

ÉVALUATION des RISQUES du SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

Décembre 2018

PRÉFACE

La loi bancaire du 26 juillet 2013 dispose que « la Banque de France veille, conjointement avec le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF)¹, à la stabilité du système financier ». À ce titre, la Banque de France publie deux fois par an l'évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier français qui rassemble les analyses des équipes de la Banque de France et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. La Banque de France partage ainsi son appréciation de la situation courante sur la stabilité financière en France. Ce document permet également d'étayer toute mesure macroprudentielle nécessaire dont le Gouverneur de la Banque de France pourrait recommander l'adoption au HCSF.

L'analyse des risques identifiés pour le système financier français est présentée en trois grandes catégories : les risques liés à l'environnement macroéconomique ; les risques relatifs aux marchés financiers ; les risques pesant sur les institutions financières. Ces risques peuvent être liés entre eux et s'inscrivent dans un environnement de taux d'intérêt bas dans lequel le secteur financier demeure confronté à des défis structurels liés notamment à la recherche de rentabilité et aux défis des innovations technologiques.

François Villeroy de Galhau
Gouverneur de la Banque de France

¹ *Le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) est l'autorité macroprudentielle française chargée d'exercer la surveillance du système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique (article L.631-2-1 du Code monétaire et financier). Le HCSF est composé de huit membres : cinq membres de droit et trois personnalités qualifiées. Ses membres de droit sont : le ministre de l'Économie et des Finances qui préside le conseil ; le gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ; le vice-président de l'ACPR ; le président de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ; le président de l'Autorité des normes comptables (ANC).*

SOMMAIRE

VUE D'ENSEMBLE	4
1. RISQUES LIÉS À L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE	8
1.1 Un environnement macroéconomique plus incertain	8
a. Une désynchronisation du <i>policy-mix</i> américain avec le contexte mondial	8
b. Une fragilité de certains marchés émergents de nature à affecter d'autres marchés	9
c. Des tensions commerciales accrues	10
d. Une combinaison risquée	12
1.2 Endettement des agents privés non financiers : la tendance à la hausse se maintient	12
a. L'endettement privé atteint un niveau élevé	12
b. La progression de la dette des sociétés non financières se poursuit au second semestre 2018...	13
c. ... ainsi que celle de l'endettement des ménages	14
d. ... conduisant à des mesures macroprudentielles	16
2. RISQUES RELATIFS AUX MARCHÉS FINANCIERS	18
2.1 Risques sur les marchés d'actions	18
a. À première vue, des valorisations boursières toujours élevées, particulièrement aux États-Unis...	18
b. ... en raison notamment d'un contexte de taux d'intérêt historiquement bas...	19
c. ... et sensibles à des chocs externes	21
2.2 Risques sur le marché obligataire	22
a. Cherté relative des marchés obligataires comparés aux marchés d'actions	22
b. Le risque de crédit est-il correctement tarifé en zone euro et aux États-Unis ?	23
2.3 Risques liés à une potentielle rotation des actifs	24
a. L'évolution des corrélations entre classes d'actifs suggère que la période actuelle est atypique	24
b. Les flux sortants concernent les marchés émergents, mais aussi certains segments de marché dans la zone euro...	25
c. ... et l'évolution des structures de marché pourrait amplifier un retournement	25
3. RISQUES DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES	30
3.1 Risques du secteur bancaire français	30
a. Des niveaux de solvabilité et de liquidité satisfaisants	30
b. À l'actif, des expositions sensibles à l'évolution de l'environnement macroéconomique européen et mondial	31
c. La progression limitée des revenus bancaires et le maintien de coûts d'exploitation élevés se traduisent par une stagnation de la rentabilité	34
3.2 Risques pesant sur les sociétés d'assurance	36
a. Une solvabilité solide, perception confirmée par le marché	36
b. Une rentabilité des assureurs vie affectée par l'environnement de taux d'intérêt bas	37
3.3 L'intermédiation financière non bancaire joue un rôle croissant dans le système financier	41
a. Une croissance ininterrompue d'encours de la gestion d'actifs depuis 2010 et en parallèle un renforcement du cadre réglementaire	41
b. Le développement maîtrisé de l'intermédiation financière non bancaire nécessite la fiabilisation des données et la compréhension fine des acteurs	42
FOCUS : BREXIT – LES RISQUES D'UN SCÉNARIO DE SORTIE DU ROYAUME-UNI DE L'UE SANS ACCORD (INFORMATIONS DISPONIBLES AU 12/12/2018)	44
ANNEXES TECHNIQUES	47
GLOSSAIRE	50

Un environnement macroéconomique plus incertain

La croissance mondiale se stabiliseraient en 2018 et 2019 à son rythme de 2017 selon le Fonds monétaire international (FMI), soit 3,7 %, l'accélération attendue aux États-Unis étant compensée par un ralentissement en zone euro, au Royaume-Uni et dans certains pays émergents.

La croissance du produit intérieur brut (PIB) en France resterait supérieure à son potentiel² et s'établirait à 1,5 % en 2018 et en 2019 puis à 1,6 % en 2020, tandis que dans la zone euro, elle atteindrait 1,9 % en 2018, puis 1,7 % en 2019 et 2020.

Cependant, plusieurs facteurs d'incertitude se combinent en provenance des grandes zones économiques : politique commerciale protectionniste et stimulus budgétaire procyclique aux États-Unis, vulnérabilités structurelles de certains pays émergents, situation politique en Europe (Italie, Brexit). Au-delà des incertitudes liées aux événements récents en France, l'ensemble de ces éléments représente un aléa négatif sur l'activité économique pouvant agir comme amplificateur des risques pour la stabilité financière en France.

Dans ce contexte plus incertain, les risques sur les marchés financiers se sont accrus tandis que l'ampleur et la poursuite de la hausse de l'endettement du secteur privé continuent de représenter une vulnérabilité importante du système financier français.

Risques identifiés

1. Risques de marché : des valorisations élevées conjuguées à la montée de l'incertitude peuvent mener à une réévaluation du prix des actifs financiers

Les vulnérabilités s'accroissent sur les marchés financiers mondiaux. Les valorisations restent élevées en dépit des épisodes de correction récents ayant provoqué un retour de la volatilité, notamment en lien avec la résurgence du risque politique. Le risque de réévaluation des primes de risque reste particulièrement prégnant sur les marchés actions et obligations.

Si les valorisations sur les marchés d'actions aux États-Unis et en France demeurent élevées, les indicateurs de rendement relatif ne concluent cependant pas à l'existence d'une bulle spéculative sur les marchés actions en France. La dynamique de hausse quasi continue depuis 2012 et les niveaux élevés de valorisations semblent trouver leur origine notamment dans l'environnement de taux bas et dans le contexte de fort appétit au risque des investisseurs sur les marchés d'actions. En outre, la réforme fiscale américaine a des effets conjoncturels de court terme qui fournissent un soutien ponctuel aux cours américains.

La progression en début d'année des valorisations a créé un potentiel croissant de correction sur les marchés actions américains et européens, qui pourrait provenir d'un choc d'incertitude ou d'une remontée soudaine et insuffisamment anticipée des taux d'intérêt.

L'appétit des investisseurs pour le risque continue de se manifester sur les segments les moins sécurisés du marché du crédit (obligations risquées à haut rendement, prêts destinés aux entreprises endettées – *leveraged loans* notamment) lesquels sont aussi susceptibles de subir une défection soudaine des investisseurs en cas de retournement du marché. Le gonflement de la dette de qualité de crédit faible a été favorisé par une demande forte des investisseurs en recherche de rendement et par la faiblesse des taux d'intérêt, et s'est accompagné d'une dégradation des conditions d'octroi non financières, notamment sur le segment des prêts destinés aux entreprises endettées.

