits depuis la crise.	
2. Risques de marché Une nouvelle phase d'accumulation du risque s'opère sur les marchés (actions et obligations), dans le contexte d'une orientation de la politique monétaire américaine perçue comme plus accommodante, sans que les perspectives de résultats d'entreprises ne soient revues à la hausse. La confiance des investisseurs pourrait être rapidement affectée compte tenu d'une combinaison de facteurs d'incertitude ou de tensions géopolitiques venant des États-Unis (protectionnisme et tensions commerciales), d'Europe (en cas d'aggravation de la situation italienne ou britannique) ou des pays émergents.	
3. Risques de taux d'intérêt pour les institutions financières La persistance des taux bas en zone euro soutient l'économie mais elle alimente aussi le pessimisme sur la rentabilité des banques et renforce les contraintes de gestion actif-passif des assureurs-vie. De surcroît, la situation politique dans certains pays de la zone euro donne lieu épisodiquement à un écartement des <i>spreads</i> des taux souverains et fait craindre une résurgence de la boucle risque souverain-risque bancaire dans les pays les plus fragiles.	
4. Risques liés aux changements structurels Les enjeux structurels du système financier persistent (digitalisation, maîtrise des coûts, recherche de rentabilité). L'évolution des coûts d'exploitation demeure un point d'attention alors que les établissements bancaires doivent s'adapter à un contexte en pleine mutation. Au sein du système financier international, la croissance de la gestion d'actifs dans l'intermédiation financière va de pair avec des interconnexions complexes avec les secteurs bancaire et de l'assurance. La digitalisation contribue aussi à faire de la cybersécurité un enjeu de plus en plus systémique. Les grandes institutions financières ont commencé à introduire dans leur gouvernance la gestion des risques liés au changement climatique (risque physique et de transition vers une économie bas carbone) mais le mouvement doit s'étendre à l'ensemble du secteur financier.	

 Risque systémique
  Risque élevé
  Risque modéré

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 à moyen terme. Le sens de la flèche indique la perspective du risque, c'est-à-dire son évolution au cours des six prochains mois.

1 Un environnement macroéconomique plus incertain

Le ralentissement de l'économie mondiale et les aléas qui pèsent sur sa croissance ont conduit plusieurs banques centrales à communiquer sur le maintien de politiques monétaires globalement accommodantes. Ces annonces ont été positivement accueillies, soutenant le cycle économique actuel. Elles contribuent cependant à renforcer un contexte de taux d'intérêt durablement très bas, ce qui, du point de vue de la stabilité financière, favorise la hausse de l'endettement privé et public (cf. *infra*, risque 1 et 2), entretient la prise de risques sur les marchés financiers avec des prix des actifs élevés et exposés à des corrections (cf. *infra*, risque 2) et accentue la fragilisation des institutions financières qui peinent à rester compétitives (cf. *infra*, risque 3).

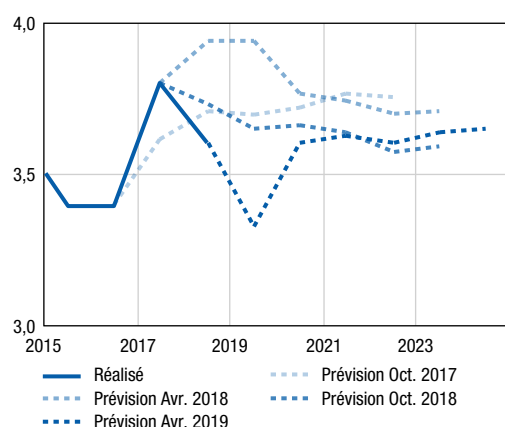
Perspectives macroéconomiques mondiales

Le Fonds monétaire international (FMI) anticipe désormais une croissance mondiale de 3,3 % en 2019 qui se redresserait à 3,6 % en 2020 et 2021 (cf. graphique 1). Le regain d'optimisme en 2018 pour 2019 a été corrigé, alors que l'environnement macroéconomique est plus incertain. Les perspectives de croissance mondiale pour 2019, 2020 et 2021 sont revues en baisse.

Graphique 1

PIB mondial et prévisions à différentes dates

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

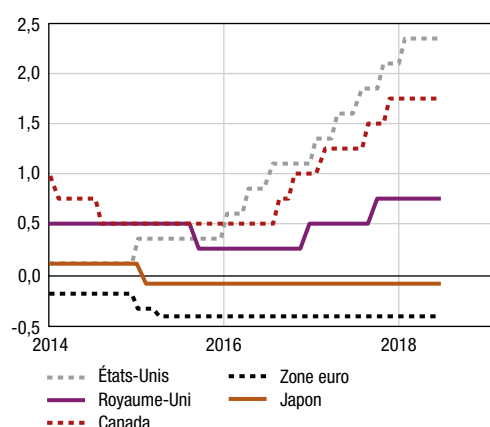


Source : Fonds monétaire international (World Economic Outlook).

Graphique 2

Taux directeurs dans les économies du G7

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : Bloomberg.

Aux États-Unis

La Réserve fédérale américaine (Fed), qui était engagée dans un cycle de normalisation de sa politique monétaire depuis une première hausse de la cible de taux des *Fed funds* en décembre 2015, semble avoir adopté une orientation plus accommodante (cf. graphique 2). La relance budgétaire en haut de cycle aux États-Unis a soutenu la croissance à court terme (2018 et 2019). Elle pourrait contribuer à prolonger le cycle économique domestique en cours (avec un impact ambigu à moyen terme sur l'inflation et à moyen et long termes sur la croissance) même si les perspectives de croissance actuelles semblent aussi pâtir des tensions commerciales et de l'incertitude croissante au niveau mondial.

Les perspectives sur les taux d'intérêt américains sont incertaines. Les volumes d'émission de dette anticipés à court terme devraient rester en hausse, tant pour les titres publics (1 105 milliards de dollars d'émissions nettes de bons du Trésor américain en 2018, soit une augmentation de 106 % par rapport à 2017 – cf. graphique 3) que pour les titres privés (besoin de refinancement important sur les marchés obligataires américains, voir *infra* dans la partie « risques de marchés »). Cette tendance exercerait une pression à la hausse sur les taux d'intérêt, notamment à moyen et long termes. Le ralentissement, depuis le mois de mai, du

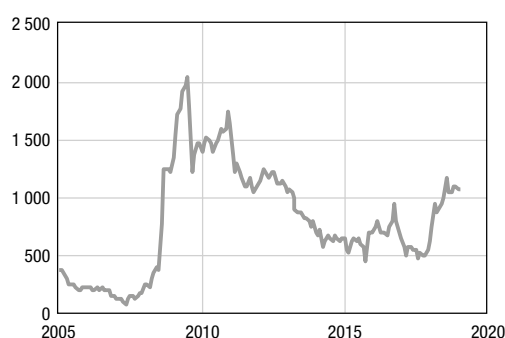
rythme de réduction du portefeuille de titres de la Fed (après une réduction de 315 milliards de dollars en 2018) puis un arrêt de cette réduction à compter du mois d'octobre prochain et le rôle dominant du dollar comme monnaie d'échange et de réserve devraient toutefois atténuer les pressions à la hausse sur les taux, d'autant plus que la Fed indique désormais qu'elle pourrait adopter un biais plus accommodant dans les prochains mois.

Néanmoins, l'écart actuel des taux d'intérêt américains avec ceux des principales autres économies (cf. graphique 4) pourrait rester significatif. Au final, si l'impact macroéconomique en France des développements économiques aux États-Unis serait *a priori* limité, les phénomènes de désynchronisation et de resynchronisation entre le cycle américain et celui des autres régions pourraient contribuer à des réallocations d'actifs et à un accroissement de la volatilité sur les marchés financiers qui impacteraient le système financier international dans son ensemble.

Graphique 3

Émissions nettes de bons du Trésor américain

(x : axe temporel ; y : milliards de dollars (somme glissante sur 12 mois))

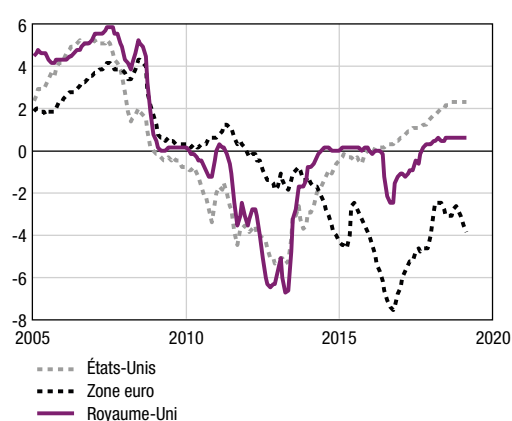


Sources : Financial Information Management (FIMA), Département du Trésor des États-Unis.

Graphique 4

Écart des taux d'intérêt fictifs^{a)}

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



a) Les taux d'intérêt fictif sont des taux théoriques calculés à l'aide d'un modèle intégrant un taux de court terme pouvant être négatif. Ce taux vise à prendre en compte l'impact des politiques monétaires non conventionnelles. Source : Krippner (L.), Banque de réserve de Nouvelle-Zélande.

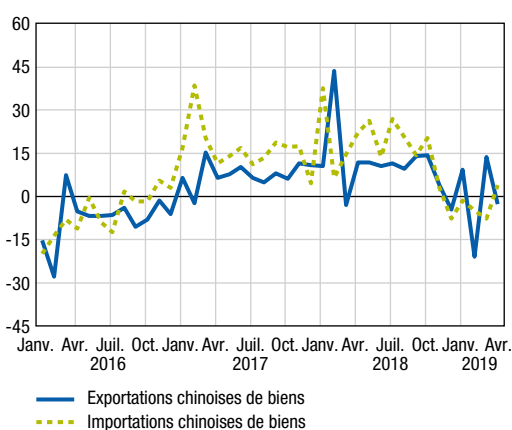
En Chine

Le ralentissement de l'économie chinoise, observé depuis fin 2018, devrait se traduire par une moindre demande adressée à la zone euro. La conjonction d'une faiblesse conjoncturelle de la demande intérieure, liée aux efforts de désendettement engagés au cours des deux dernières années, d'une croissance en baisse structurelle et de la guerre commerciale avec les États-Unis ont conduit à une baisse de 4,7 % des importations chinoises de biens au premier trimestre 2019 (cf. graphique 5). Malgré un stimulus fiscal (dont des baisses d'impôts représentant 2 % du PIB) et monétaire (avec une baisse de 3,5 points en un an du taux de réserves obligatoires) qui devrait relancer la demande intérieure, l'escalade de la crise avec les États-Unis pourrait freiner la croissance en Chine en 2019, dont la cible officielle est de 6,0 %-6,5 %. Ces évolutions nourrissent de nouvelles interrogations sur la

Graphique 5

Commerce chinois de biens

(x : axe temporel ; y : exportations et importations de biens en glissement annuel)



Source : Douanes chinoises.

situation financière des entreprises chinoises et une possible augmentation des créances douteuses au bilan des banques.

Aussi la Chine cherche-t-elle activement des relais de croissance (conjoncturelle et structurelle) externes, comme l'initiative « *Belt and road* » qui soutient les projets des entreprises chinoises désireuses d'investir dans les économies émergentes, notamment en Europe de l'Est.

Les autres économies émergentes

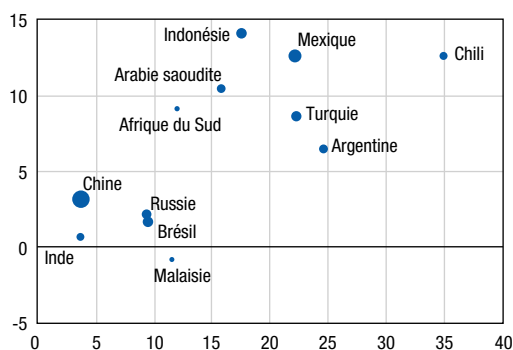
Plusieurs économies émergentes restent vulnérables. Durant la majeure partie de l'année 2018, les devises, la signature souveraine et les indices boursiers de certains pays (notamment l'Argentine et la Turquie) ont été bousculés. Si elles traduisent des fragilités réelles, ces turbulences sont aussi intervenues lors d'inflexions de la politique monétaire américaine. De fait, ces changements d'orientation semblent désormais systématiquement induire des mouvements de capitaux importants (réallocations entre économies émergentes et rééquilibrages de portefeuille entre ces économies et les États-Unis).

L'endettement croissant des acteurs privés dans certaines économies émergentes constitue également une vulnérabilité importante, notamment lorsque la part de la dette en devises, particulièrement en dollars (cf. graphique 6), et/ou à court terme est élevée. L'endettement en dollars de ces acteurs privés présente une double dimension de fragilité macroéconomique, pour eux-mêmes et les économies dans lesquelles ils opèrent, et de risque financier pour les investisseurs internationaux qui y sont exposés.

Graphique 6

Crédit en dollars au secteur privé non financier

(x : niveau en 2018 en pourcentage du PIB ;
y : croissance 2007-2018 en pourcentage du PIB)



Note : La taille des bulles illustre l'importance du montant en dollars.
Source : Banque des règlements internationaux.

En zone euro

La zone euro connaît un ralentissement. La croissance économique ne serait que de 1,2 % en 2019¹ (revue de + 0,1 point de pourcentage – pp – par rapport aux prévisions Eurosystem de mars du fait d'un premier trimestre meilleur qu'anticipé et de – 0,5 pp par rapport aux prévisions Eurosystem de décembre), après 1,8 % en 2018 et en deçà de son potentiel (1,5 %). Les incertitudes au niveau mondial (liées notamment aux risques d'intensification des mesures protectionnistes) se sont également associées à des facteurs domestiques défavorables dans certains pays de la zone euro en fin d'année dernière (en particulier en Allemagne avec un ralentissement de l'activité dans le secteur automobile et en Italie où l'incertitude ont pu peser sur l'investissement).

La reprise de la croissance en 2020 (anticipée à 1,4 %) serait conditionnée à la dissipation progressive de ces circonstances défavorables au niveau national et des incertitudes au niveau mondial tout en bénéficiant de la persistance, globalement, des facteurs fondamentaux soutenant l'expansion de la zone euro (notamment, la résilience des secteurs les moins exposés à l'international, l'orientation de la politique monétaire, la hausse des salaires, la reprise de la demande extérieure et un certain assouplissement budgétaire).

¹ Prévisions de l'Eurosystem publiées le 6 juin 2019.

La reprise est également conditionnée à une résolution favorable des incertitudes politiques en Europe.

La situation au Royaume-Uni et les conditions de sa sortie de l'Union européenne ne sont pas résolues (cf. encadré sur le Brexit) et continuent de constituer une vulnérabilité à court terme.

En Italie, la Banca d'Italia souligne que, malgré une balance des paiements courants positive, la trajectoire de réduction du déficit budgétaire structurel pose un défi en matière de refinancement de la dette en cas de remontée soudaine des taux d'intérêt², alors que la croissance économique attendue en Italie devrait rester en dessous du niveau des taux d'intérêt auxquels la dette souveraine à court terme est émise. Ce défi est d'autant plus prononcé que la capacité de l'économie italienne à renouer avec une croissance soutenable est questionnée et que les réformes structurelles à mener et le respect des engagements européens en matière budgétaire font l'objet de tensions politiques récurrentes (comme en témoigne, récemment, la possibilité évoquée par la Commission européenne de déclenchement d'une nouvelle procédure de déficit excessif).