² Les prévisions de la Banque de France ont été finalisées le 28 novembre et ne prennent pas en compte les mesures annoncées depuis lors en France par le Gouvernement. Ces projections sont disponibles ici : <https://www.banque-france.fr/economie/projections-macroeconomiques-france>

L'évolution des structures de marché est également de nature à amplifier les conséquences d'un retournement. Ainsi, l'interconnexion croissante entre les marchés financiers au niveau global pourrait être une source de vulnérabilité pour le système financier français. Le CAC40 est principalement influencé par des chocs étrangers provenant d'économies avancées, mais se révèle résilient aux chocs en provenance des pays émergents. Par ailleurs, l'augmentation des comportements moutonniers, mesurée par la corrélation entre les rendements des différentes classes d'actifs, pourrait rendre inopérante la diversification de portefeuille, poussant les investisseurs à prendre plus de risque. Des mouvements massifs unilatéraux seraient également à même de provoquer un assèchement de la liquidité de marché, venant amplifier la chute des prix des actifs.

En Italie, le risque politique reste élevé, et l'éventualité d'une boucle de contagion entre risque bancaire et risque souverain s'est accentuée. Les banques italiennes sont particulièrement exposées au risque du souverain italien, dont les obligations représentent un peu plus de 10 % de leur total actif. Cette part est en augmentation depuis le début de l'année, symétriquement aux ventes massives des investisseurs étrangers qui contribuent à la hausse des taux souverains et à l'écartement des *spreads* par rapport aux autres pays de la zone euro. Au Royaume-Uni et dans le reste de l'Union européenne (UE), l'incertitude quant à l'issue des négociations entre le Royaume-Uni et l'UE relatives aux modalités du *Brexit* demeure une source d'instabilité sur les marchés.

2. Les risques liés à l'endettement du secteur privé : l'endettement du secteur privé français continue de progresser et la vigilance reste de mise

En France, la croissance ralentit en cette fin d'année mais reste toujours légèrement supérieure à son potentiel dans un contexte de conditions monétaires et financières favorables (taux bas et coût du crédit faible), et la dynamique positive du crédit se traduit par un endettement significatif des agents économiques. Cette évolution pourrait conduire à la constitution de déséquilibres financiers jouant un rôle d'amplificateur en cas de choc ou de retournement de l'activité.

L'endettement privé en France atteint 132,2 % du PIB au T2 2018, soit 12,3 points de pourcentage au-dessus de la moyenne de la zone euro. Ce pourcentage se décompose en 73,3 points au titre de la dette des sociétés non financières et 58,8 points au titre de la dette des ménages. Contrairement à ce qui a été observé dans les autres grands pays de la zone euro, l'endettement privé en part de PIB n'a pas connu de baisse durable depuis la grande crise financière de 2008.

Si l'on tient compte de l'endettement public, le ratio d'endettement de l'ensemble des agents (secteur privé non financier et secteur public) s'établit à 231,2 % du PIB, en augmentation de 63 points de pourcentage depuis 2008.

S'agissant des sociétés non financières (SNF), les données d'octobre 2018 confirment la vigueur de la croissance du crédit bancaire qui leur est octroyé, quelle que soit leur taille. Or les SNF sont particulièrement vulnérables à une dégradation soudaine de l'environnement macroéconomique ou à une hausse importante des taux d'intérêt, puisque une très large part (44 %) de leur encours d'endettement est à taux variable et que la charge de leur dette ne diminue pas malgré des coûts de financement toujours très bas. De surcroît, les enquêtes réalisées confirment le développement rapide des financements à effet de levier assortis d'un relâchement assez net des conditions d'octroi.

Quant aux ménages, leur endettement³ atteint 1 373 milliards d'euros au T2 2018. Cet encours en progression reflète à la fois la forte croissance du crédit à la consommation, principalement pour le financement de l'automobile, et la poursuite de l'accélération du cycle immobilier observée depuis 2015. Ainsi, les prix de l'immobilier continuent de

³ Particuliers, entrepreneurs individuels et institutions sans but lucratif au service des ménages.

croître à un rythme soutenu bien qu'en léger ralentissement. Les disparités géographiques restent toutefois fortes : 2,8 % sur douze mois pour la France entière contre 7,1 % à Paris. Le coût de l'endettement reste particulièrement attractif pour les ménages : en octobre 2018, le taux moyen des crédits à l'habitat a atteint 1,51 %, soit son point le plus bas depuis décembre 2016. Cependant, les conditions d'octroi continuent de s'assouplir (hausse du prêt moyen, de la durée moyenne, du taux d'effort moyen et du rapport montant du prêt sur la valeur du bien), ce qui requiert une certaine vigilance bien que la quasi-totalité des crédits immobiliers soient libellés à taux fixe et bénéficient d'une garantie.

3. Risques de taux d'intérêt lié à la fragmentation : dans un contexte de taux d'intérêt qui demeurent historiquement bas, l'écartement des primes de risque pourrait s'accentuer, en particulier sur le marché des dettes souveraines en euros

Au niveau global, et en Europe notamment, les taux d'intérêt demeurent historiquement bas. Une remontée brutale des taux d'intérêt, qu'elle s'opère par une hausse des taux sans risque ou un écartement des *spreads* de crédit, pourrait affecter l'équilibre actif/passif des institutions financières (banques, assurances), *via* notamment la valorisation de leurs portefeuilles de titres.

La désynchronisation croissante entre la trajectoire haussière des taux d'intérêt aux États-Unis et leur évolution dans le reste du monde est de nature à déclencher des mouvements de capitaux massifs à la recherche de rendements élevés et sûrs, au détriment des classes d'actifs les plus risquées. Dans une amorce de « grande rotation des actifs », les pays émergents qui présentent les vulnérabilités externes les plus grandes ont été affectés par des sorties de capitaux et ont vu leurs devises et leurs indices boursiers fortement chuter au cours des derniers mois. En Europe également, les investisseurs ont délaissé certains segments de marché (notamment les obligations souveraines et *corporate*).

La discrimination croissante du risque par les investisseurs, sous-jacente aux réallocations de portefeuilles, pourrait également favoriser une hausse de la fragmentation dans la zone euro. Ainsi, l'évolution politique observée en Italie s'est accompagnée d'un écartement marqué des *spreads* de crédit par rapport aux taux d'intérêt obligataires du souverain allemand, qui pour l'instant n'a pas entraîné de contagion notable à d'autres pays de la zone euro, mais pourrait affecter les conditions de financement des agents privés italiens.

4. Risques liés aux changements structurels du secteur financier : des changements structurels pèsent sur la profitabilité des institutions financières françaises mais le risque d'une dégradation marquée paraît limité

Le secteur bancaire est confronté à des défis structurels, tels que la maîtrise des coûts dans l'environnement de taux d'intérêt bas, l'amélioration de la profitabilité par la diversification des lignes d'activité, les risques juridiques et les litiges, les coûts réglementaires et de mise en conformité, et la concurrence des acteurs financiers non bancaires. En y faisant face, les banques voient leurs frais généraux augmenter plus rapidement que leur produit net bancaire (PNB), reflétant principalement l'impact des différents plans de transformation des métiers et d'investissement dans les nouvelles technologies. Les banques diversifient leurs activités vers les services financiers spécialisés, la gestion d'actifs et l'assurance, qui contribuent fortement à la croissance du PNB, tandis que les revenus de la banque de détail stagnent et subissent toujours l'incidence des taux d'intérêt bas sur les revenus d'intérêt.

Les banques françaises apparaissent résilientes dans les scénarios de stress simulés par l'Autorité de contrôle bancaire européenne (ABE). Les résultats de ces *stress tests* ont été publiés en novembre 2018. Ils montrent que leurs ratios de capital subiraient une baisse légèrement plus faible que la moyenne européenne. Certains indicateurs en particulier

attestent de cette solidité : le taux de prêts douteux est en baisse et inférieur à la moyenne européenne, tandis que le coût du risque est en recul notable sur un an.

L'environnement de taux d'intérêt bas continue de peser également sur les bilans du secteur des assurances et en particulier sur ceux des organismes d'assurance vie. En effet, la soutenabilité à moyen terme de leur modèle d'affaires dépend du niveau des taux d'intérêt. La recherche de rendement ne se manifeste pas à ce stade par une prise de risque accrue pour ces organismes.

Au total, les organismes d'assurance demeurent résilients et malgré une grande hétérogénéité entre eux, les ratios de solvabilité indiquent que les exigences en capital sont largement couvertes au niveau global.

Tableau 1

Synthèse des principaux risques pour le système financier français en décembre 2018

Principaux risques pour le système financier français en décembre 2018	Niveau et perspective
1. Risques de marché Le risque de réévaluation des prix des actifs financiers persiste malgré les épisodes de correction récents. Des phénomènes de rotation de portefeuille sont observés. Les valorisations des marchés financiers conservent un niveau élevé, pour les actions et les obligations, ce qui démontre un appétit des investisseurs pour le risque. Mais la confiance de ces derniers pourrait être affectée par la combinaison de plusieurs facteurs d'incertitude venant des États-Unis (protectionnisme et politique économique), d'Europe (situation politique italienne, Brexit) ou des pays émergents (vulnérabilités financières).	
2. Risques liés à l'endettement du secteur privé Les taux d'endettement des sociétés non financières (SNF) et des ménages français continuent de croître, à l'inverse de l'évolution observée dans les autres pays européens. La dynamique de l'endettement des SNF est notamment source de risques de liquidité et de défaut, qui pourraient s'accroître au cours des prochains mois. La croissance des crédits aux ménages reste soutenue et appelle à une vigilance particulière face aux signes d'assouplissement de certains critères d'octroi de crédit.	
3. Risques de taux d'intérêt lié à la fragmentation La situation politique dans certains pays de la zone euro se traduit par un écartement des <i>spreads</i> de taux souverains et alimente un risque de fragmentation des marchés de dette en euros. Cette évolution fait craindre une résurgence de la boucle risque souverain-risque bancaire et des taux d'intérêt plus élevés pour le secteur privé, en Italie notamment.	
4. Risques liés aux changements structurels du secteur financier 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 poursuivent leurs efforts d'adaptation et de transformation. Cependant, les risques induits sont dans l'ensemble maîtrisés et les institutions demeurent résilientes.	



Risque systémique



Risque élevé



Risque modéré

Le niveau actuel (représenté par le code couleur) est un jugement à « dire d'expert » qui reflète la probabilité de matérialisation du risque et son impact systémique potentiel à moyen terme. La perspective (sens de la flèche) correspond à l'évolution du risque au cours des six prochains mois.

1.1 UN ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE PLUS INCERTAIN

En octobre 2018, le FMI a revu légèrement sa prévision de croissance mondiale à la baisse pour 2018 et 2019 à 3,7 % (*World Economic Outlook – WEO*). Cette révision reflète notamment des surprises baissières matérialisées au premier semestre dans certains pays avancés (zone euro, Royaume-Uni et Japon) ainsi que des perspectives plus pessimistes pour certains pays émergents (Argentine, Turquie, Brésil) particulièrement fragilisés par un durcissement de leurs conditions financières et de leurs capacités à se financer sur les marchés internationaux.

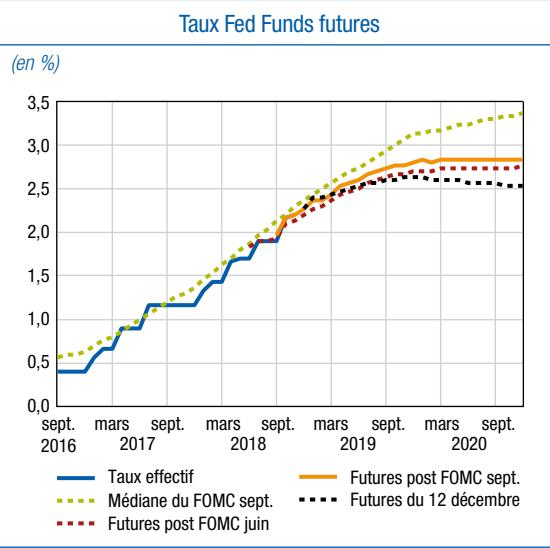
Dans la zone euro, la croissance économique se poursuivrait, mais à un rythme plus modéré. En France, la croissance du produit intérieur brut (PIB) resterait supérieure à son potentiel et s'établirait à 1,5 % en 2018 et en 2019 puis à 1,6 % en 2020. Le détail des projections macroéconomiques est disponible sur le [site internet de la Banque de France](#).

Au-delà des événements récents intervenus en France, trois aléas négatifs peuvent peser seuls ou surtout ensemble sur la stabilité du système financier (avec en retour potentiellement des effets négatifs sur la conjoncture) : le caractère déséquilibré du *policy-mix* américain, un choc adverse sur les pays émergents et une aggravation des tensions commerciales.

a. Une désynchronisation du *policy-mix* américain avec le contexte mondial

La relance budgétaire aux États-Unis soutient la croissance à court terme et pourrait contribuer à prolonger le cycle économique en cours, mais induit aussi un risque de resserrement monétaire accéléré à moyen terme. Fin 2017 et début 2018, l'administration américaine a mis en place un stimulus d'une ampleur inédite dans une phase haute du cycle économique, en réduisant l'imposition des ménages et des entreprises et en augmentant les dépenses publiques pour 2018 et 2019. L'ensemble de ces mesures représenterait environ 3,4 points de PIB sur deux ans, avec des effets macroéconomiques importants pour l'économie américaine : +1,4 point de croissance supplémentaire en 2018-2019.

Graphique 1



Sources : Réserve fédérale, Reuters.

Dans ce contexte où la croissance reste forte avec un chômage en nette réduction, un aléa persiste sur la trajectoire d'inflation. Les autorités monétaires américaines pourraient modifier la trajectoire de taux d'intérêt telle qu'elle est actuellement anticipée par les marchés (Graphique 1).

Au-delà même du relèvement des taux directeurs de la Fed⁴, le surcroît d'émission de titres publics pour financer le déficit budgétaire (1 340 milliards de dollars d'émissions obligataires en 2018, soit une augmentation de 146 % par rapport à 2017 – Graphique 2) pourrait entraîner des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, notamment à moyen et long termes, alors que la Fed a annoncé réduire son portefeuille de titres (-315 milliards de dollars en 2018). L'écart de taux avec le reste du monde, en particulier avec la zone euro, se situe déjà à des niveaux historiquement élevés et serait donc susceptible de s'accroître encore, suscitant des mouvements de

4 Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale américaine.