Focus sur le Brexit

Lors du Conseil européen du 10 avril 2019, le Royaume-Uni et l'Union européenne (UE) ont entériné un report de la sortie du Royaume-Uni pouvant aller jusqu'au 31 octobre 2019. Cette décision ne doit cependant pas conduire les acteurs économiques à ralentir les préparatifs de la sortie et n'écarte par l'éventualité d'une sortie sans accord (« *hard Brexit* »). Le Royaume-Uni a de plus la possibilité de quitter l'Union européenne le 1^{er} de chaque mois, une faculté dont le gouvernement britannique avait indiqué vouloir faire usage. Enfin, la situation politique au Royaume-Uni reste très incertaine. Dans ce contexte, l'hypothèse d'un *hard Brexit* ne peut être écartée.

Parmi les risques liés à une sortie sans accord, la rupture de l'accès à la compensation pour les produits dérivés en euros, l'absence de garantie de la finalité des paiements et l'invalidité des contrats de dérivés de gré à gré en cas de survenue d'événements du cycle de vie suscitent les plus fortes inquiétudes (voir *Évaluation des risques du système financier*¹ de décembre 2018). Les mesures publiques, aussi bien françaises (loi habilitant le Gouvernement à prendre par ordonnance les mesures de préparation au retrait du Royaume-Uni), qu'européennes (décisions temporaires de reconnaissance des chambres de compensation britanniques prises par la Commission européenne) sont de nature à limiter ces risques de sorte qu'ils ne constituent pas un risque avéré pour la stabilité financière. Néanmoins, un *hard Brexit* emporterait tout de même des conséquences pour les acteurs financiers. Les plans de continuité des acteurs du secteur bancaire, de l'assurance et de la gestion d'actifs sont suivis de manière rapprochée par les superviseurs.

Par ailleurs, comme l'a rappelé la Bank of England, au-delà des conséquences opérationnelles au sein du secteur financier, l'impact d'un *hard Brexit* serait principalement macroéconomique avec la possibilité d'une forte récession de l'économie britannique.

¹ <https://publications.banque-france.fr/decembre-2018-1>

Perspectives macroéconomiques pour la France

En France, la croissance n'a guère été affectée jusqu'à présent par le ralentissement de l'économie mondiale. Selon les projections de la Banque de France, la croissance annuelle du PIB resterait proche de son potentiel (1,3 %), s'établissant à 1,3 % en 2019 et 1,4 % en 2020³. La consommation des ménages serait soutenue par des gains de pouvoir d'achat importants en 2019.

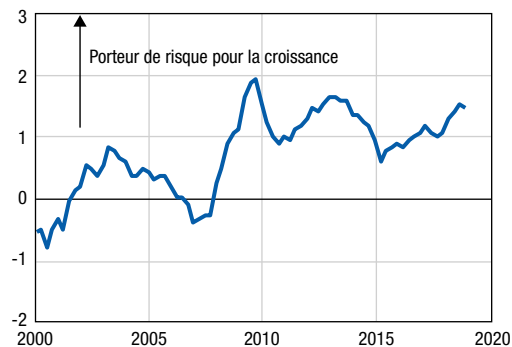
² Rapport de stabilité financière de la Banca d'Italia de mai 2019 : https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/en-FSR-1-2019.pdf?language_id=1

³ Prévisions Eurosystem, Broad Macroeconomic Projection Exercise (BMPE) de juin 2019.

Graphique 7

Indice de condition financière utilisé pour calculer
l'indicateur *Growth at Risk* (GaR)

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

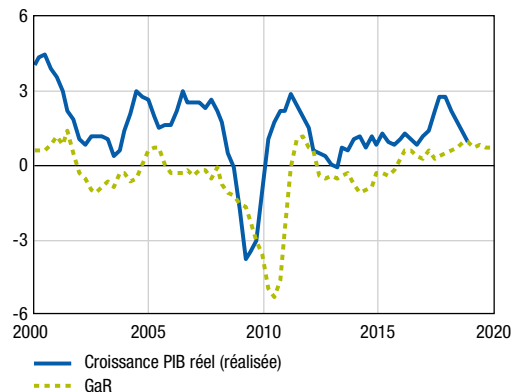


Source : Banque de France.

Graphique 8

Croissance plus incertaine en France mesurée
par l'indicateur *Growth at Risk* (GaR)

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Note : L'indicateur GaR permet d'évaluer l'impact de la détérioration des conditions financières sur les valeurs extrêmes (5^e percentile) de la distribution de la future croissance du PIB.
Source : Banque de France.

La croissance française apparaît en partie soutenue par un assouplissement des conditions financières et une accélération du cycle financier (cf. graphique 7). L'indicateur dit de *Growth at Risk* (GaR)⁴ qui estime le niveau de la croissance à un an dans un scénario adverse (ayant une probabilité d'occurrence de 5 %) signale une accentuation du risque d'un ralentissement (cf. graphique 8).

⁴ Référence sur la Growth at Risk: Adrian (T.), Boyarchenko (N.) et Giannone (D.) (2019), « Vulnerable growth », American Economic Review, vol. 109, n° 4, p. 1263-1289.

2 Risque 1 : Risques liés à l'endettement du secteur privé

ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ

L'endettement du secteur privé atteint en France 3 112 milliards d'euros, soit 132,3 % du PIB fin 2018, en hausse de 45 points de PIB depuis 2000.

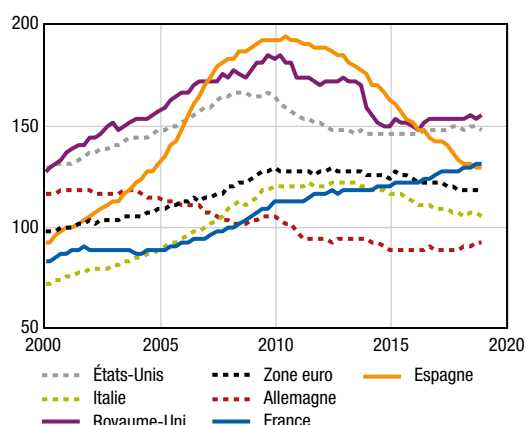
Cette tendance ininterrompue à la hausse est atypique en comparaison internationale. L'endettement a baissé depuis la crise de 2009 dans la plupart des pays avec – 29 points de PIB au Royaume-Uni, – 15 points aux États-Unis, et – 10 points en zone euro entre fin 2009 et fin 2018. Au contraire, il a augmenté de 20 points de PIB sur la même période en France. Par conséquent, l'endettement privé français est désormais le plus élevé parmi les grands pays de la zone euro, et 13 points de PIB au-dessus de la moyenne de la zone. Il reste toutefois inférieur aux niveaux d'endettement des États-Unis et du Royaume-Uni (la dette des ménages étant toujours très élevée dans ces deux pays).

La hausse de l'endettement du secteur privé, principalement portée par la hausse de l'endettement par titres des entreprises sur la période 2012-2015, s'explique aussi par le dynamisme du crédit aux ménages (crédit à l'habitat) et aux entreprises depuis 2017.

Graphique 9

Endettement du secteur privé par pays

(x : axe temporel ; y : pourcentage du PIB)

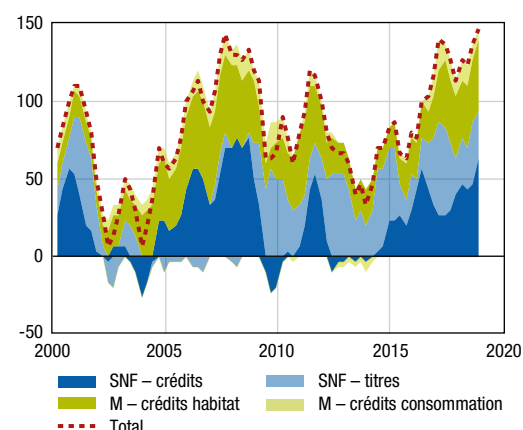


Source : Banque de France.

Graphique 10

Décomposition de la variation de l'endettement du secteur privé

(x : axe temporel ; y : milliards d'euros)



Note : SNF correspond aux sociétés non financières ; M correspond aux ménages.

Source : Banque de France.

L'augmentation actuelle de l'endettement des entreprises comme des ménages s'inscrit dans le contexte général de taux bas persistant. Néanmoins les ressorts de ces évolutions restent distincts.

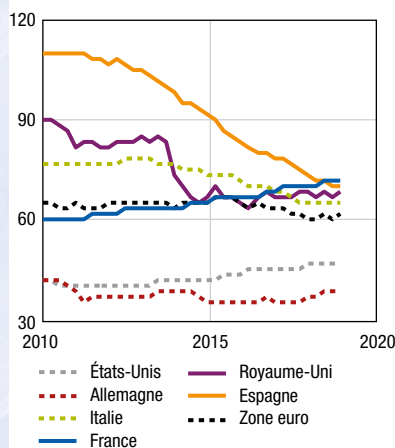
ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

L'endettement des sociétés non financières (SNF) représente 1 708 milliards d'euros, soit 72,6 % du PIB fin 2018 (cf. graphique 11). Il croît à un rythme proche de 5 % depuis 2017 et accélère légèrement en fin de période (+ 5,9 % en glissement annuel en mars 2019 – cf. graphique 12). La croissance de l'endettement des SNF a été tirée par le dynamisme de l'endettement de marché (émissions obligataires) entre 2012 et 2015, puis début 2017. En revanche, sur la période la plus récente, la contribution du

Graphique 11

Endettement des sociétés non financières par pays

(x : axe temporel ; y : pourcentage du PIB)

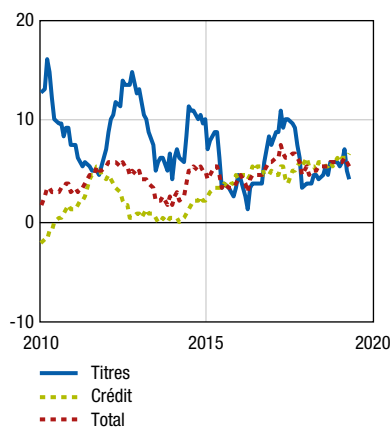


Source : Banque de France.

Graphique 12

Croissance comparée du crédit, de l'endettement de marché, et de l'endettement total des SNF

(x : axe temporel ; y : pourcentage du PIB)

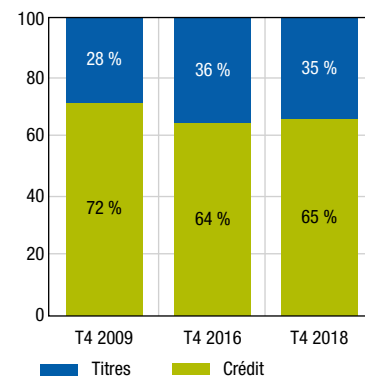


Note : SNF, sociétés non financières.
Source : Banque de France.

Graphique 13

Part relative de l'endettement de marché et du crédit dans la dette totale des entreprises

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : Banque de France.

crédit et celle du financement de marché sont équivalentes et le mix de financement des entreprises semble s'être stabilisé autour de 65 % de crédit bancaire et 35 % de titres (cf. graphique 13).

Le dynamisme de l'endettement des SNF françaises a longtemps été une spécificité au sein de la zone euro. Ainsi, entre 2011 et 2017, l'encours de dette des SNF françaises a progressé de 322 milliards d'euros alors que le stock de dette pour l'ensemble de la zone euro augmentait, seulement, de 384 milliards. Du fait de cette dynamique, l'encours de dette des SNF françaises est désormais 11 points de PIB supérieur à la moyenne de la zone euro.

La population des SNF est assez diverse, aussi bien en termes de modalités de financement que de déterminants et de dynamique.

Les grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) ont connu une progression de leur endettement un peu plus dynamique que celle des PME en 2016-2018. Les grandes entreprises et, dans une moindre mesure, les ETI ont bénéficié d'un financement de marché aisé et relativement peu coûteux dès 2012, tandis que leurs besoins de financement recouvrent un ensemble de problématiques plus larges et plus continues dans le temps que dans le cas des PME : recherche et développement, développement international, acquisitions, etc. Leur endettement a donc progressé plus tôt et s'est fortement appuyé sur les marchés obligataires⁵. En revanche, le rythme de croissance de la dette des PME dépasse actuellement celui des grandes entreprises et des ETI.

Le niveau élevé de l'endettement des grandes entreprises et des ETI peut s'expliquer par une combinaison de facteurs, depuis un taux (facial) d'impôts sur les sociétés relativement plus élevé qui les incite à localiser leur dette en France jusqu'à la prépondérance dans

⁵ Le ratio de levier brut et net au niveau des groupes baisse cependant sur la période 2012-2016. Voir Charasson-Jasson (H.) (2017), « L'endettement des grands groupes français : comment évolue-t-il ? Que finance-t-il ? », Bulletin de la Banque de France, n° 214, novembre-décembre 2017, p. 73-83.

le tissu économique français de grandes entreprises internationalisées qui s'endettent en France pour financer l'activité du groupe dans son ensemble (y compris de filiales à l'étranger). Néanmoins, en contrôlant pour leur secteur d'activité et leur taille, les groupes français n'apparaissent globalement pas plus endettés que leurs pairs⁶.

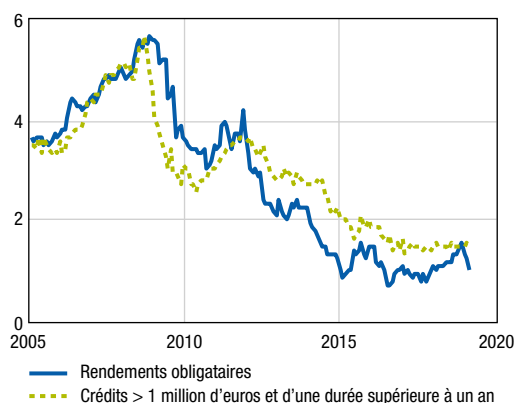
Au niveau macroéconomique, une partie de l'augmentation de l'endettement s'est accompagnée d'une accumulation de liquidités à l'actif du bilan des entreprises. Les évolutions dans la gestion de la trésorerie des entreprises ne suffisent cependant pas à expliquer la hausse de la dette brute : la dette nette des actifs de trésorerie est en hausse de 9 points de PIB depuis 2009 et s'établit à 39,5 % du PIB⁷ (contre respectivement 12 points de PIB et 72,6 % du PIB pour la dette brute).

La baisse des taux (cf. graphique 14) a limité l'effet de la hausse de l'endettement sur la charge de la dette des entreprises. Le poids des intérêts dans le résultat brut a baissé continuellement sur la dernière décennie pour atteindre 14 % du résultat brut (cf. graphique 15). Cependant, la charge de la dette (y compris remboursement du principal) représente une fraction relativement stable du résultat brut, 29 % en 2017⁸. On observe également une légère baisse de la fraction de crédit à court terme qui pourrait améliorer le ratio de la charge de la dette⁹.

Graphique 14

Évolution des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits
et les nouvelles émissions obligataires

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

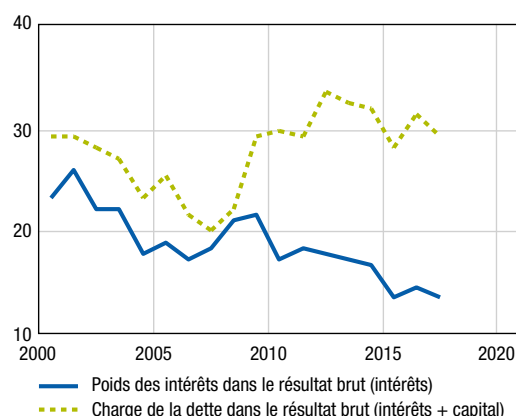


Source : Banque de France.

Graphique 15

Charge de la dette et poids des intérêts
dans le résultat brut global

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : Banque de France.

La baisse des taux a aussi contribué (avec une croissance relativement porteuse) à une baisse de la sinistralité des entreprises (cf. graphique 16) : le nombre de défaillances a fortement baissé depuis cinq ans et la part des encours défaillants dans les encours de crédit totaux s'est plutôt réduite, hormis une hausse pour les moyennes entreprises observée récemment.