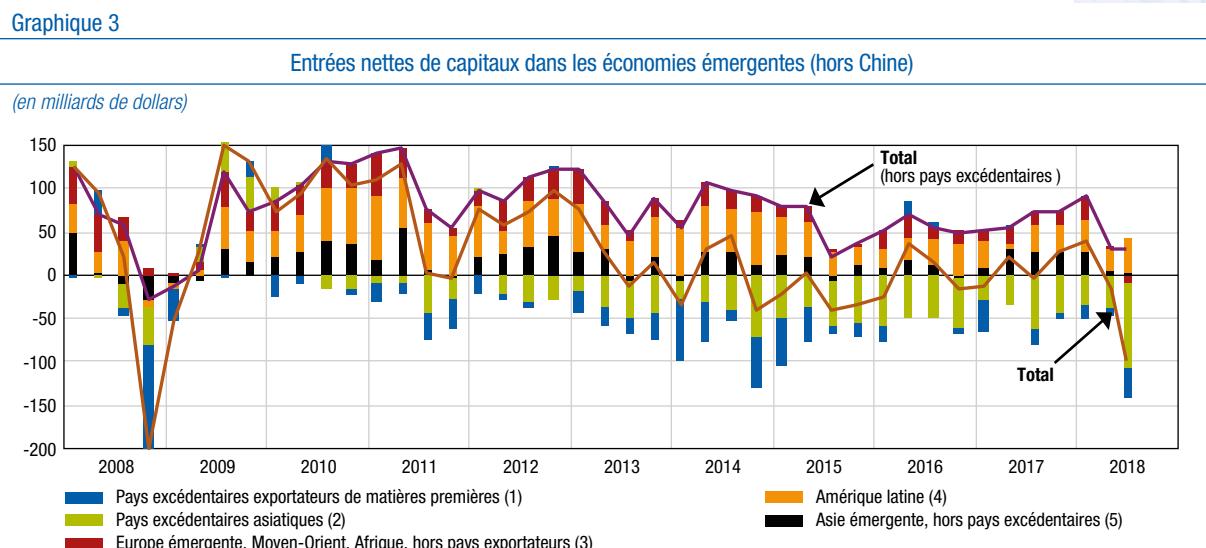
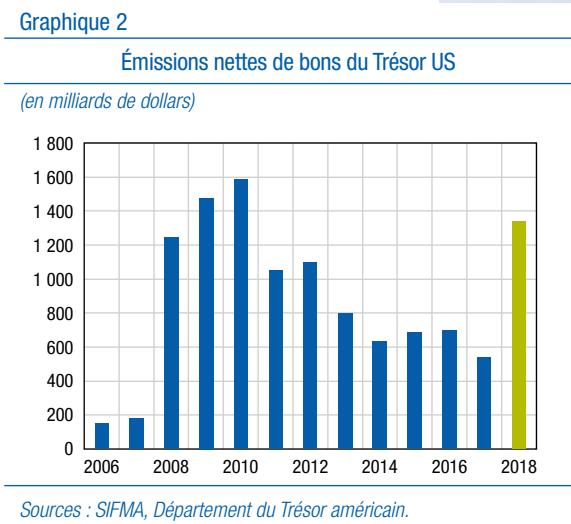
capitaux à la recherche de rendements plus élevés aux États-Unis et pesant sur les cours de change.

Au final, si l'impact macroéconomique en France du resserrement monétaire aux États-Unis serait a priori limité⁵, la désynchronisation croissante entre le cycle américain et celui du reste du monde pourrait contribuer à des mouvements de réallocation d'actifs et à un accroissement de la volatilité sur les marchés financiers.

b. Une fragilité de certains marchés émergents de nature à affecter d'autres marchés

Depuis avril dernier, les devises et les indices boursiers de certaines économies émergentes présentant des vulnérabilités externes avérées (Argentine et Turquie en particulier) ont fortement chuté tandis que leur qualité de signature sur les marchés s'est dégradée. Ces évolutions ont été jusqu'à présent nettement différenciées, témoignant d'une contagion limitée entre ces économies et l'ensemble des marchés émergents.

Au-delà de ces turbulences, la période récente est marquée par une contraction des entrées nettes de capitaux dans les économies émergentes (hors Chine), avec un repli des flux de portefeuille et bancaires. Cette contraction est visible dans la balance des paiements mondiale du deuxième trimestre tandis qu'une estimation avancée⁶ suggère que ces flux pourraient encore ralentir au troisième trimestre pour atteindre un niveau similaire à celui de fin 2008 (Graphique 3). Les pays excédentaires (exportateurs de pétrole, centres financiers asiatiques) contribuent aussi fortement à cette baisse, notamment en raison d'effets induits par la dépréciation de leur monnaie (effets de valorisation, processus d'ajustement). Ces



5 Les simulations réalisées par la Banque de France présentées dans le dernier rapport ERS (cf. ERS de juin 2018, chapitre 2.1) montrent qu'une hausse de 100 points de base de la prime de terme aux États-Unis aurait des effets modérés sur l'économie française : -0,1 % sur le PIB et l'inflation à l'horizon de 2020.

6 Notre indicateur avancé de flux de capitaux repose sur les données mensuelles de réserves de change et de balance commerciale via l'identité comptable suivante : Entrées nettes de capitaux = - (solde commercial - Δ réserves de change).

sorties de capitaux semblent liées à des rééquilibrages de portefeuille des pays émergents vers les pays avancés, mais également entre pays émergents⁷ (voir Chapitre 2.3 pour un descriptif des évolutions de flux de portefeuille).

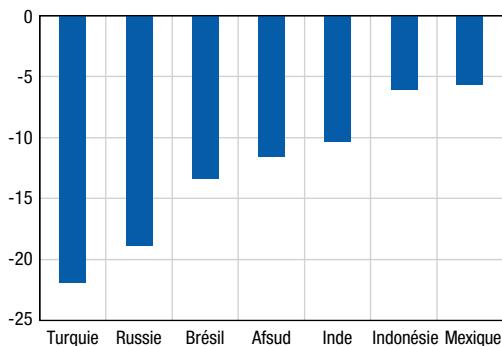
Bien que la situation se soit stabilisée depuis le mois de septembre, ces mouvements devraient se poursuivre, voire s'amplifier dans les mois à venir. En effet, le resserrement des conditions financières est un phénomène qui pourrait s'inscrire dans la durée pour les économies émergentes, du fait notamment de la normalisation progressive des politiques monétaires des économies avancées.

Un désengagement des investisseurs internationaux des économies émergentes fragilisées aurait des répercussions sur l'économie mondiale : à titre illustratif, un resserrement simultané des conditions de financement externes des pays émergents⁸ (choc similaire à celui connu par la Turquie entre avril et août 2018) se ferait ressentir, à des degrés divers, sur les économies avancées (entre 0,15 et 0,50 point de PIB). La transmission d'un tel choc à l'ensemble de l'économie mondiale s'effectuerait principalement au travers une compression importante du commerce mondial (Graphique 4). Les économies avancées seraient affectées dans ce scénario de *stress*, mais les effets resteraient relativement contenus au regard de l'ampleur du choc simulé (Graphique 5). La zone euro subirait plus fortement les répercussions du choc par rapport aux États-Unis, en raison de ses expositions plus importantes à la Turquie et à la Russie, qui correspondent – ensemble – à environ 6,5 % de sa demande externe.

Graphique 4

Économies émergentes : impact du choc (devise et taux d'intérêt) sur les importations de biens et services après un an

(écart par rapport au scénario de référence, en %)



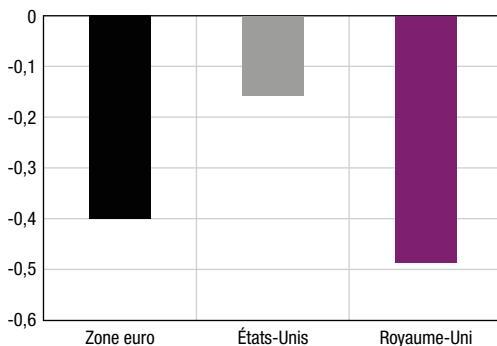
Sources : NiGEM, calculs Banque de France.

Note : Amplitude du choc : dépréciation du taux de change de 40 % et hausse du spread souverain de 85 % soit un choc similaire à ce que la Turquie a connu entre avril et août 2018.

Graphique 5

Économies avancées : impact du choc (devise et taux d'intérêt) sur le PIB après un an

(écart par rapport au scénario de référence, en %)



Sources : NiGEM, calculs Banque de France.

c. Des tensions commerciales accrues

Enfin, le risque d'une escalade protectionniste se superpose à ce contexte relativement fragile. Depuis début 2018, l'administration américaine a adopté une série de mesures protectionnistes concernant, à fin septembre 2018, 3 % des échanges mondiaux. Une poursuite de cette dynamique protectionniste fait peser sur l'économie mondiale un risque de ralentissement des échanges touchant l'ensemble des biens et des partenaires commerciaux. De nouvelles mesures sont envisagées, par exemple un droit de douane

⁷ Cette discrimination entre pays émergents est notamment perceptible au Mexique où les flux nets de capitaux seraient assez largement positifs.

⁸ Les pays retenus ici pour le choc sont l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Russie et la Turquie. La Chine n'est ici pas considérée pour ce scénario de stress externe, car les vulnérabilités du pays sont davantage d'ordre domestique que d'ordre externe. Choc simulé à l'aide du modèle macroéconomique NiGEM (National Institute Global Econometric Model) du NIESR (National Institute of Economic and Social Research).

supplémentaire de 25 % portant sur 200 milliards de dollars d'importations américaines depuis la Chine à partir de janvier 2019. En cas d'extension des mesures protectionnistes au secteur automobile, près de 1 300 milliards de dollars d'importations mondiales pourraient être touchés par une hausse des droits de douane (environ 10 % du commerce mondial).

Selon les travaux⁹ de la Banque de France, une hausse permanente de 10 points de pourcentage (pp) des droits de douane¹⁰ affectant les biens intermédiaires et finaux aurait un impact direct sur le PIB mondial estimé à -0,7 % la première année puis à -1,0 % après deux ans (Graphique 6). En complément de cet effet direct, plusieurs facteurs associés à une montée des mesures protectionnistes pourraient accentuer la baisse du PIB mondial :

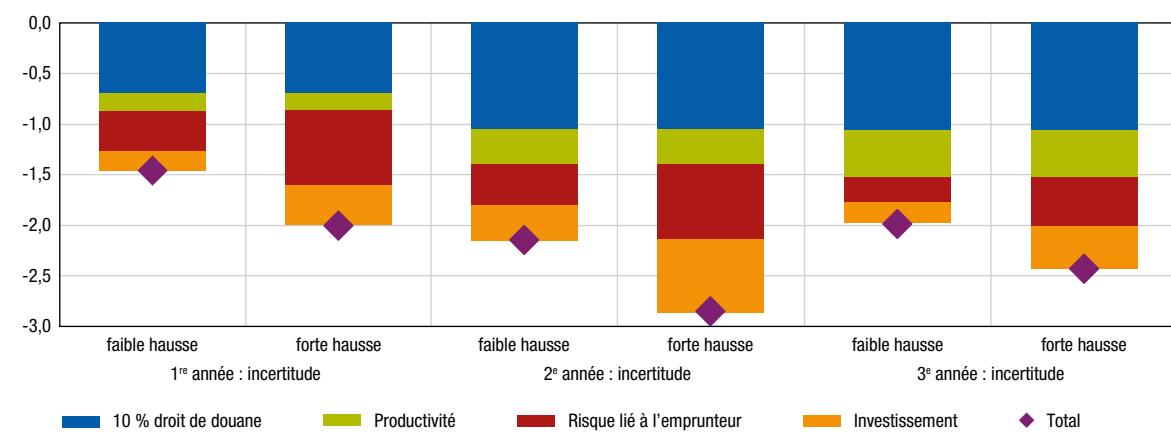
- une baisse de productivité liée à une réallocation inefficace des facteurs de production entre entreprises ;
- une hausse du coût du capital due à une accentuation du risque réel ou perçu lié à l'emprunteur ;
- un recul de l'investissement, dû à un comportement attentiste des entreprises dans un contexte de plus forte incertitude sur la situation économique future.

Considérant ces facteurs additionnels d'amplification, il faut retenir qu'une hausse généralisée et mondiale de 10 pp des droits de douane entraînerait une réduction de 1,5 % à 2,0 % du PIB mondial la première année et de 2,2 % à 2,9 % la deuxième année, selon le degré d'incertitude¹¹.

Graphique 6

Impact d'une hausse généralisée de 10 pp des droits de douane sur le PIB mondial en volume

(écart cumulé par rapport au scénario de référence, en %)



Source : GIMF, calculs Banque de France.

Note : les effets de chaque choc sont considérés de manière isolée. Résultats obtenus à l'aide du modèle GIMF (Global Integrated Monetary and Fiscal). Une « faible » (« forte ») hausse de l'incertitude correspond à un choc équivalent à un (deux) écart(s) type(s) sur le risque lié à l'emprunteur et sur l'incertitude entourant l'investissement.

9 Simulation à partir du GIMF (Global Integrated Monetary and Fiscal model), modèle d'équilibre général dynamique stochastique multi-régions comparant les États-Unis, la zone euro et le reste du monde. Voir : <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/en/blog-entry/quantifying-losses-global-trade-war> et <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1519.pdf>

10 Pour mémoire, le droit de douane moyen appliqué par les économies avancées est assez faible (5,2 % dans l'UE, 3,5 % aux États-Unis) et beaucoup plus élevé dans les économies émergentes (9,9 % en Chine).

11 Haussse de 50 à 100 pb (points de base) de la prime de financement externe et augmentation de un à deux écarts types de l'indice de volatilité du marché financier américain VIX. Une hausse de deux écarts types du VIX correspond à un scénario de stress financier important, comparable à celui observé au cours de la crise de 2009.

d. Une combinaison risquée

Les économies européennes seraient en mesure d'absorber ces risques s'ils se matérialisaient individuellement et les conséquences en termes de stabilité financière resteraient limitées. En revanche, ces aléas ne sont pas indépendants les uns des autres et leur survenance simultanée en renforcerait les effets, dans un contexte où la coordination des réponses de politique économique paraît plus difficile aujourd'hui.

1.2 ENDETTEMENT DES AGENTS PRIVÉS NON FINANCIERS : LA TENDANCE À LA HAUSSE SE MAINTIENT

En France, une croissance légèrement supérieure à son potentiel constitue un environnement porteur pour le secteur financier. Cependant, un endettement public et privé relativement élevé et, pour les entreprises et les ménages, le maintien d'une dynamique de dette haussière sont préoccupants. La hausse de l'endettement des agents privés non financiers demeure un risque majeur¹².

a. L'endettement privé atteint un niveau élevé

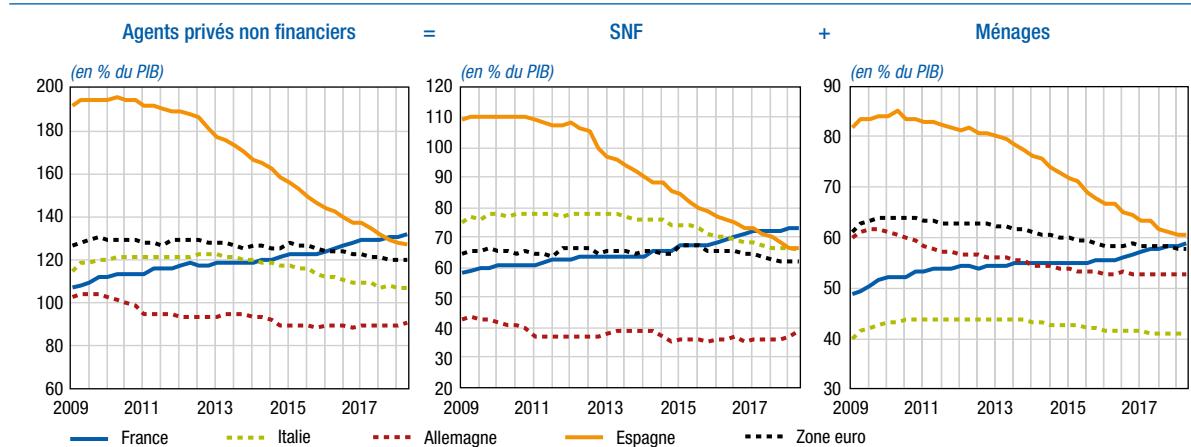
L'endettement des entreprises, des ménages et du secteur public représente désormais 231,2 % du PIB, en augmentation de 63 points de PIB depuis dix ans.