Au-delà de la progression des ratios moyens, la distribution de l'endettement parmi les entreprises est importante : une fraction significative de la dette est concentrée sur une relativement petite partie des entreprises. Cette sous-population plus fragile présente un

6 Cf. IMF Country Report N° 18/244, France, Selected Issues, juillet 2018.

7 Les liquidités comprennent ici la monnaie et les dépôts (F2), les titres d'OPCVM (F52) et les titres de créances à court terme (F31). En déduisant uniquement la monnaie et les dépôts, la dette nette des entreprises est en réalité stable. Sur la période récente, les entreprises ont augmenté leurs dépôts en partie en substitution des actifs de trésorerie qu'elles détenaient traditionnellement.

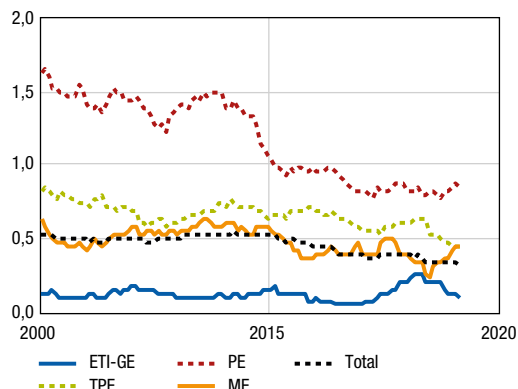
8 Ce ratio diffère légèrement du ratio de la charge de la dette calculé usuellement par la Banque des règlements internationaux (BRI) : il fait intervenir au numérateur la charge de la dette calculée avec la méthodologie de la BRI, et au dénominateur, afin d'assurer une comparabilité avec le calcul précédent, le même résultat brut que celui utilisé pour le calcul du poids des intérêts.

9 Le service de la dette calculé avec la méthodologie de la BRI fait l'hypothèse d'une maturité constante des prêts.

Graphique 16

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

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



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

Source : Banque de France.

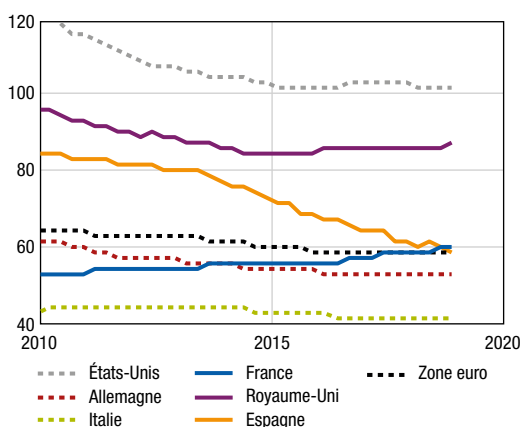
enjeu particulier en matière de stabilité financière. En utilisant les critères d'endettement définis par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF)¹⁰, la fraction de grandes entreprises très endettées est restée stable à 13 % en 2017¹¹. Cette apparente stabilité résulte à la fois de la baisse de la fraction de grandes entreprises avec un taux de couverture des intérêts inférieur à 3 et la hausse de la fraction des entreprises avec un levier net supérieur à 100 % des fonds propres. L'endettement net des liquidités porté par ces entreprises très endettées s'élèverait à 56 milliards d'euros¹².

Les entreprises les plus endettées sont vulnérables à une dégradation rapide de l'environnement macroéconomique et/ou à une hausse importante des taux d'intérêt. L'impact d'une hausse des taux d'intérêt serait d'autant plus marqué qu'au-delà de l'effet lié au refinancement progressif des dettes arrivant à maturité, 38 % de l'endettement des SNF est à taux variable¹³ et que cette proportion tend à augmenter (la part des crédits à taux fixe dans la production baisse, de 56 % début 2018 à 53 % début 2019). Une part de ce risque de taux peut néanmoins avoir été couverte via des produits dérivés, notamment pour les plus grandes entreprises.

Graphique 17

Endettement des ménages par pays

(x : axe temporel ; y : pourcentage du PIB)



Source : Banque de France.

ENDETTEMENT DES MÉNAGES

L'endettement des ménages¹⁴ représente 1 403 milliards d'euros soit 59,8 % du PIB fin 2018 (cf. graphique 17). Le ratio en France dépasse à présent celui de la zone euro (57,6 %), de l'Espagne (59,6 %) et de l'Allemagne (52,7 %). Le ratio actuel en France a augmenté de 8 points de PIB depuis la sortie de la crise (51,8 % au quatrième trimestre 2009) alors que chez tous nos grands voisins il a baissé (– 7 points de PIB en moyenne dans la zone euro). Après une période de stabilisation entre 2011 et 2015, le ratio a augmenté à partir de 2016, porté par le dynamisme du crédit à l'habitat en lien avec la reprise du marché immobilier.

La part de l'immobilier dans l'endettement des ménages français a progressé et atteint 81 % début 2019, à 1 013 milliards d'euros¹⁵. La production de crédit hors

¹⁰ Une entreprise est considérée comme très endettée si simultanément i) son taux de couverture des intérêts est inférieur à 3 et ii) que son ratio de dette nette des liquidités sur fonds propres est supérieur à 100 %. 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

¹¹ 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 Khder (M.-B.) et Rousset (C.) (2017), « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », Note de conjoncture, Insee, décembre.

¹² L'échantillon comporte 226 grandes entreprises, dont 29 sont trop endettées (12,8 %). Cet échantillon représente un encours de 698 milliards d'euros de dette, dont 56 milliards portés par des entreprises très endettées (8,0 %).

¹³ 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 variable.

¹⁴ Par abus de langage, 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).

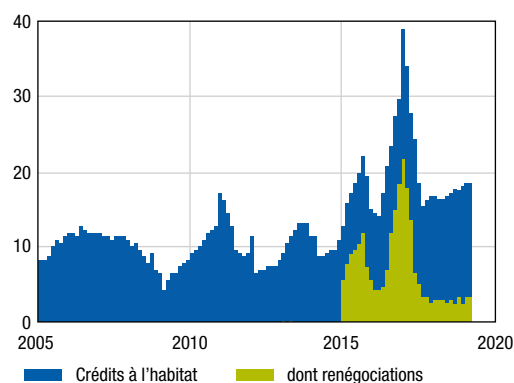
¹⁵ Selon l'enquête patrimoine de 2014, le poids de l'immobilier est plus important que dans les statistiques monétaires. L'immobilier foncier représente 88 % de l'encours et le financement de travaux immobiliers 4 % supplémentaires. Les deux autres motifs notables sont le financement d'un achat automobile (4 %) et le financement d'une activité professionnelle (2 %).

rachats et renégociations est en hausse depuis 2017 (cf. graphique 18). Cette progression de la production de crédit est intervenue à l'issue d'une forte baisse des taux qui, entre 2013 et 2017, a entraîné plusieurs vagues de renégociations des prêts immobiliers. Les taux restent très faibles à 1,51 %. S'ils devaient encore baisser, l'apparition d'une nouvelle vague de renégociations constituerait un enjeu compte tenu de son impact persistant sur les marges d'intermédiation des banques (voir risque 3 *infra*).

Graphique 18

Production de crédits immobiliers dont renégociations

(x : axe temporel ; y : milliards d'euros)

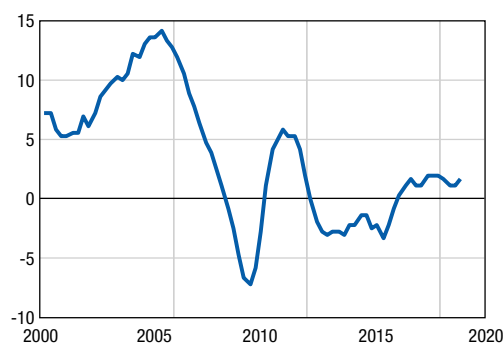


Source : Banque de France.

Graphique 19

Taux de croissance des prix immobiliers de logements anciens en France métropolitaine

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : Indice Notaires-Insee (prix nominaux, cvs).

La hausse des crédits à l'habitat reflète le dynamisme du marché immobilier (cf. graphique 19). Le marché de l'immobilier résidentiel (logements anciens) enregistre ainsi un nombre de transactions record (environ 950 000 ventes de logements anciens en cumul annuel depuis début 2017) et une progression des prix stable depuis début 2017, légèrement supérieure à 3 %.

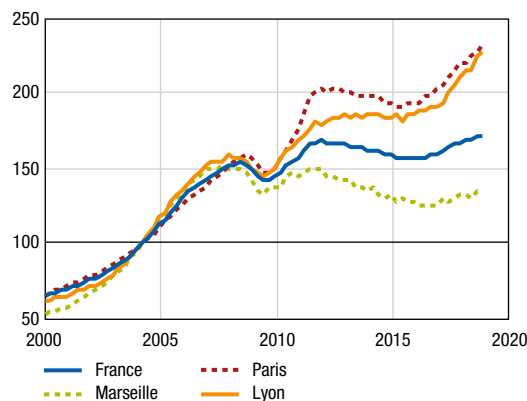
Les disparités géographiques sont toutefois importantes (cf. graphique 20) : la croissance du prix moyen de 3 % masque de fortes hausses (supérieures à 6,5 %) dans le cœur de certaines agglomérations métropolitaines (Lyon, Paris) et des progressions plus atones (inférieures à 2 %) en grande couronne, en zone rurale voire dans certaines grandes villes. Ces divergences contrastent avec la dynamique homogène observée à la fois sur la période de forte progression (2005-2008) et lors de la première contraction post-crise (2008-2009). Le rôle des facteurs démographiques dans ces disparités mérite d'être investigué.

La production de crédits alimente la croissance de l'encours de crédit immobilier, en hausse au rythme de 6 % environ depuis début 2017 alors que le revenu des ménages progresse plutôt à un rythme de l'ordre de 2 %-2,5 %. Il en résulte une hausse tendancielle du ratio dette sur revenu qui va de pair avec un certain relâchement des conditions d'octroi. En particulier, la durée moyenne des prêts à l'octroi a continué d'augmenter pour la cinquième année consécutive (hors rachats et renégociations) pour dépasser son niveau de 2008 et s'établir à 20,9 ans.

Graphique 20

Évolution des prix immobiliers dans les logements anciens

(x : axe temporel ; y : base 100 au T1 2004)

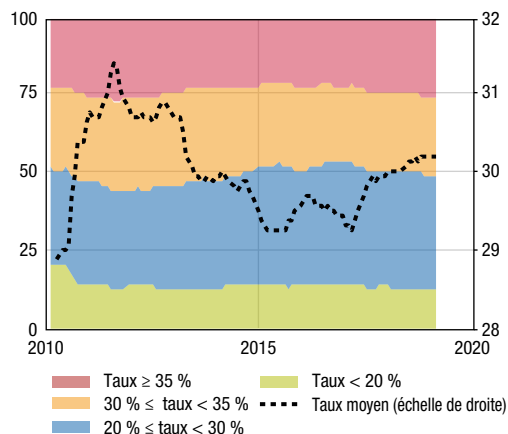


Source : Indice Notaires-Insee (prix nominaux, cvs).

Graphique 21

Taux d'effort à l'octroi

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

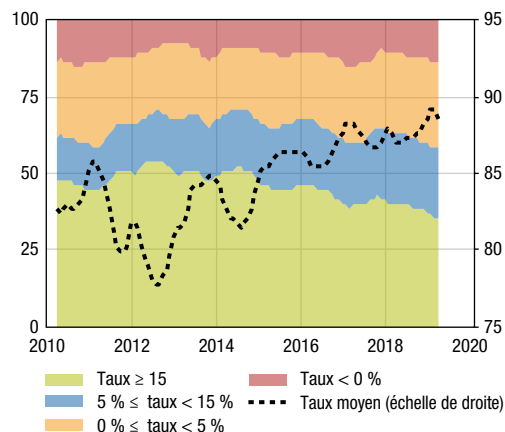


Source : ACPR, enquête annuelle sur le financement de l'habitat et suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat.

Graphique 22

Distribution des taux d'apports et LTV à l'octroi

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Note : LTV (loan-to-value ratio), ratio entre le montant du prêt principal et la valeur d'achat du bien.

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

Le taux d'effort moyen à l'octroi (cf. graphique 21) s'inscrit aussi en hausse pour la troisième année consécutive pour atteindre 30,1 % en 2018 (+ 0,4 point de pourcentage par rapport à 2017). En dépit de la hausse du prêt moyen (+ 5 %), le taux d'effort moyen subit une dégradation limitée, la faiblesse des taux et le profil relativement plat de la courbe permettant aux emprunteurs d'allonger leurs durées d'emprunt sans accroître sensiblement leurs charges de remboursement. La hausse du taux d'effort moyen à l'octroi reflète notamment la croissance de la part des opérations avec un taux d'effort élevé (supérieur à 35 %), laquelle est principalement le fait des acquéreurs déjà propriétaires.

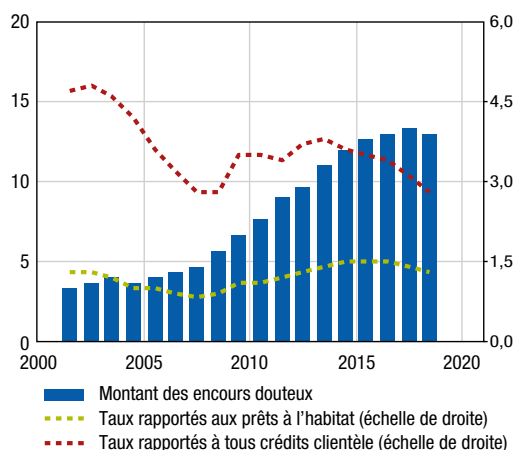
Enfin, le ratio prêt/valeur ou *loan-to-value* (LTV) à l'octroi¹⁶ a augmenté pour la quatrième année consécutive (+ 0,3 point de pourcentage) pour atteindre 87,3 % en 2018, son plus haut niveau historique (cf. graphique 22). Cette évolution résulte notamment de la baisse des taux d'intérêt qui permet d'obtenir un prêt plus élevé à taux d'effort constant. Hors rachats, cette évolution est due en premier lieu aux primo-accédants dont la LTV moyenne a augmenté de 1,9 point de pourcentage, à 90,4 %.

Le marché français du financement de l'habitat continue de bénéficier d'une faible sinistralité. Ainsi, le taux d'encours douteux (1,3 % au 31 décembre 2018) baisse (- 0,13 point de pourcentage par rapport à 2017, cf. graphique 23).

Graphique 23

Évolution annuelle des encours douteux bruts

(x : axe temporel ; y : en milliards d'euros à gauche, en pourcentage à droite)



Note : Les taux correspondent au montant des encours douteux rapporté soit à l'ensemble des prêts à l'habitat, soit à l'ensemble des crédits à la clientèle.

Sources : ACPR, enquête annuelle sur le financement de l'habitat et données BAFI/SURFI.

¹⁶ La LTV (loan-to-value) à l'octroi correspond au ratio entre le montant du prêt principal et la valeur d'achat du bien.

Le risque de crédit des ménages reste limité. Il serait peu sensible à une éventuelle remontée des taux dès lors que les crédits à l'habitat octroyés par les banques françaises continuent d'être 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 de type caution, hypothèque ou garantie, permettant de limiter les pertes en cas de défaut d'un emprunteur. À cela s'ajoute une politique d'octroi principalement basée sur l'appréciation du taux d'effort à l'octroi (*debt service-to-income* – DSTI) et non sur la valeur du bien financé.

Au niveau agrégé, la baisse des taux et l'allongement des maturités ont permis de compenser l'impact de la progression de l'endettement sur le poids de la charge (ou service) de la dette¹⁷ entre 2014 et 2017 (cf. graphique 24). Toutefois, ce dernier repart à la hausse depuis quelques temps et cette dynamique devrait se poursuivre dans les prochains trimestres.

La hausse ininterrompue de l'endettement des ménages couplée au relâchement des conditions d'octroi invitent à rester vigilant. Certes, la sinistralité reste faible et les effets richesse sont relativement marginaux en France (la consommation serait peu sensible à la hausse ou à la baisse de la valeur du patrimoine), en revanche la poursuite de la hausse du ratio dette/revenu et l'augmentation du service de la dette finiraient par peser sur la consommation des ménages et donc sur l'économie.

MESURES MACROPRUDENTIELLES

Même si elles répondent à des logiques différentes, la dynamique de l'endettement des entreprises et celle des ménages ont conduit le HCSF¹⁸ à prendre des mesures visant à limiter l'exposition du secteur bancaire à ces évolutions et à en renforcer la résilience.

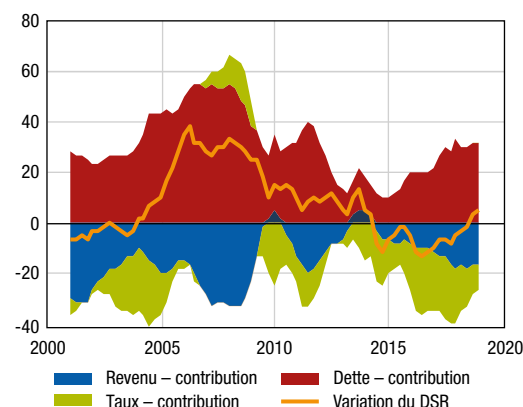
Au regard des risques présentés par une sous-population d'entreprises fortement endettées, le HCSF a décidé en mai 2018 d'introduire une limite d'exposition des banques systémiques aux grandes entreprises très endettées, équivalant à 5 % de leurs fonds propres¹⁹.

En complément, face à la dynamique d'ensemble de l'endettement privé, le HCSF a porté le coussin contracyclique à 0,5 % des actifs pondérés des banques (à 0,25 % en juin 2018, le taux du coussin a été relevé à 0,5 % en avril 2019) avec pour objectif d'assurer la continuité du crédit, en particulier aux PME qui en sont fortement dépendantes, en cas de retournement de cycle financier et d'apparition d'un risque de contraction de l'offre de crédit.

Graphique 24

Variation annuelle du taux de couverture du service de la dette (DSR)

(x : axe temporel ; y : points de revenu disponible brut des ménages)



Note : DSR, debt service ratio.

Sources : Calculs Banque de France, méthodologie Banque des règlements internationaux.

¹⁷ Le service de la dette (intérêts et remboursement du principal) calculé avec la méthodologie de la BRI, rapporté au revenu disponible brut des ménages.

¹⁸ Voir le rapport annuel du HCSF pour plus de développements.

¹⁹ Mesure prise dans le cadre de l'article 458 du règlement CRR (Capital Requirement Regulation). Pour plus de détails concernant cette mesure, voir la décision n° D-HCSF-2018-2 publiée sur le site du HCSF ainsi que le communiqué de presse et la notice explicative afférents.

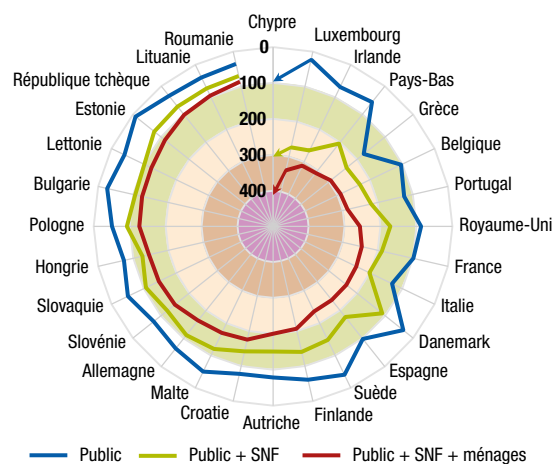
ENDETTEMENT PUBLIC

Le renforcement de la résilience du secteur financier est d'autant plus important que la capacité à mobiliser les ressources publiques pour amortir des chocs économiques ou financiers est plus limitée. La dette publique en France représentait 98,7 % du PIB

Graphique 25

Endettement total par pays en Europe

(cercles concentriques en pourcentage du PIB)



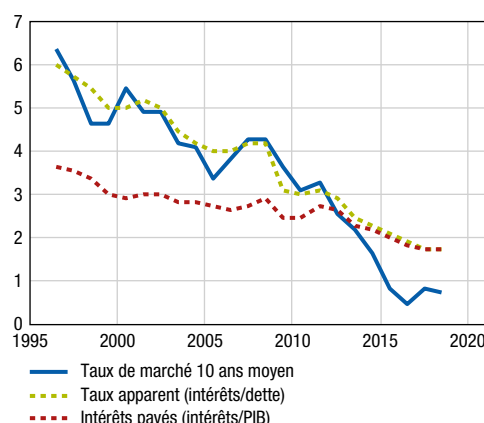
Note : SNF, sociétés non financières.

Sources : Eurostat et calculs Banque de France.

Graphique 26

Service de la dette publique

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

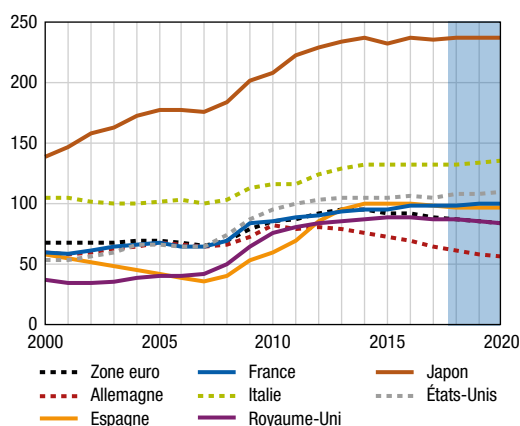


Sources : Eurostat et calculs Banque de France.

Graphique 27

Projections de la dette publique

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : Commission européenne jusqu'en 2018 ; sur fond grisé projections Banque de France pour la France et Commission européenne pour les autres pays.

en 2018, contre 64 % du PIB en 2007, et devrait rester proche de ce niveau dans les prochaines années (cf. graphique 27). L'endettement total de la France se situe plutôt dans la moyenne haute des pays européens (cf. graphique 25).

La baisse des taux d'intérêt a plus que compensé l'augmentation de la dette, permettant à l'État français de réduire le coût du service de sa dette à un niveau historiquement bas, actuellement inférieur à 2 % du PIB (cf. graphique 26). Néanmoins, pour l'avenir, la capacité à mobiliser les ressources publiques est plus limitée en raison des marges de manœuvre budgétaire plus réduites en cas de crise (notamment des niveaux de déficits budgétaires au cours de ces dernières années qui n'ont pas permis une réduction du ratio dette/PIB).

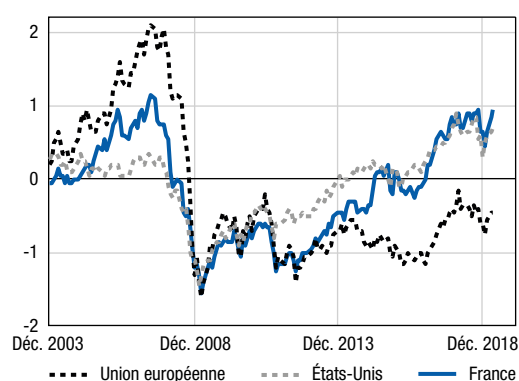
3 Risque 2 : Risques de marché

Les marchés d’actions et obligataires sont revenus à des niveaux de valorisation élevés. La hausse observée depuis début 2019 a pratiquement effacé la correction de fin 2018 : les valorisations observées actuellement correspondent peu ou prou à celle de l’été 2018. Sur les marchés actions, le rapport des prix aux dividendes corrigés du cycle (*cyclically adjusted price earnings ratio* – CAPE²⁰) est revenu à un niveau nettement au-dessus de leur moyenne de long terme (cf. graphique 28). Sur les marchés obligataires, les primes de risques ont légèrement augmenté (tout en restant sensiblement inférieures à leur moyenne historique de long terme) avant de se comprimer à nouveau (cf. graphique 29).

Graphique 28

Ratio centré réduit du cours boursier sur bénéfice

(x : axe temporel ; y : point de pourcentage en écart à la moyenne)

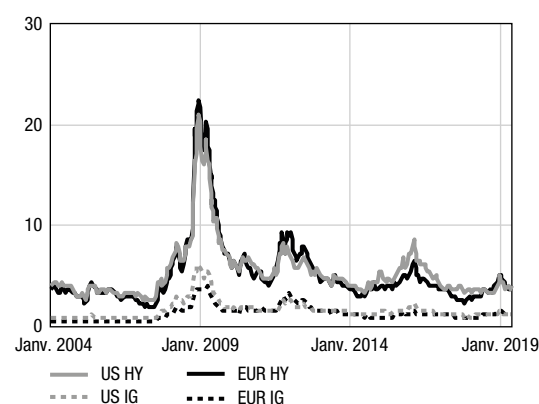


Note de lecture : Si l'indicateur est supérieur à 0, alors le ratio cours sur bénéfice est supérieur à sa moyenne de long terme (1985-2019).
Sources : Datastream et calculs Banque de France.

Graphique 29

Primes de risque sur les marchés obligataires

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Note : US, États-Unis. EUR, zone euro. HY (high yield) signifie le spread obligataire à haut rendement. IG (investment grade) signifie le spread obligataire des meilleures qualités.
Sources : Bank of America et Merrill Lynch.

ENVIRONNEMENT DE TAUX D'INTÉRÊT BAS, VALORISATION ÉLEVÉE ET VOLATILITÉ

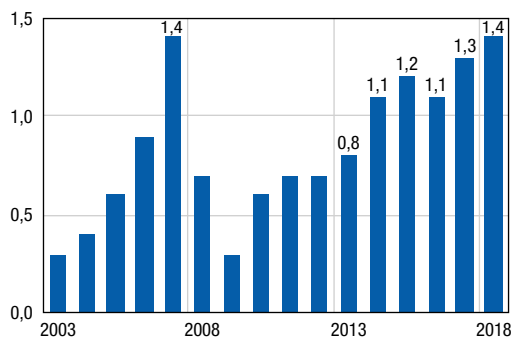
Dans les deux cas, l’environnement de taux d’intérêt bas explique en partie ces valorisations élevées. Sur les marchés d’actions, lorsque les taux d’actualisation baissent sans changement dans la chronique de projection des dividendes anticipés, la valeur des actions augmente. Parallèlement, sur les marchés obligataires, la baisse des taux rend plus aisé le service de la dette et limite le risque de crédit, ce qui peut justifier une baisse des primes de risque. Néanmoins, les niveaux de valorisation actuels semblent aller au-delà de ces seuls effets et incorporer une part d’optimisme et/ou une moindre rémunération des risques. Le surcroît de demande d’actifs risqués intervient dans un contexte de recherche de rendement, comme en témoignent les flux vers le *private equity* (cf. graphique 30) les fonds de dette *corporate* (cf. graphique 31) et, plus généralement, le développement des classes d’actifs alternatives.

²⁰ L'indicateur CAPE est calculé comme le ratio du cours de l'action corrigé de l'inflation sur les bénéfices corrigés de l'inflation et lissés sur dix ans. Cette mesure est choisie plutôt que le PER (price earning ratio) ou PER prospectif (substitution des prévisions de dividendes à horizon un an aux dividendes détachés). Il a été montré que le rendement annuel moyen à dix ans était décroissant avec le niveau de PER ajusté du cycle. Cet indicateur permet de prendre en compte la variation des prix dans les bénéfices nets pendant la durée du cycle et d'avoir une vue à la fois relativement précise et globale de la valorisation boursière sur le long terme. Toutefois, des mesures de sensibilité à la longueur de la période de lissage font apparaître que le PER ajusté du cycle sur cinq ans donne des résultats sensiblement similaires, voire un niveau plus élevé pour la France. Le point faible de cet indicateur est qu'il ne prend pas en compte l'environnement macroéconomique (conjoncture, anticipations de croissance, niveau de taux d'intérêt, etc.). Voir Campbell et Shiller « Stock prices, earnings and expected dividends », Journal of Finance, vol. XLIII, juillet 1988, p. 661-676.

Graphique 30

Volumes d'opérations de *private equity*

(x : axe temporel ; y : milliers de milliards de dollars)

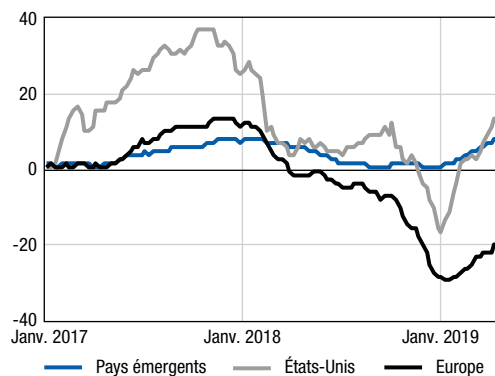


Source : Mc Kinsey Global Private markets Review 2019.

Graphique 31

Flux cumulés des fonds *corporate*

(x : axe temporel ; y : milliards de dollars)



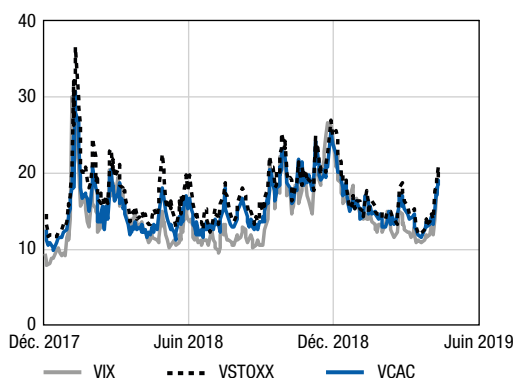
Source : Informa PLC (base de données EPFR).

Par ailleurs, la situation actuelle de valorisations élevées sur les marchés d'actions et sur les marchés obligataires est plus proche de celle du milieu des années 2000 que de celle de la fin des années 1990, lorsque seuls les marchés actions présentaient des niveaux de valorisation très élevés. Ainsi, le potentiel d'ajustement simultané des prix sur de nombreux marchés est significatif.

Graphique 32

Volatilité implicite des options sur le marché actions

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : Bloomberg.

L'environnement de marché actuel est aussi marqué par des mouvements assez brusques dans un contexte général de faible volatilité. Les marchés actions ont ainsi connu des corrections fortes en février, octobre et décembre 2018 qui ont occasionné des hausses des indices de volatilité²¹. Tout comme les valorisations sur les marchés (actions et obligataires) sont rapidement revenues à leurs niveaux antérieurs, la hausse des indices de volatilité a été à chaque fois très éphémère, de sorte qu'il semble abusif de parler de « retour de la volatilité » (cf. graphique 32).

L'environnement de taux d'intérêt explique aussi en partie ces phénomènes de volatilité réduite avec de brefs sursauts : le contexte de taux bas et de recherche de rendement se traduit par des comportements des investisseurs très similaires, avec une forte compétition sur les marchés primaires mais peu de transactions sur les marchés secondaires par

la suite, jusqu'à ce qu'une information nouvelle conduise une fraction significative des intervenants à ajuster leur allocation et leurs portefeuilles de manière analogue, suscitant une forte correction des prix.