Si l'augmentation de l'endettement public a été observée chez l'ensemble de nos principaux pays partenaires (avec, pour certains d'entre eux, une réduction désormais visible en faveur de la reprise), **L'endettement privé qui représente actuellement 132,2 % du PIB** (Graphique 7) n'a, en France et contrairement aux évolutions observées ailleurs, jamais connu de baisse durable depuis la crise de 2008.

Au deuxième trimestre 2018, s'il reste toutefois plus faible qu'au Royaume-Uni (155 %), aux États-Unis (149 %) ou au Japon (147 %), le ratio d'endettement des agents privés

Graphique 7

Ratio d'endettement des agents privés non financiers dans les pays européens



12 Pour plus d'informations sur l'évolution du crédit et de l'endettement en France, se rapporter aux recherches de la Banque de France : taux d'endettement des agents non financiers, financement des sociétés non financières (SNF), crédits aux SNF, crédits par taille d'entreprise, crédits aux particuliers ; ainsi qu'au suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat de l'ACPR.

non financiers français est supérieur de 12,3 points de pourcentage (pp) à la moyenne de la zone euro (120 %), cet écart étant principalement dû à l'endettement des sociétés non financières (SNF) (+11,2 pp par rapport à la moyenne de la zone euro).

b. La progression de la dette des sociétés non financières se poursuit au second semestre 2018...

La dette totale des sociétés non financières (SNF) atteint 1 658 milliards d'euros en octobre 2018 (hors crédits des banques étrangères), en hausse de 5,6 % sur un an. Cet endettement se décompose en 653 milliards d'euros de titres de dette émis sur les marchés financiers et 1 004 milliards d'euros de crédits auprès des banques françaises.

L'endettement de marché (qui constitue 85 % du financement des grandes entreprises et 15 % du financement des entreprises de taille intermédiaire) progresse de 5,5 %, en ligne avec le rythme de progression global de l'endettement des entreprises après avoir connu des épisodes de hausse marquée (progression supérieure à 10 % en glissement annuel à mi-2012, fin 2014 et début 2017).

Depuis le milieu de l'année 2014, le crédit bancaire aux SNF connaît une croissance stable et vigoureuse, comprise entre 4 % et 6 % par an. En octobre 2018, elle s'établit à +5,7 %, un niveau supérieur à la moyenne de la zone euro (+3,9 % en octobre) et à tous nos principaux voisins européens (Graphique 8).

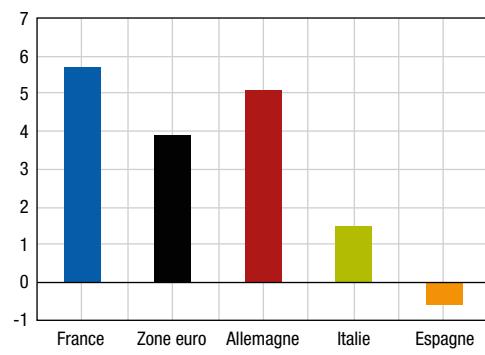
La croissance du crédit bancaire provient principalement des PME (+6,1 % sur un an en octobre, Graphique 9), qui représentent par ailleurs 42 % des encours des crédits bancaires, des SCI et divers (+8,2 %). La dynamique du crédit bancaire est portée par :

- l'investissement, dans un contexte macroéconomique plus porteur depuis 2015, malgré un tassement de la croissance en 2018. Les crédits d'équipement connaissent ainsi une croissance de 7,4 % sur un an en octobre 2018 et représentent 43 % des encours du crédit bancaire aux SNF ;
- les crédits de trésorerie (+4,9 % sur un an), d'autant que le niveau faible des taux d'intérêt a poussé certaines SNF à accumuler de la trésorerie de précaution ;
- les crédits immobiliers (+5,1 % sur un an).

Graphique 8

Taux de croissance annuel du crédit bancaire, comparaison européenne (octobre 2018)

(en %)

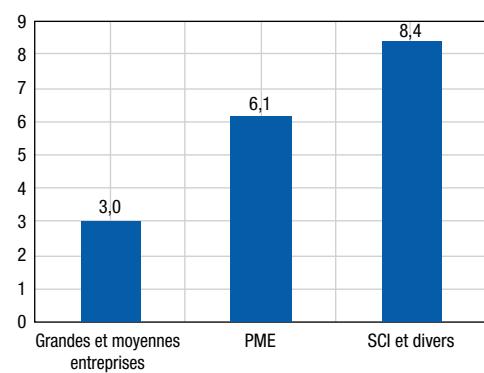


Sources : Banque de France, Banque Centrale Européenne.

Graphique 9

Taux de croissance annuel du crédit bancaire par taille d'entreprise, France (octobre 2018)

(en %)



Source : Banque de France.

Note : SCI : Sociétés Civiles Immobilières.

La conjoncture actuelle reste favorable à l'endettement avec des coûts de financement toujours très bas malgré une légère remontée des taux obligataires depuis fin 2017 (Graphique 10).

Graphique 10

Coût de financement des SNF

(en %)



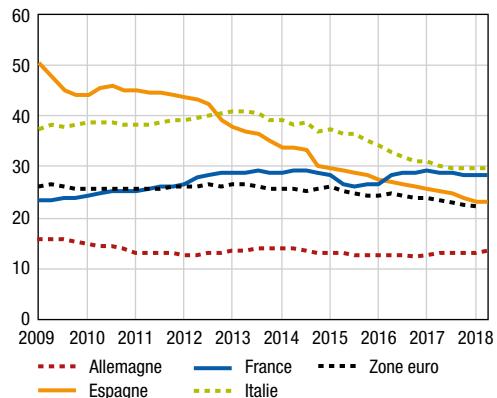
Source : Banque de France.

Note : Marché obligataire hors produits financiers dérivés. Crédits bancaires supérieurs à un million d'euros et de maturité supérieure à 1 an.

Graphique 11

Service de la dette (poids des remboursements dans les bénéfices des SNF)

(en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne.

La baisse des coûts de financement a permis de stabiliser le poids du service de la dette des SNF mais ne l'a pas allégé pour autant (Graphique 11). Les entreprises restent ainsi vulnérables à une dégradation soudaine de l'environnement macroéconomique ou à une hausse importante des taux d'intérêt étant donné que 44 % de l'endettement des SNF est à taux variable¹³ (une part de ce risque de taux peut néanmoins avoir été couverte *via* des produits dérivés, notamment pour les plus grandes entreprises).

c. ... ainsi que celle de l'endettement des ménages

L'encours de crédit des banques françaises aux particuliers résidents¹⁴ représente 1 213 milliards d'euros en octobre 2018, dont 999 milliards d'euros de crédit immobilier et 178 milliards d'euros de crédit à la consommation¹⁵.