Enfin, les périodes de faible volatilité sont propices à une prise de risque accrue. Lorsque les prix sont excessivement stables, les acteurs économiques sont enclins à prendre plus de risque en raison d'un optimisme nourri par l'absence de chocs et renforcé par la persistance de cette situation. C'est particulièrement le cas lorsqu'ils

²¹ Voir la Financial Stability Review publiée en mai 2019 par la Banque centrale européenne.

jaugent le risque à l'aune d'outils procycliques comme la VaR (*value at risk*), dont le niveau diminue à mesure que la volatilité baisse. Or, malgré les soubresauts ponctuels de la volatilité, on observe précisément l'une des plus longues périodes de volatilité réduite depuis trente ans (cf. graphique 33).

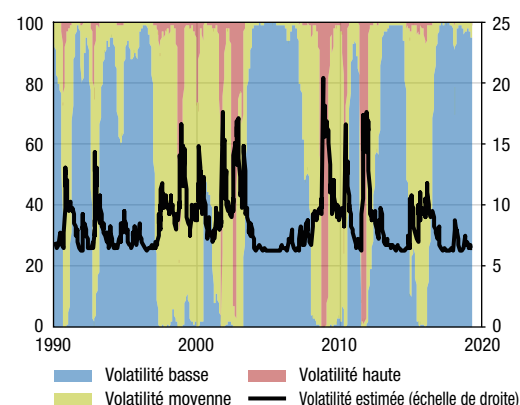
PRISE DE RISQUE

Enfin, la prise de risque accrue par les investisseurs va de pair avec un décalage du risque au sein de chaque segment de marché. Ainsi, au-delà de l'augmentation des émissions de titres *high yield* ou du développement de la finance à effet de levier (*leverage finance*, cf. encadré), la part des obligations les moins bien notées dans l'univers *investment grade* (obligations notées de BBB+ à BBB-) a nettement augmenté ces dernières années.

Graphique 33

Indicateur d'intensité de la volatilité

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Note : Le modèle MSGARCH utilisé ici permet d'estimer sur l'indice CAC 40 la probabilité du régime de basse/moyenne/haute volatilité (calculée sur les rendements).

Sources : Bloomberg et calculs Banque de France.

Encadré

La finance à effet de levier (*leverage finance*)¹

La forte dynamique de la finance à effet de levier (*leverage finance*), en particulier des prêts à effet de levier (*leveraged loans* – cf. graphique 34), très marquée aux États-Unis et sensible en Europe et en France, peut être lue comme un symptôme de l'accélération du cycle financier et de la prise de risque sur les marchés.

Le stock de dette à effet de levier (prêts à effet de levier et obligations à haut rendement – *high-yield*) est estimé fin 2018 à 4 029 milliards d'euros au niveau mondial (cf. tableau 1). Sur le périmètre français, le stock est estimé à 122 milliards d'euros. En l'absence de définition officielle, ces stocks sont estimés à partir des bases de données commerciales et constituent une fourchette basse à comparer avec d'autres données, par exemple des données bilanciellles des entreprises endettées.

Tableau 1

Encours de la dette à effet de levier des sociétés non financières

(en milliards d'euros)

	France	Union européenne	États-Unis	Reste du Monde	Total
Prêts à effet de levier	57	362	1 627	118	2 107
dont <i>collateralized loans obligation (CLO)</i>	0	183	533	1	717
Obligations à haut rendement (<i>high yield</i>)	65	513	1 038	371	1 922
Total	122	875	2 665	489	4 029

Note : Les encours de prêts à effet de levier ne se limitent pas uniquement aux prêts à effet de levier institutionnels.

Source : Bloomberg (données à fin décembre 2018).

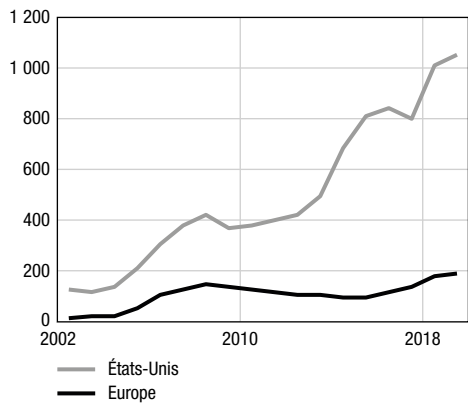
Le développement de ce segment de marché s'inscrit dans un contexte de liquidité abondante, de taux d'intérêt durablement bas qui incite les investisseurs en quête de rendement à se tourner vers les actifs risqués plus rémunérateurs. Ces évolutions conduisent à un écrasement de la prime de risque (cf. graphique 35).

¹ Voir *Financial Stability Review* publiée en mai 2019 par la Banque centrale européenne.

Graphique 34

Encours de prêts à effet de levier

(x : axe temporel ; y : milliards de dollars)

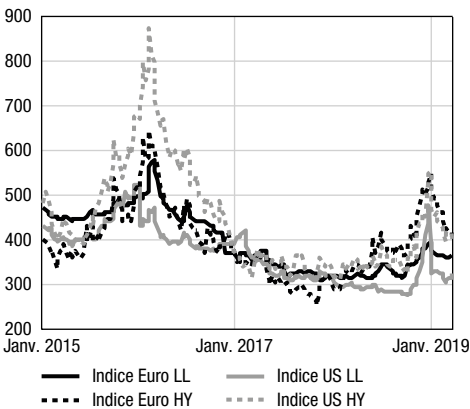


Source : Standard & Poor's, Leveraged Commentary and Data (T1 2019).

Graphique 35

Écrasement de la prime de risque

(x : axe temporel ; y : points de base)



Note : LL, leverage loans. HY, high yield.

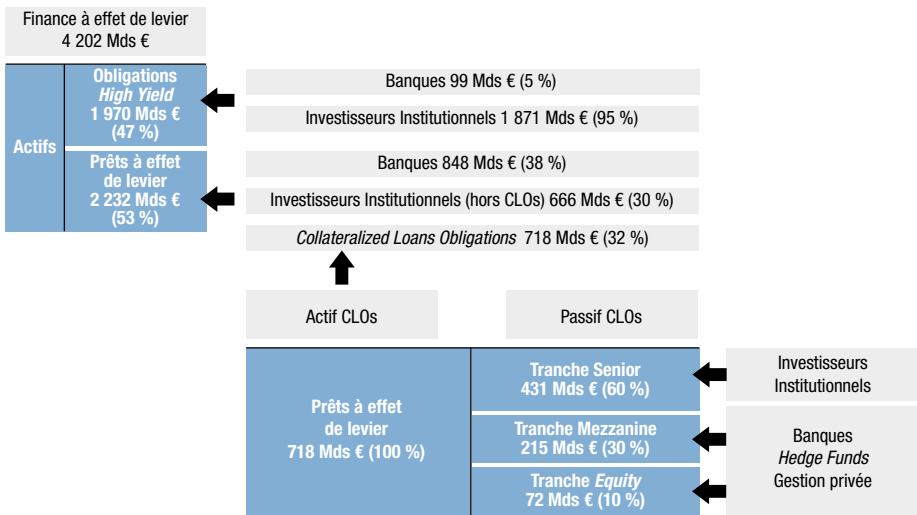
Source : Standard & Poor's, Leveraged Commentary and Data (T1 2019).

Les prêteurs non bancaires (catégorie « autres institutions financières ») sont très présents sur ces marchés et détiennent une part croissante des encours (cf. tableau 2). Les banques qui finançaient autour de 60 % des nouveaux prêts à effet de levier en 2010 ne pèsent plus qu'environ 20 % en 2018 (source : Standard & Poor's, *Leveraged Commentary and Data*).

Tableau 2

Répartition des encours mondiaux de dette à effet de levier

(en milliards d'euros)



Note : Les encours de prêts à effet de levier ne se limitent pas uniquement aux prêts à effet de levier institutionnels.

Source : Données Bloomberg (fin décembre 2018).

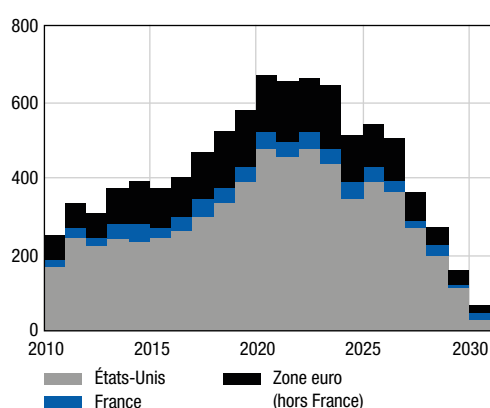
Dans ces circonstances, les marchés apparaissent enclins à une prise de risque croissante au fil du temps dès lors que le contexte de taux bas se maintient. Ils sont en même temps très sensibles aux inflexions (à la hausse comme à la baisse) des perspectives de taux d'intérêt, en particulier américains. Ainsi, dans le cas d'une baisse, la prise de risque tend à s'accroître, renforçant l'effet d'une hausse ultérieure qui exposerait les investisseurs à un triple risque. Premièrement, une correction brutale et simultanée

des prix sur un certain nombre de marchés présentant des valorisations historiquement élevées. Deuxièmement, en lien avec ces corrections et, au-delà, avec un changement d'appétit pour le risque et une évolution durable des rendements relatifs des différents segments de marché ou classes d'actifs, un mouvement de rotation des portefeuilles qui accentuerait les corrections de prix, en particulier sur les segments ou les classes d'actifs les moins liquides. Enfin, une remontée des taux et des flux sortants sur certains segments accentuerait la fragilité déjà significative de certains émetteurs qui peineraient à refinancer leur dette et/ou devraient faire face à une hausse de leur coût de financement et de refinancement.

Graphique 36

Arrivées à échéance par zone géographique

(x : axe temporel ; y : milliards de dollars)

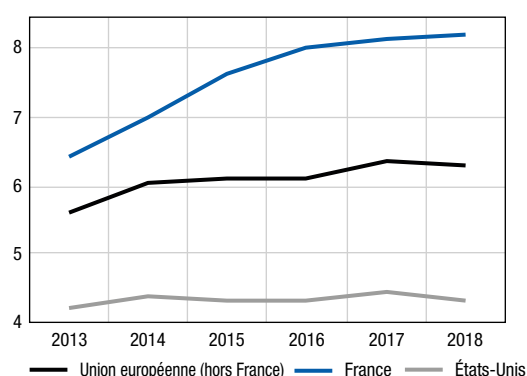


Sources : Dealogic et calculs Banque de France.

Graphique 37

Évolution du ratio de couverture des intérêts (ICR) des corporates BBB

(x : axe temporel ; y : unité)



Note : ICR, interest coverage ratio.

Sources : Dealogic et calculs Banque de France.

Comme le souligne la Fed dans son rapport sur la stabilité financière du mois de mai 2019²², une dégradation de la notation de ces obligations en notation spéculative pourrait éventuellement pousser certains investisseurs à les vendre rapidement. Compte tenu de la taille réduite du marché de la dette spéculative, un volume important de ces ventes sur un marché relativement peu liquide pourrait amplifier les baisses de prix. Une révision à la hausse de perspectives de taux ne ferait qu'accentuer ces développements.

Cet effet est moins marqué (aussi bien en termes de volumes que de différentiel de taux) pour les sociétés non financières en Europe et en France d'autant que les sociétés non financières de qualité de crédit moyenne inférieure (notées BBB+ à BBB-) présentent un ratio de couverture de leur charge d'intérêt plutôt plus élevé et en hausse (la baisse des taux et l'amélioration des résultats ayant nettement compensé l'effet de l'accroissement de la dette). Elles restent néanmoins sensibles à une hausse des taux.

EXPOSITIONS DU SECTEUR FINANCIER FRANÇAIS

L'exposition directe du secteur financier français à ces risques dans un environnement en dollar semble assez limitée.

S'agissant des banques, les engagements des cinq principaux groupes français²³ sur les entreprises non financières implantées aux États-Unis²⁴ s'élèvent à 265 milliards d'euros

²² Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Stability Report, May 2019 : <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-201905.pdf>

²³ BNPP, BPCE, GCA, GCM et SG.

²⁴ Données issues du reporting trimestriel sur les engagements internationaux, en risque immédiat.

Tableau 3

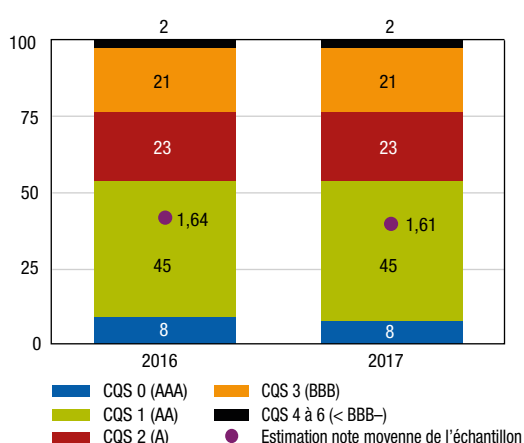
Exposition brute		
(en Md€)	Encours au 31.03.2019	Variation / 31.03.2018
1. États-Unis	704,9	9 %
2. Italie	335,7	10 %
3. Japon	231,3	23 %
4. Belgique	229,1	1 %
5. Royaume-Uni	223,7	-10 %
6. Allemagne	206,1	-3 %
7. Luxembourg	148,8	-15 %

Note : Ces expositions brutes agrègent tous types de concours : entreprises, clientèle de détail, institutions financières, État et banque centrale.
Source : ACPR.

Graphique 38

Proportion de titres dont la notation est inférieure à BBB+

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

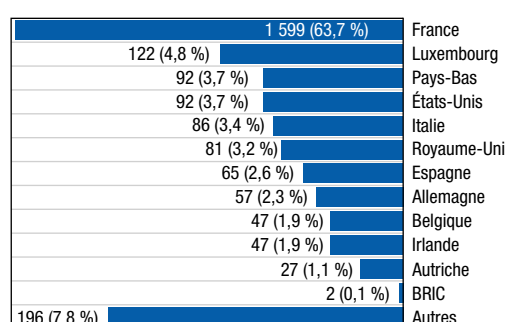


Notes : La notation s'applique aux obligations, titres structurés et titres garantis.
L'estimation d'une notation moyenne de l'échantillon apparaît en blanc.
Source : ACPR (données prudentielles, valeurs de marché).

Graphique 39

Expositions par pays

(milliards de dollars et pourcentage)



Note : BRIC – Brésil, Russie, Inde et Chine.
Source : ACPR (données prudentielles, valeurs de marché).

fin 2018, soit 12 % des engagements totaux sur ce type de contreparties (2 240 milliards d'euros) et 4 % des engagements totaux (6 475 milliards d'euros). À titre de comparaison, les engagements sur les entreprises non financières implantées en France s'élèvent à 1 027 milliards d'euros.

Par ailleurs, à fin mars 2019, les expositions brutes cumulées des cinq principaux groupes bancaires français excèdent le seuil des 100 milliards d'euros pour sept pays (cf. tableau 3). L'Italie reste la deuxième exposition bancaire derrière les États-Unis, en progression de 10 % sur un an. Une part importante de ces expositions provient des filiales des banques (et présente donc un logique autonome), la détention de dette souveraine italienne étant proche de 68 milliards d'euros. L'exposition brute globale au Royaume-Uni est la seule à être en forte baisse (-10 %) sur un an. S'agissant des expositions aux pays émergents potentiellement à risque, la Turquie se place en 19^e position avec une exposition à 31 milliards d'euros, en diminution de 19 % sur un an. Parmi les expositions significatives figurent la Chine (46 milliards d'euros), le Brésil (30 milliards d'euros), la Russie (28 milliards d'euros) ou encore l'Inde (21 milliards d'euros).

Pour leur part, les assureurs vie français n'ont pas accru significativement le risque lié à leur stratégie globale d'allocation d'actifs pour chercher du rendement. La proportion dans le portefeuille d'actifs des titres de qualité inférieure (note inférieure ou égale à BBB+) se situe aux alentours de 23 % et ne semble pas augmenter malgré la dégradation de la notation d'un certain nombre de titres détenus par les assureurs (cf. graphique 38). De même, l'exposition aux pays émergents est très faible. Le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine représentent à eux quatre moins de 0,1 % des placements des assureurs (cf. graphique 39). Enfin, la durée moyenne des titres est restée stable

(6,5 en 2018, contre 6,4 en 2016) alors qu'un allongement des durations permet généralement – lorsque la prime de terme est positive – de gagner en rendement en contrepartie d'un risque de crédit accru.

Néanmoins, les institutions françaises restent exposées à ces risques si les corrections de marché conduisaient à des mouvements de prix auxquels elles sont indirectement exposées ou à des flux déstabilisant des segments sur lesquels elles sont actives ou encore à des défaillances parmi leurs contreparties.

4 Risque 3 : Risques de taux d'intérêt pour les institutions financières

Les modèles d'activité classiques des intermédiaires financiers sont tous, à un titre ou à un autre, fragilisés par l'environnement de taux bas : la marge d'intermédiation des banques subit l'aplatissement de la courbe des taux ; la performance de l'assurance-vie permise par une baisse progressive mais continue des taux s'érode lorsque ce mouvement s'interrompt tandis que l'assurance non-vie perd le bénéfice du rendement des actifs accumulés en raison du décalage entre le paiement des primes et le versement des indemnités.

LA MARGE D'INTERMÉDIATION DU SECTEUR BANCAIRE CONTINUE DE SE DÉGRADER

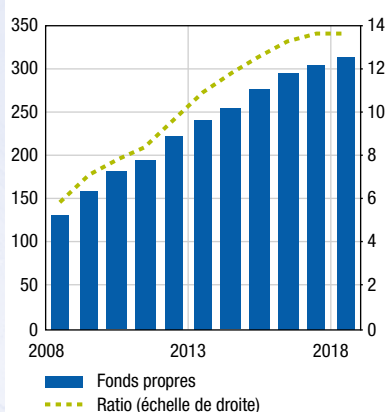
Le secteur bancaire français présente des ratios prudentiels solides. Ainsi, le ratio de solvabilité CET1 agrégé des six principaux groupes bancaires français²⁵ est resté stable en 2018 à 13,6 % : le total des fonds propres CET1 s'élève à 312 milliards (+ 3,0 %) tandis que les *risk-weighted assets* (RWA) se situent à 2 300 milliards d'euros (+ 3,3 %) ; (cf. graphique 40).

Par ailleurs, les banques françaises affichent aussi des ratios de liquidité confortables (cf. graphique 41) : au 31 décembre 2018, le LCR²⁶ agrégé des six grands groupes progresse à 132,1 %, contre 131,6 % en décembre 2017, les banques augmentant de 2,3 % leur détention d'actifs liquides de haute qualité (numérateur du LCR) pour pallier l'augmentation de 1,9 % des sorties nettes de trésorerie (dénominateur du LCR).

Graphique 40

Fonds propres CET1 et ratio de solvabilité CET1

(x : axe temporel ; y : en milliards d'euros à gauche, en pourcentage à droite)

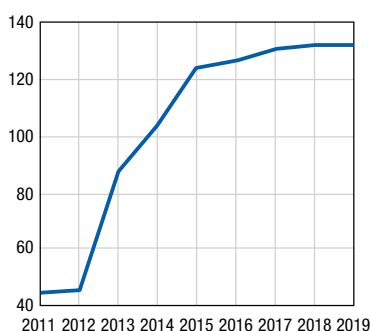


Sources : ACPR (tableaux BAFI/SURFI et COREP), données Quantitative Impact Study Bâle III (QIS) et communication financière ; calculs ACPR.

Graphique 41

Ratio de liquidité court terme (LCR)

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

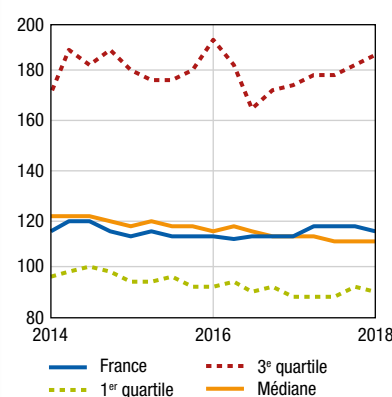


Sources : Quantitative Impact Study Bâle III (QIS) jusqu'en juin 2016, et ACPR (COREP) à partir de décembre 2016.

Graphique 42

Ratio crédits/dépôts

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Sources : ACPR et European Banking Authority (FND_32).

Structurellement, les banques françaises ont en particulier fait évoluer leur passif au sein duquel les dépôts jouent un rôle plus important (cf. graphique 42). Conformément à la tendance des années précédentes, la hausse des dépôts (+ 101,8 milliards d'euros, dont

²⁵ BNP Paribas, groupe BPCE, groupe Crédit Agricole, groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale, Société Générale.

²⁶ Liquidity coverage ratio ou ratio de liquidité de court terme : se définit comme la part des encours d'actifs liquides de haute qualité (HQLA) rapportée aux sorties nettes de trésorerie dans les trente jours calendaires.

96,8 milliards d'euros au titre des dépôts autres que ceux d'établissements de crédit) atteint + 3,1 %. Le ratio crédits/dépôts, qui a nettement baissé depuis la crise, affiche une légère hausse de 2,4 point de pourcentage, passant de 114,2 % fin 2017 à 116,6 % fin 2018, en ligne avec la médiane des banques européennes. La baisse des taux a facilité la collecte de ces dépôts et, lorsque les taux remonteront, le renforcement de la base de dépôts à vue, pourvu qu'elle soit stable, devrait fortement contribuer au redressement de la marge nette d'intérêt.

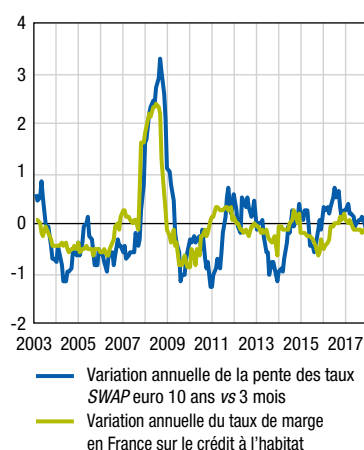
À ce stade, la nouvelle prolongation de l'environnement de taux bas maintient cependant la pression sur la rentabilité des banques françaises, en baisse continue depuis 2012. Elle affecte en particulier la rentabilité de l'activité de crédit : les taux en baisse sur le flux de nouveaux crédits se transmettent progressivement aux encours (d'autant plus vite lorsque ces nouveaux crédits correspondent à des rachats ou des renégociations) et la marge nette d'intérêt (MNI), qui traduit la rentabilité de l'activité de crédit, varie avec la pente de la courbe de taux, l'aplatissement actuel comprimant ce revenu (cf. graphique 43).

De fait, la MNI des banques françaises a reculé de 16 points de base (pb) entre 2012 et 2018 (cf. graphique 44). Cette situation est atypique puisque dans le même temps la MNI augmentait de 7 pb pour les banques européennes et de 46 pb pour les banques américaines (ces dernières bénéficiant en particulier d'une remontée des taux sur la fin de la période). La baisse en France s'explique notamment par la capacité des emprunteurs à renégocier ou rembourser de manière anticipée leur crédit (sous réserve de pénalités contractuelles le cas échéant). Or, dans un marché du crédit à l'habitat très concurrentiel en France, les rachats et renégociations ont représenté 17,3 % de la production en moyenne annuelle en 2018, soit 3,6 % de l'encours moyen, en forte réduction par rapport au pic de mai 2017, avec 52,6 % de la production et 19,5 % de l'encours moyen, ce qui entraîne une baisse des revenus sur toute la durée de vie restante du stock de prêt renégocié.

Graphique 43

Évolution annuelle de la marge de taux des crédits à l'habitat et de la pente de la courbe des taux

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

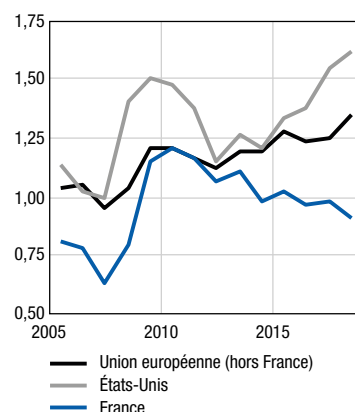


Note : Les marges de taux d'intérêt correspondent à la différence entre les taux proposés par les banques pour les crédits à l'habitat et le taux pondéré moyen de rémunération des nouveaux dépôts des ménages.
Sources : Bloomberg et calculs Banque de France.

Graphique 44

Érosion de la marge nette d'intérêt des banques françaises depuis 2012

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

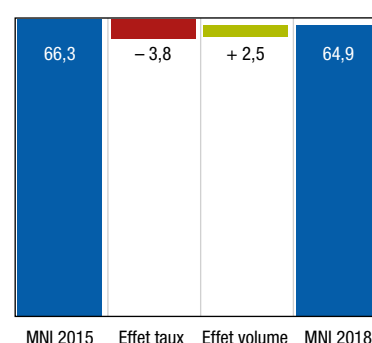


Note : ratios établis sur un échantillon de vingt-huit banques, principalement des G-SIBs (global systemically important banks).
Sources : communication financière et calculs ACPR.

Graphique 45

Décomposition de l'évolution 2015-2018 de la MNI via la variation des volumes de crédit et la variation du taux de marge

(milliards d'euros)



Note : MNI, marge nette d'intérêt.
Sources : ACPR (FINREP) et calculs Banque de France.

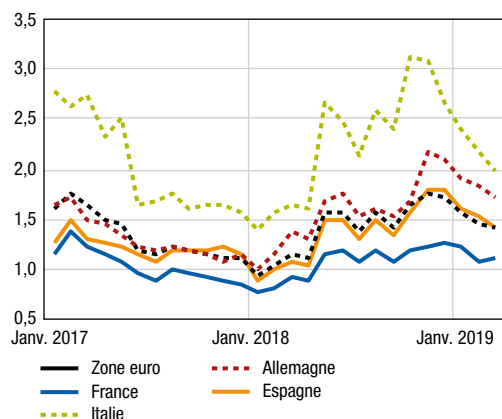
Cette baisse du rendement de l'activité de crédit n'a été que partiellement compensée par l'augmentation des volumes de prêts à l'économie (cf. graphique 45) tandis que le coût du risque est resté stable à ce stade. Cela étant, la mesure du coût du risque, c'est-à-dire la somme des pertes nettes et des provisions nettes (y compris pour risques et charges) sur l'encours de prêts, reflète essentiellement une vision historique du risque. Elle ne préjuge pas d'une éventuelle dégradation future de la performance des prêts sachant que, par exemple, les conditions d'octroi de prêts immobiliers aux ménages se sont assouplies (cf. Risque 1 *supra*).

Au total, si le marché reconnaît la robustesse des banques françaises (à titre d'illustration, leurs *spreads* de crédit sont parmi les plus bas au sein du secteur bancaire européen, signe de la confiance des marchés dans leur solidité, cf. graphique 46), la pression sur les revenus d'intermédiation contribue à une incertitude sur la pérennité des modèles d'activités antérieurs. L'écart entre le coût des fonds propres, ou *cost of equity* (CoE²⁷), et la rentabilité attendue du capital des banques, ou *return on equity* (RoE) témoigne d'une situation de transition qui, si elle persistait, pèserait à terme sur la capacité des banques à lever du capital pour financer leur développement et leur transformation ou faire face à un choc économique ou financier (cf. graphique 47).

Graphique 46

Spreads de crédit des banques dans la zone euro

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

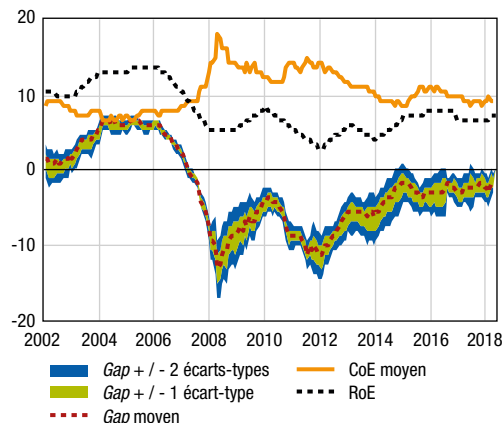


Source : Gilchrist (S.) et Mojon (B.) (2014), « Credit risk in the euro area », The Economic Journal, vol. 128, n° 1, septembre ; calculs Banque de France.

Graphique 47

Écart persistant entre le coût des fonds propres et le rendement du capital des banques françaises

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Note : CoE, cost of equity ; RoE, return on equity.
Sources : Bloomberg, FMI, BCE et calculs Banque de France.

LE MODÈLE TRADITIONNEL DE L'ASSURANCE-VIE SOUS PRESSION

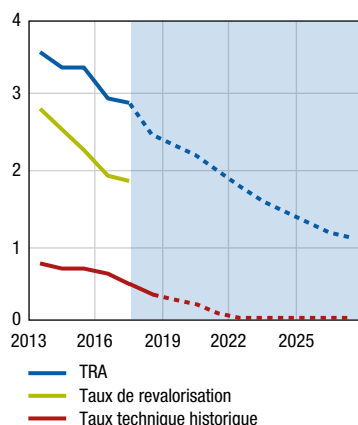
Le développement historique de l'assurance-vie a été porté par le mouvement de baisse tendancielle des taux au cours des quarante dernières années, assurant un rendement de l'actif des fonds euro généralement supérieur aux rendements obligataires instantanés. Or, l'environnement de taux durablement bas met l'ensemble du secteur européen en position inconfortable parce qu'il oblige à baisser les coûts et réduire les marges. Plus encore, une remontée des taux après une longue période de taux bas se traduirait par un rendement des actifs inférieur aux rendements obligataires instantanés, entraînant probablement une désaffection pour ce type de support. L'inertie du rendement du

²⁷ On notera toutefois que le CoE est une variable non observable, estimée à partir des prévisions sur les performances futures du titre et particulièrement sensible aux paramètres de modélisation (niveau de dividendes supposé, rendement attendu par le marché, sensibilité supposée du secteur ou de l'action considérés par rapport à l'indice global).

Graphique 48

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

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

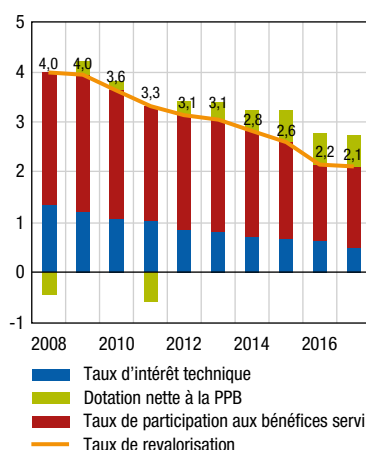


Note : La zone grisée correspond à des simulations.
Sources : ACPR (données comptables pour le TRA et le taux technique historique, données déclarative pour le taux de revalorisation ; périmètre : Top 16).

Graphique 49

Décomposition du taux de participation
aux résultats depuis 2008

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

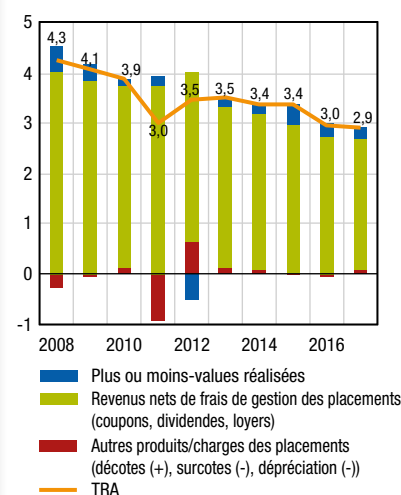


Note : PPB, provisions pour participation aux bénéfices.
Source : ACPR (données comptables, périmètre Top 16).