La hausse ininterrompue du ratio d'endettement des ménages et l'assouplissement progressif des conditions d'octroi en matière de crédit immobilier depuis trois ans appellent à surveiller étroitement l'évolution des conditions d'octroi et à rester vigilant aux conséquences d'une poursuite de l'augmentation de l'endettement des ménages pour le secteur financier et, plus largement l'économie française.

• La production de nouveaux crédits à l'habitat reste dynamique

S'agissant des crédits immobiliers, et indépendamment de la dynamique de leurs encours, il convient de souligner trois facteurs structurels spécifiques au marché français :

13 Voir l'évaluation des risques de juin 2018 pour une analyse de l'impact d'une hausse des taux sur les charges de remboursements des SNF (https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/ers_06_18_fr-20180720.pdf).

14 L'endettement total des ménages au sens de la comptabilité nationale (les particuliers mais aussi les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages), quelle que soit leur contrepartie, atteint 1 373 milliards d'euros au deuxième trimestre 2018.

15 Ainsi que 36 milliards d'euros d'autres crédits (crédits douteux, crédits clientèle non assimilés à du crédit-bail, etc.).

- la quasi-totalité des crédits immobiliers étant libellés à taux fixe, une hausse des taux d'intérêt n'aurait pas d'incidence directe sur la solvabilité des emprunteurs ;
- la quasi-totalité des prêts immobiliers bénéficient d'une protection : un cautionnement (60 % des cas), une hypothèque (30 %) ou un autre type de garantie (5 %) ;
- les caractéristiques des emprunteurs (âge, qualification, type de contrat de travail, etc.) suggèrent une exposition au risque de chômage plus faible que la moyenne des Français.

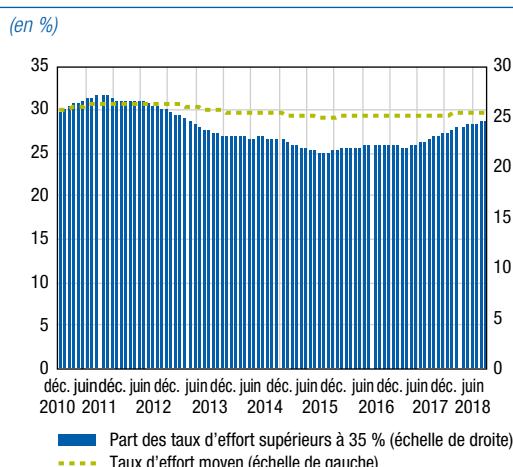
Ces caractéristiques contribuent à limiter le risque de crédit et, en cas de difficultés, les pertes potentielles pour le système bancaire. Le taux de créances douteuses parmi les prêts immobiliers aux ménages est d'expérience très faible (autour de 1,5 %) et a peu augmenté à la suite de la crise financière de 2008.

Malgré un risque de crédit relativement faible, et dans un contexte où les prix de l'immobilier résidentiel ont continué de croître à un rythme soutenu en moyenne, +2,8 % sur douze mois pour la France entière au deuxième trimestre 2018 avec des disparités géographiques toujours fortes (+7,1 % sur Paris). La progression des encours de crédits à l'habitat reste dynamique (+5,9 % sur un an en octobre 2018, Graphique 12), nettement plus rapide que celle des revenus, et contribue à l'augmentation tendancielle du ratio d'endettement des ménages.

Alors que le taux moyen des crédits à l'habitat (taux fixe et maturité supérieure à un an) reste proche de son point bas, à 1,53 %, la variation de l'encours des crédits à l'habitat se maintient à plus de 50 milliards d'euros depuis mai 2017 (54,3 milliards d'euros en août 2018).

Graphique 13

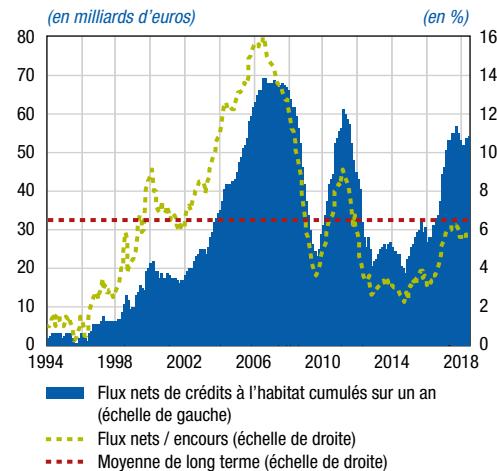
Taux d'effort (poids des remboursements dans les revenus)



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

Graphique 12

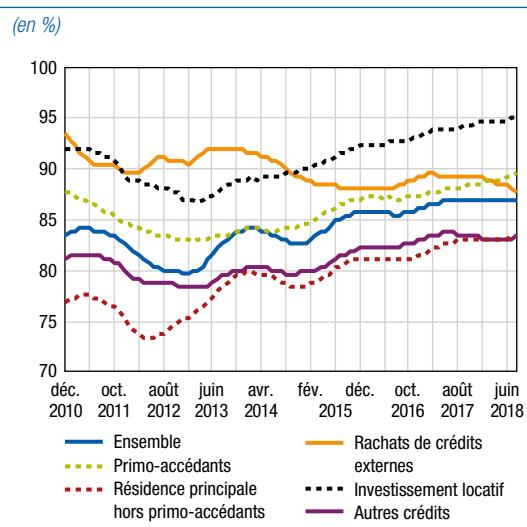
Flux nets de crédits à l'habitat des particuliers cumulés sur 12 mois et rapportés aux encours



Source : Banque de France.

Graphique 14

Ratio prêt-valeur moyen (poids des prêts dans le financement d'une acquisition)



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

Depuis le dernier exercice, les conditions d'octroi poursuivent leur tendance à l'assouplissement. Notamment, le taux d'effort moyen (*debt service to income* ou DSTI) continue de progresser et s'établit à 30 %, la part des crédits avec un taux d'effort supérieur à 35 % ayant atteint 24,5 % (Graphique 13). On observe depuis 2015 un allongement de la maturité moyenne des crédits qui s'établit à 20,4 ans en août 2018, tandis que la valeur du prêt rapporté à la valeur du bien financé atteint 87 % (Graphique 14).

- **Le crédit à la consommation progresse fortement**

Le crédit à la consommation (+6,6 % sur un an en octobre 2018) a connu une accélération à partir du printemps 2015, liée notamment au financement de l'automobile, qui explique deux tiers de sa croissance.

La progression du financement de l'automobile s'explique par le dynamisme des ventes automobiles (croissance annuelle des immatriculations de véhicules neufs comprise entre 5 % et 6 % depuis 2015¹⁶) mais aussi par l'augmentation du financement par location avec option d'achat qui constitue désormais une pratique commerciale établie.

d. ... conduisant à des mesures macroprudentielles

En réponse aux risques liés à la hausse continue de l'endettement des agents non financiers, le Haut Conseil de Stabilité Financière a pris des mesures macroprudentielles au cours de l'année 2018. Il a annoncé en décembre 2017 une limitation de l'exposition des banques systémiques françaises aux entreprises françaises les plus endettées (mesure entrée en vigueur en juillet 2018)¹⁷. Ce seuil a été calibré afin de préserver la résilience bancaire sans pour autant entraîner des restrictions de crédit excessives ni d'autres effets indésirables sur la croissance économique. A la date de rédaction de la présente étude, cette mesure reste non mordante et dans le contexte plus général d'un cycle financier porteur, il a décidé en juin 2018 de porter à 0,25 % le taux de coussin de fonds propres contra-cyclique (Encadré 1), i.e. un surplus d'exigence en fonds propres pour toutes les banques de l'Union Européenne à proportion de leurs expositions en France¹⁸. Cette mesure, qui entrera en vigueur en juin 2019, a pour objectif de renforcer la résilience du système bancaire, lequel pourra ainsi soutenir l'offre de crédit, notamment pour les PME qui en sont structurellement dépendantes, en cas de retournement du cycle.