Graphique 50

Décomposition du taux de rendement
de l'actif (TRA) hors unités de compte
depuis 2008

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : ACPR (données comptables, périmètre Top 16).

portefeuille d'actifs (cf. graphiques 48 et 50) bénéficie aux assureurs lorsque les taux d'intérêt baissent mais les expose en cas de remontée. De plus, pour faire face à la liquidité de leurs contrats en euros, les assureurs vie maintiennent un écart en conservant une durée des actifs moins élevée que la durée du passif, réduisant d'autant le rendement servi. Enfin, si la collecte sur des contrats en unités de compte a été prépondérante ces dernières années, les placements en euros ont semble-t-il bénéficié d'un regain d'intérêt récent.

Compte tenu de taux garantis proches de 0%, le secteur français connaît une situation relativement moins délicate qu'ailleurs en Europe où l'existence de taux de rémunération garantis assez élevés constitue un handicap majeur. Néanmoins, les assureurs vie français ont dû s'ajuster en réduisant, à partir de 2015, les taux de revalorisation attribués chaque année aux assurés et en constituant des réserves pour être en mesure d'absorber partiellement un choc de taux (cf. graphique 49).

La dotation significative de la provision pour participation aux bénéfices – passée de 1,4 % des encours d'assurance-vie fin 2011 à 3,9 % fin 2017 (cf. graphique 51) – devrait permettre aux assureurs de lisser dans le temps la participation des assurés aux résultats et ainsi de limiter l'écart de rémunération avec d'autres supports dans une situation de remontée des taux.

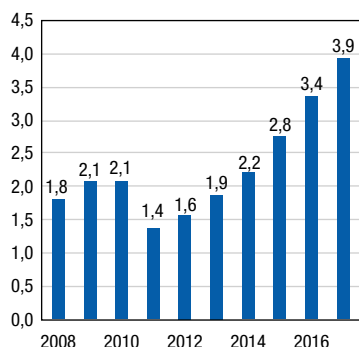
Cependant, plus l'environnement de taux bas persiste, plus la baisse du taux de rendement des actifs est susceptible de se prolonger (à titre d'illustration, sous des hypothèses fortes²⁸, cette baisse du taux de rendement de l'actif pourrait se poursuivre pendant presque dix ans à un rythme d'environ 20 pb par an). Les plus-values latentes sur les obligations détenues à l'actif, très élevées depuis quatre ans baissent progressivement

²⁸ Un réinvestissement des titres obligataires à taux fixe arrivant à échéance dans des obligations à taux 0 % et d'une collecte nette nulle sur les supports en euros.

Graphique 51

Taux de provision pour participation
aux bénéfices depuis 2008

(x : axe temporel ; y : pourcentage)

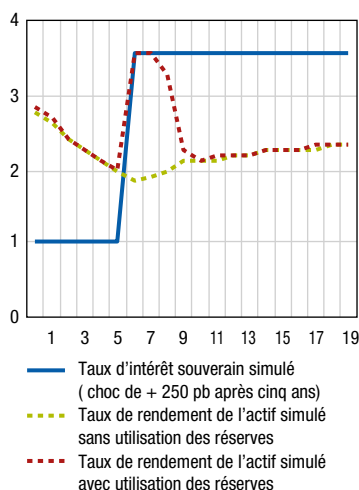


Source : ACPR (données comptables,
périmètre Top 16).

Graphique 52

Simulation de l'inertie du rendement
de l'actif des assureurs vie et
de la consommation de la provision
pour participation aux bénéfices

(x : nombre d'années ; y : pourcentage)

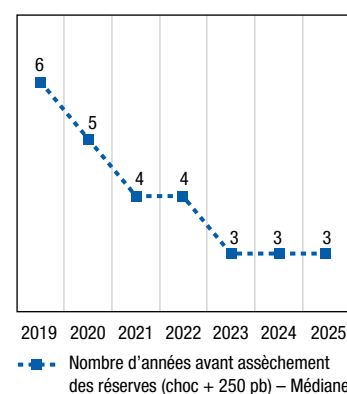


Note : Pb, point de base.
Sources : ACPR (données prudentielles)
et simulation Banque de France.

Graphique 53

Simulation d'un choc de taux d'intérêt
différé dans le temps et capacité médiane
des assureurs vie d'absorption du choc
par les fonds mis en réserve

(x : axe temporel ; y : nombre d'années)



Note : Le choc en points de base (pb) simule
une hausse instantanée du taux souverain
français à 10 ans à différents horizons
(de 1 à 7 ans). La courbe représente le nombre
d'années dont disposent les assureurs vie pour
servir le taux d'intérêt après choc sur la base
du rendement de leur actif et de leur niveau
de provision pour participation aux bénéfices
à fin 2017.
Sources : ACPR (données prudentielles)
et simulations Banque de France.

et seraient consommées en cas de remontée des taux. Les assureurs vie seraient plus rapidement contraints dans leur capacité à rémunérer leurs contrats suite à une forte hausse des taux et exposés à des pertes issues de la vente de leurs actifs obligataires d'adossés dans le cas où les assurés seraient amenés à sortir des contrats garantis rachetables à tout moment.

C'est dans cette situation que les assureurs seraient amenés à mobiliser les dotations à la provision pour participation aux bénéfices afin de limiter pendant un temps les écarts de rémunération entre les contrats et d'autres supports. La mobilisation de ces provisions n'immuniserait pas durablement les assureurs vie contre un scénario de remontée abrupte des taux à moyen terme. En simulant une hausse du taux souverain français de + 250 pb à horizon cinq ans, les assureurs pourraient revaloriser leurs contrats euros au nouveau taux uniquement pendant deux ans et la provision serait asséchée au bout de quatre ans (cf. graphique 52)²⁹.

Plus la durée pendant laquelle les assureurs ont été exposés à des taux bas est importante, moins les assureurs auront la capacité à suivre la hausse des taux d'intérêt : si la hausse du taux souverain mentionnée ci-dessus arrivait à un horizon d'un an au lieu de cinq ans, la provision serait asséchée au bout de six ans (cf. graphique 53).

²⁹ Les graphiques 55 et 56 représentent la situation médiane des assureurs vie français. Ainsi, 50 % des assureurs vie ont un écoulement de la provision pour participation aux bénéfices plus rapide et 50 % ont un écoulement plus long. La simulation est réalisée en ne tenant pas compte des affaires nouvelles et de l'éventuelle constitution de participation aux bénéfices durant la projection.

L'ASSURANCE NON-VIE EST STRUCTURELLEMENT MOINS AFFECTÉE PAR L'ENVIRONNEMENT DE TAUX D'INTÉRÊT

L'assurance non-vie est structurellement moins affectée par l'environnement de taux d'intérêt car la durée des passifs est variable d'une branche à l'autre, et peut être très courte pour certaines d'entre elles. Elle perd néanmoins, avec la baisse des taux, le bénéfice de résultats financiers plus confortables.

Le chiffre d'affaires en assurance non-vie augmente de 2,9 % en 2018 par rapport à 2017. Dans le même temps, la sinistralité se maintient au niveau élevé de 2017, année marquée par une forte sinistralité liée aux catastrophes naturelles. En comparaison, la sinistralité en 2018, liée à des événements de moindre ampleur, a principalement été supportée par les assureurs (sinistralité en hausse de 2,4 % en incendie et autres dommages aux biens et de 4,7 % pour les autres assurances des véhicules à moteur), alors que celle des réassureurs a plutôt reculé. Pour autant, le ratio combiné (hors assurance santé) s'améliore et s'établit juste en-dessous du seuil de 100 % (99 %), en baisse de 3,1 points par rapport à 2017.

5 Risque 4 : risques liés aux changements structurels

Le secteur financier fait face à des défis structurels qui, en l'absence de réponses adéquates, sont porteurs de vulnérabilités à moyen terme. Parmi ceux-ci, trois apparaissent prioritaires : la capacité des banques européennes à accroître leur niveau structurel de rentabilité, la pression sur les modèles d'affaires qu'introduit le développement rapide de l'intermédiation non bancaire et l'adaptation du secteur financier à l'émergence de nouveaux risques, notamment le risque cyber et le risque climatique.

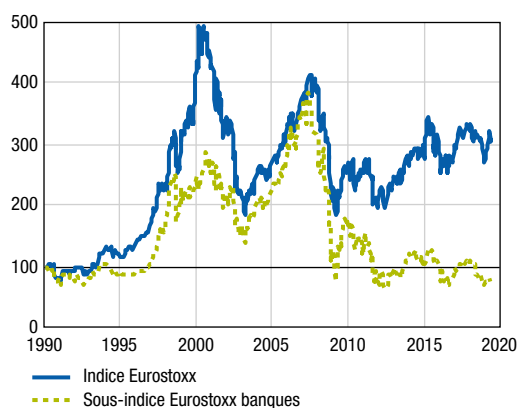
LA RENTABILITÉ DU SECTEUR BANCAIRE FACE À DES DÉFIS STRUCTURELS

Si tous les acteurs financiers sont, à un titre ou à un autre, concernés par ces changements, le secteur bancaire l'est plus particulièrement. Les banques européennes, notamment les banques françaises, font face à des pressions fortes sur leurs modèles d'activités comme en témoigne la perception plutôt négative des marchés. 2018 a ainsi été la troisième plus mauvaise année en termes d'évolution des cours depuis 1990 (cf. graphique 54), de sorte que la valeur de marché des banques françaises et européennes cotées est toujours inférieure à leur valeur comptable et que leur ratio s'est encore dégradé et s'établit à un niveau proche de ses plus bas historiques. À l'inverse, les banques américaines ont certes aussi connu une baisse de ce ratio, mais celui-ci reste supérieur à 100 % (cf. graphique 55). Ces valorisations sont le symptôme d'une interrogation sur les fondamentaux de leur rentabilité dans un contexte où la concurrence de nouveaux entrants, les besoins d'adaptation digitale (et les investissements associés) et de meilleure maîtrise des coûts d'exploitation s'ajoutent à la pression exercée par l'environnement de taux bas sur la rentabilité de l'activité traditionnelle de crédit des banques (cf. Risque 3 *supra*).

Graphique 54

Sous-performance de l'indice des banques

(x : axe temporel ; y : base 100 au 1^{er} janvier 1990)

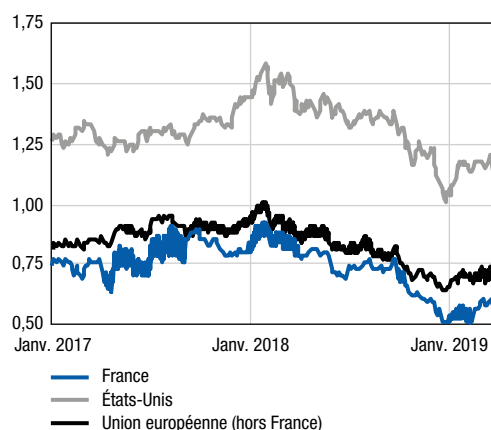


Source : Bloomberg.

Graphique 55

Valeur des banques françaises, européennes et américaines rapportée à leur valeur comptable (*price-to-book*)

(x : axe temporel ; y : unité)



Source : Bloomberg.

L'analyse des écarts de performance entre les banques françaises et leurs pairs (européennes et américaines) illustre ces différents problèmes. La rentabilité économique (mesurée par l'indicateur *return on assets*, RoA) des banques de la zone euro (0,42 %) est deux fois moindre que celle des banques américaines. Cette différence s'explique notamment par i) des différences de modèles d'activités (les banques américaines détiennent moins longtemps les actifs à leur bilan et privilégient des actifs plus risqués et davantage rémunérateurs) et aussi par ii) un niveau et une pente de la courbe de taux d'intérêt en moyenne un peu plus élevés aux États-Unis qu'en zone euro.

Néanmoins, au-delà de cette différence de niveau initiale, la rentabilité économique des banques de la zone euro et celle des banques américaines ont progressé dans les mêmes proportions (respectivement, + 24 et + 26 pb). En revanche, la rentabilité économique des banques françaises a été quasiment stable sur la période.

Alors que les banques américaines ont principalement bénéficié d'une hausse de la rentabilité de leur activité de crédit (mesurée par la MNI), celle-ci ne contribue quasiment pas à la croissance de la rentabilité des banques européennes. La hausse de la rentabilité des banques européennes s'explique principalement par des économies sur leurs frais de gestion.

En France, les revenus tirés des autres activités (assurance, gestion d'actifs) contribuent très positivement au résultat des banques françaises, confirmant l'intérêt du modèle de bancassurance. Mais la progression de ces revenus ne compense pas la dégradation de la rentabilité de l'activité de crédit (cf. Risque 1 et Risque 3 *supra*), des activités de marché et la hausse des frais de gestion qui pèsent lourdement sur la rentabilité globale des établissements bancaires.

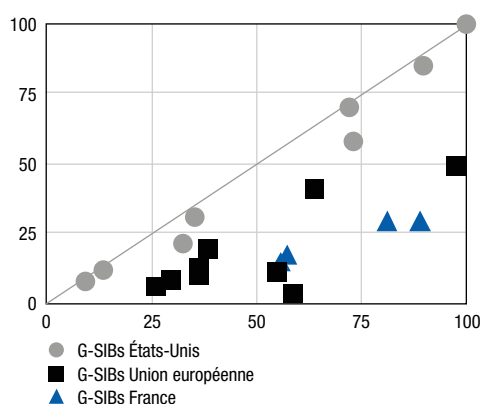
L'écart de rentabilité entre les banques européennes et américaines, par-delà les écarts conjoncturels liés notamment à l'environnement de croissance et de taux, n'est pas structurellement lié à la taille de bilan des acteurs bancaires. Alors qu'à taille égale les banques américaines ont une rentabilité similaire, les banques européennes présentent une rentabilité inférieure. Ainsi, si les deux plus grandes banques américaines et européennes (JP Morgan Chase et HSBC) ont une taille de bilan comparable, le résultat d'exploitation de HSBC en 2018 était inférieur de 50 % à celui de JP Morgan Chase (cf. graphique 56).

De plus, les banques françaises sont parallèlement confrontées à la hausse de leurs coûts, mesurés par le coefficient d'exploitation, alors que la tendance est à la baisse dans les autres pays de la zone euro et aux États-Unis (cf. graphique 57). Si cette hausse provient notamment de coûts exceptionnels de transformation et de restructurations déclarés par les banques, retraités de ces éléments, les coûts augmentent tout de même de 1,9 %. Une meilleure maîtrise de ces coûts constitue donc un enjeu fondamental pour les années à venir.

Graphique 56

Résultats nets des G-SIBs européennes et américaines
en fonction de leur taille de bilan

(pourcentage ; x : taille de bilan, y : résultat net)



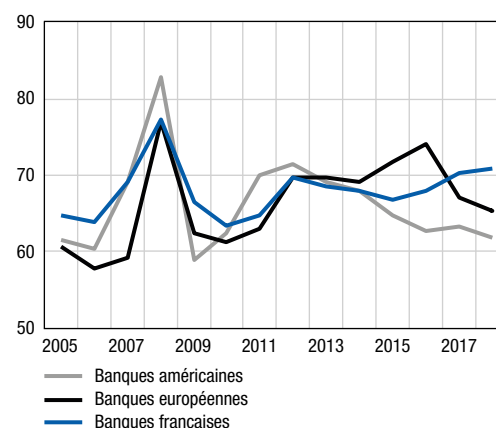
Notes : G-SIBs, global systemically important banks. Les données sont normalisées par rapport à la taille de bilan et le résultat net avant impôt de JP Morgan Chase & Co.

Sources : Standard & Poor's (base de données SNL), calculs Banque de France.

Graphique 57

Niveau du coefficient d'exploitation

(x : axe temporel ; y : pourcentage)



Source : ACPR.

À moyen terme, outre un surcroît d'investissements nécessaires à leur digitalisation, les banques françaises devront aussi faire face à une concurrence accrue de la part de nouveaux acteurs digitaux entrant sur leurs marchés mais aussi, plus structurellement, à une transformation des modèles d'intermédiation suscitée par le contexte de taux bas et, parfois, facilitée par la digitalisation.

La concurrence des banques en ligne et des néobanques est déjà notable, notamment sur les revenus de commission de la banque du quotidien. Une étude de l'ACPR d'octobre 2018³⁰ indique que les banques en ligne et les néobanques représentaient en 2017 une part très minoritaire des comptes courants en France (3,9 %) mais plus du tiers des conquêtes de clients. Or, leurs pratiques tarifaires particulièrement attractives et, à ce jour, déficitaires pour une majorité d'entre elles exercent une pression à la baisse sur les prix.

UNE TRANSFORMATION EN PROFONDEUR DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

L'évolution de la structure de l'intermédiation financière est, elle aussi, déjà nettement engagée. Au niveau mondial, la taille du secteur non bancaire (183,1 milliers de milliards de dollars en 2017) constitué des assureurs, des fonds de pension, des autres intermédiaires financiers (principalement la gestion d'actif) et des auxiliaires financiers³¹ progresse plus vite que le secteur bancaire mondial (150,8 milliers de milliards de dollars en 2017). La rupture de tendance marquée par la crise est particulièrement visible dans la zone euro (cf. graphiques 58, 59 et 60).

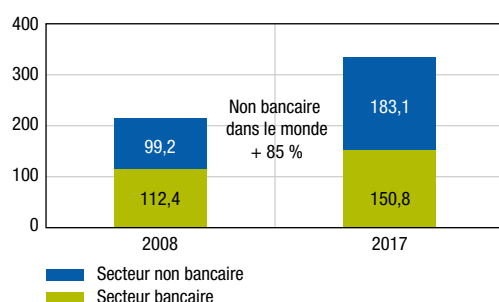
FOCUS SUR LA CROISSANCE COMPARÉE DES BILANS DES SECTEURS BANCAIRES ET NON BANCAIRES

Le secteur non bancaire comprend les assurances, les fonds de pension, les autres intermédiaires financiers (notamment gestion d'actifs). Les encours au bilan sont en milliers de milliards d'euros ou de dollars.³²

Graphique 58

Croissance des secteurs bancaire et non bancaire dans le monde

(x : années sélectionnées ; y : milliers de milliards de dollars)



Note : Le secteur non bancaire inclut l'assurance, les fonds de pension, les autres intermédiaires financiers (en particulier la gestion d'actif) et les auxiliaires financiers.

Sources : Financial Stability Board (Global monitoring report on non-bank financial intermediation, 2018) et calculs Banque de France.

Si le mix d'activités des banques françaises leur permet de bénéficier de cette évolution, il convient de noter que la compétition est aussi forte dans le secteur non bancaire où l'on observe le même type de concurrence entre les acteurs établis et les nouveaux acteurs digitaux.

Enfin, ces évolutions structurelles se traduisent aussi par l'émergence de nouveaux risques et/ou sources de vulnérabilités.

La croissance du secteur non bancaire s'accompagne du développement de nouvelles formes d'intermédiation non bancaire qui, si elles ne représentent qu'une petite partie du secteur non bancaire, restent porteuses de risques de transformation de maturité, de liquidité et de crédit. En effet, les activités relevant du secteur NBFI (*non bank financial intermediation*, parfois désigné *shadow banking*) s'élevait en 2017 au niveau mondial, à 51 576 milliards d'euros.

30 Cf. https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20181010_etude_acpr_banque_en_ligne_neobanque.pdf

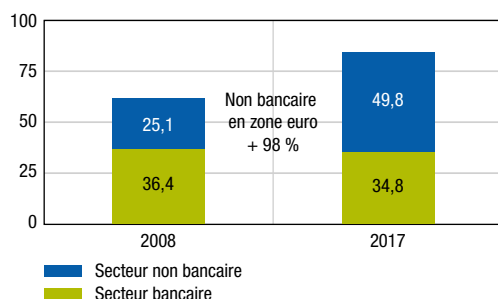
31 Voir le rapport du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) : Global monitoring report on on-bank financial intermediation, 2018. Sont exclues de ces chiffres les entités publiques, c'est-à-dire les banques centrales pour le secteur bancaire (30,1 milliers de milliards de dollars) et les institutions financières publiques pour le non bancaire (17 milliers de milliards de dollars).

32 Ce périmètre est défini par le FSB sous le terme Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation (MUNFI), et comprend notamment les assureurs vie, les fonds de pension, et les autres intermédiaires financiers non bancaires.

Graphique 59

Croissance des secteurs bancaire et non bancaire
en zone euro

(x : années sélectionnées ; y : milliers de milliards de dollars)



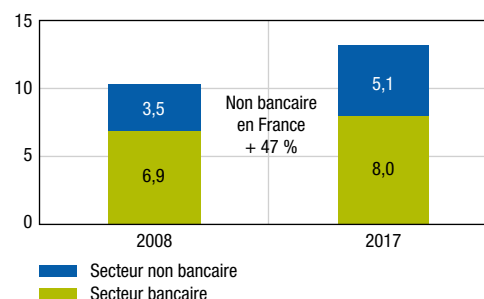
Note : Le secteur non bancaire inclut l'assurance, les fonds de pension, les autres intermédiaires financiers (en particulier la gestion d'actif) et les auxiliaires financiers.

Sources : Financial Stability Board (Global monitoring report on non-bank financial intermediation, 2018) et calculs Banque de France.

Graphique 60

Croissance des secteurs bancaire et non bancaire en France

(x : années sélectionnées ; y : milliers de milliards de dollars)



Note : Le secteur non bancaire inclut l'assurance, les fonds de pension, les autres intermédiaires financiers (en particulier la gestion d'actif) et les auxiliaires financiers.

Sources : Financial Stability Board (Global monitoring report on non-bank financial intermediation, 2018) et calculs Banque de France.

L'intermédiation non bancaire a crû 1,7 fois plus vite que le secteur bancaire entre 2008 et 2017 (cf. graphique 61). Concernant la répartition géographique des encours, le trio des pays de tête intègre les États-Unis, la Chine et les Îles Caïmans avec, respectivement, 28,9 %, 16,0 % et 10,4 % des encours. Dans ce contexte, il devient de plus en plus important de pouvoir effectivement appliquer une régulation adaptée dans ce secteur pour renforcer la stabilité financière, voire être en mesure de gérer une déstabilisation de cette chaîne d'intermédiation dont le rôle macroéconomique se renforce.

DES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES PORTEUSES DE NOUVEAUX RISQUES

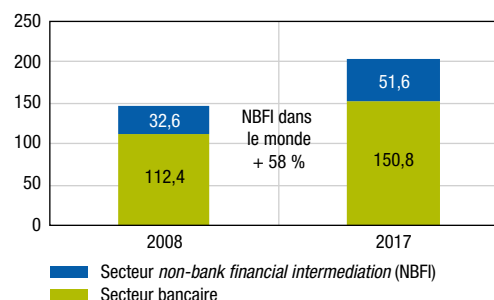
D'autres transformations à l'œuvre de manière plus globale dans l'économie sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur les acteurs financiers traditionnels et le système financier dans son ensemble, avec l'apparition de nouveaux facteurs de risque qui appellent une surveillance plus attentive.

Au-delà des enjeux propres à la rentabilité du secteur financier évoqués précédemment, la digitalisation implique aussi un changement de nature du risque cyber qui devient progressivement plus systémique. Le risque cyber a longtemps été considéré comme un risque opérationnel dont l'importance augmentait avec le développement de la digitalisation, mais qui était de nature plutôt idiosyncratique. Cependant, le développement de solutions informatiques partagées entre un grand nombre d'acteurs et l'essor de prestataires dominants, s'appuyant sur des technologies de *cloud computing* et concentrant la fourniture de certains services et des infrastructures informatiques qui les supportent, donne à ce risque une dimension systémique.

Graphique 61

Croissance du secteur bancaire et du secteur *non-bank financial intermediation* (ex-shadow banking) dans le monde

(x : années sélectionnées ; y : milliers de milliards de dollars)



Note : Le secteur NBFI désigne un périmètre des intermédiaires financiers défini par le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) comme étant les intermédiaires financiers non bancaires (par exemple les fonds d'investissement), en excluant le secteur de l'assurance. C'est un périmètre plus restreint que celui du secteur non bancaire.

Sources : Financial Stability Board (Global monitoring report on non-bank financial intermediation, 2018) et calculs Banque de France.

Dans ce contexte, l'efficacité de la lutte contre le risque cyber nécessite d'améliorer la coopération entre les acteurs et au plan international, notamment dans trois domaines : la réglementation relative à la cyber-sécurité et sa supervision ; la classification des cyber-incidents et le partage des informations correspondantes entre autorités ; enfin, la préparation de la gestion opérationnelle des crises, avec la conduite d'exercices de cyber résilience .

Le changement climatique constitue aussi une tendance de fond dont les répercussions se font désormais plus prégnantes, comme l'a souligné le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) dans son dernier rapport publié en octobre 2018. Elles sont désormais une source de risques financiers pour les institutions financières qui font l'objet d'une attention accrue des autorités en charge de la stabilité financière³³. Ces risques sont de deux types :

- les risques physiques, résultant de dommages directement causés par les phénomènes météorologiques et climatiques ;
- les risques de transition, résultant des ajustements brutaux ou insuffisamment anticipés qui découleraient d'une transition vers une économie bas carbone.

Certaines institutions financières ont commencé à mieux appréhender et suivre ces risques, il est désormais souhaitable que le suivi et la gestion de ces risques se systématisent à l'échelle de l'ensemble du secteur.

33 La Banque de France assure le secrétariat d'un réseau d'une quarantaine de banques centrales et de superviseurs qui veille au verdissement du système financier (Network for Greening the Financial System – NGFS). Le NGFS a publié son premier rapport en avril 2019. L'ACPR a publié, le 10 avril 2019, deux Analyses & Synthèses consacrées au risque climatique pour les groupes bancaires (cf. https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/as_101_risque_climatique_banques_fr.pdf) et les assureurs (cf. https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/as_102_risque_climatique_assurances_fr.pdf).

Encadré

Les risques liés au changement climatique

Le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (*Network for Greening the Financial System* – NGFS – dont la Banque de France assure le secrétariat), a publié, en avril 2019, un premier rapport approfondi, intitulé « *A call for action* ». Ce rapport reconnaît explicitement que les risques liés au changement climatique présentent un enjeu pour la stabilité financière et formule six recommandations (sur une base volontaire).

Il invite ainsi les banques centrales et les superviseurs à i) intégrer les risques liés au climat dans le suivi de la stabilité financière et la supervision microprudentielle, ii) intégrer les facteurs liés au développement durable dans la gestion des portefeuilles pour compte propre, iii) remédier aux lacunes en matière de données et iv) un effort d'analyse et de sensibilisation large.

Parallèlement, il identifie des actions que les autorités politiques peuvent mener en soutien des travaux des banques centrales : i) parvenir à une publication d'informations financières en rapport avec le risque climatique et environnemental sur des bases solides et homogènes au plan international et ii) favoriser le développement d'une taxonomie des activités économiques.

Les membres du NGFS reconnaissent également que de nombreux travaux d'analyse doivent encore être menés pour fournir aux banques centrales et aux superviseurs des outils et des méthodologies appropriés en vue d'identifier, de quantifier et de réduire les risques liés au changement climatique dans le système financier. Cela nécessite la poursuite de travaux techniques et une concertation étroite et spécifique avec la recherche académique.

Suite à ce rapport, le NGFS prévoit de poursuivre ses travaux sur i) la gestion des risques liés au climat et à l'environnement avec la préparation d'un document technique à l'attention des autorités de supervision et des institutions financières, ii) l'analyse des risques reposant sur des scénarios et iii) les meilleures pratiques pour intégrer des critères liés au développement durable dans la gestion des portefeuilles des banques centrales (en particulier en ce qui concerne les investissements respectueux du climat).

En cohérence avec les recommandations du NGFS, l'ACPR a publié en avril 2019 deux rapports sur la façon dont les banques et les assureurs français prennent en compte les risques liés au changement climatique. Ces analyses font ressortir :

- des progrès notables en matière de gouvernance des risques liés au changement climatique : au-delà des annonces relatives aux politiques de désinvestissement dans certains secteurs particulièrement émetteurs de gaz à effets de serre, les établissements bancaires et les organismes d'assurance ont généralement adopté des stratégies se référant à l'Accord de Paris sur le climat. Certains ont également mis en place une information régulière de leurs plus hautes instances de décision sur les expositions à ces risques. On note également une intégration progressive de ces risques dans le cadre des procédures de gestion usuelle des risques, au-delà de la seule dimension RSE (responsabilité sociétale des entreprises) qui prévalait en 2015 et où les risques liés au changement climatique étaient, pour l'essentiel, perçus par ces institutions comme un risque de réputation. Les progrès constatés sont cependant hétérogènes, avec de fortes lacunes dans la déclinaison opérationnelle des stratégies climatiques au niveau des lignes de métiers ;
- des progrès importants sur la prise en compte du risque de transition : ces progrès sont le reflet d'une exposition significative des institutions financières françaises. Ainsi, s'agissant des banques, la part des vingt secteurs les plus carbonés représenteraient 12,2 % des encours nets exposés au risque de crédit en 2017, en légère diminution par rapport à 2015, tandis qu'environ 10 % des placements des assureurs français seraient investis dans des secteurs sensibles au risque de transition (secteurs producteurs ou consommateurs d'énergies fossiles, d'électricité ou de gaz). Les institutions françaises poursuivent le développement d'outils d'analyse de ce risque, avec, pour certaines d'entre elles, des premières mesures de sensibilité des portefeuilles. D'importants efforts analytiques sont encore nécessaires pour mesurer avec précision les expositions des institutions financières. Certaines méthodologies parfois utilisées pour évaluer ces expositions, telles que les limites de grands risques, souffrent de biais méthodologiques importants qui donnent une vision incomplète et biaisée des expositions, selon notamment le niveau de concentration des secteurs bancaires concernés ;
- le risque de transition est susceptible de se cristalliser via différents canaux, l'un d'entre eux est lié aux dommages et intérêts qu'une personne morale devrait payer si elle était jugée responsable du réchauffement climatique. Ce type de risque, qui est parfois caractérisé comme risque de responsabilité et assimilé au risque de réputation dans certaines publications, n'apparaît pas encore bien analysé par les institutions bancaires et les organismes d'assurance français. Cette situation n'est pas satisfaisante, compte tenu du nombre croissant de recours observés au niveau international ;
- les progrès modestes sont en revanche constatés pour ce qui concerne les risques physiques, auxquels, il est vrai, les banques et assurances françaises sont relativement peu exposées à l'actif de leurs bilans : leurs expositions sont en effet généralement situées dans des zones jugées peu vulnérables au regard des scénarios de changement climatique actuellement disponibles, majoritairement en France.

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

Anne-Lise BONTEMPS-CHANEL
Nicolas CHATELAIS
Pierre-Yves GAUTHIER
Benoît HALLINGER
Dorian HENRICOT
Nicolas JOLY
Nicolas MÊME
Emmanuel POINT

Traduction et réalisation

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

Dépôt légal

Juin 2019

Internet

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