16. Source : ministère du Développement durable.

17. https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/Decision_n_D-HCSF-2018-2.pdf

18. https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF_20180611_Communique_de_presse.pdf

Encadré 1

Le coussin de fonds propres contra-cyclique, un instrument en soutien au financement durable de l'économie

Cet accompagnement peut être illustré symboliquement par les quatre saisons du calendrier¹. Schématiquement, le coussin de fonds propres contracyclique ou CCyB doit être **activé au cours du printemps et avant l'été** qui symbolisent respectivement une phase de remontée du cycle et l'excès de confiance menant à la sous-estimation du risque. La phase d'activation du CCyB accompagne ainsi le **diagnostic d'un développement potentiellement excessif des crédits et crée une capacité d'absorption supplémentaire des pertes par une hausse des exigences de capital bancaire**. En cas de retournement du cycle (l'automne puis l'hiver), les déséquilibres estivaux se résorbent mais s'accompagnent d'une perte de confiance, d'une matérialisation de risques et d'une hausse des contraintes pour le financement de l'économie. **Grâce à l'activation du CCyB au cours du printemps, un coussin de capital a été**

1. Cf. publication de juillet 2018 sur le blog Bloc-notes Eco - <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/les-quatre-saisons-du-cycle-financier-et-le-coussin-contracyclique>.

constitué pour amortir l'impact de l'hiver. Le relâchement à l'automne permettra une baisse des contraintes pesant sur les établissements de crédit qui pourront **absorber les pertes potentielles tout en maintenant le financement de l'économie.**

L'illustration par les quatre saisons démontre **l'importance du calendrier d'activation et de relâchement.** L'activation doit intervenir raisonnablement tôt pour permettre une accumulation de capital dans une période de confiance (donc à plus faible coût), tandis que le relâchement du CCyB doit permettre d'atténuer suffisamment l'impact du retournement du cycle.

2 Risques relatifs aux marchés financiers

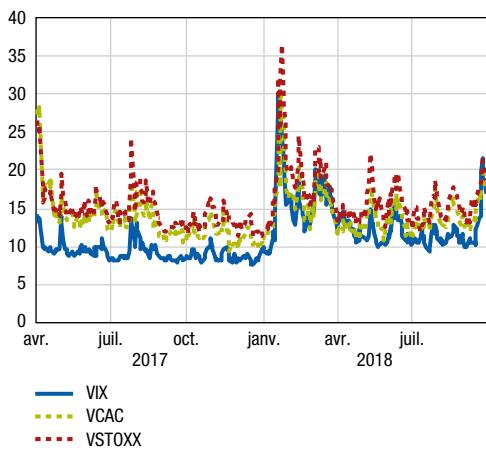
Les marchés mondiaux sont marqués par le retour d'une certaine volatilité (Graphique 15) et par des épisodes de brusques corrections depuis début 2018 (février, mai et octobre), même si, malgré ces corrections, les valorisations des différentes classes d'actifs restent à des niveaux historiquement élevés, en Europe comme aux États-Unis. Cette dynamique doit toutefois être examinée dans un contexte de taux durablement bas et de liquidité abondante, en particulier en Europe.

Le risque d'une correction plus importante en lien avec un changement de sentiment des investisseurs devient plus marqué, comme le signale l'indicateur de risque systémique issu des marchés financiers (Graphique 16 et Annexe 1) en hausse depuis le début de l'année 2018.

Graphique 15

Indices de volatilité des marchés d'actions

(volatilité des prix annualisée en %)



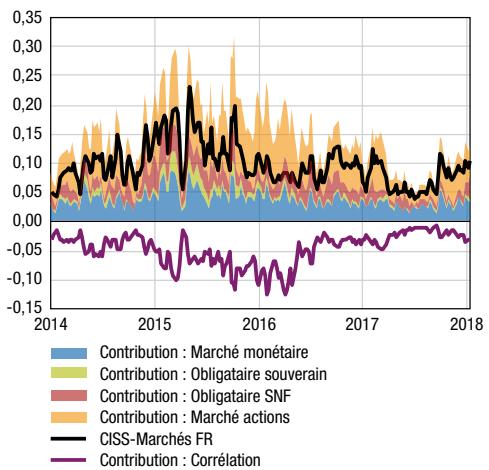
Source : Bloomberg.

Note : Volatilités implicites du marché des options. VIX pour le S&P 500, VSTOXX pour l'Euro Stoxx 50 et VCAC pour le CAC40.

Graphique 16

Indicateur composite de stress financier sur les marchés en France (CISS)*

(indicateur normalisé de 0 à 1)



Sources : Datastream, Bloomberg, calculs Banque de France, BCE.

* CISS : Composite Indicator of Systemic Stress, voir Annexe 1 pour le détail des composantes du CISS.

2.1 RISQUES SUR LES MARCHÉS D'ACTIONS

a. À première vue, des valorisations boursières toujours élevées, particulièrement aux États-Unis...

La valorisation des marchés actions mondiaux a connu une dynamique croissante depuis 2009 et, malgré les différents épisodes de correction (février et octobre 2018), évolue à des niveaux record pour les indices américain, britannique et français¹⁹ (Annexe 2). L'indice européen est un peu moins dynamique, freiné notamment par la progression plus faible des valorisations des entreprises italiennes et espagnoles et la baisse significative des valorisations depuis début 2018 en Allemagne et en Italie (-12 % dans les deux cas).

Compte tenu d'une croissance des bénéfices moins dynamique que celle des cours boursiers, le ratio du cours boursier sur bénéfices corrigé du cycle (*Cyclically Adjusted Price Earnings ratio* ou CAPE, Graphique 17, Annexe 3) est en hausse depuis 2009 aux États-Unis ainsi que, dans une moindre mesure, en France, en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni.

19 Indice Datastream, plus large que l'indice CAC : 249 valeurs.

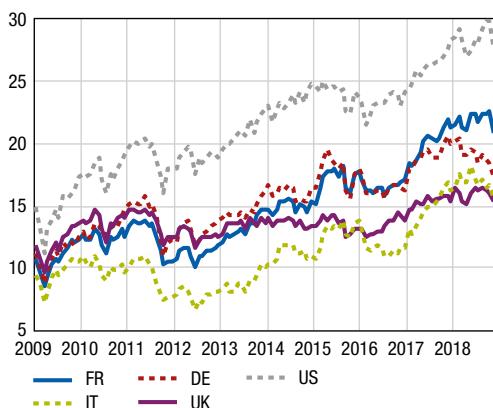
Aux États-Unis, ce ratio se situe à un niveau élevé (Annexe 4) par rapport à sa moyenne de long terme malgré les corrections des cours boursiers en 2018 (soit un ratio de 28 contre 18 en moyenne historique), et semble indiquer un risque de surévaluation (Annexe 5). En France, le CAPE (21) se trouve également, au début du mois de novembre 2018, bien au-dessus de sa moyenne de long terme en France²⁰ (17) et atteint aussi des niveaux au-delà desquels des corrections sont historiquement possibles.

En Allemagne, au Royaume-Uni ou en Italie, les évolutions semblent être restées plus mesurées (Graphique 17). Plus globalement, au niveau européen, le CAPE (14) reste inférieur à sa moyenne de long terme (18), à un niveau similaire à celui de 2014 et le risque intrinsèque de retournement paraît plus éloigné (Graphique 18).

Graphique 17

Évolution du ratio cours boursier sur bénéfice^(*)

(en multiple de capitalisation)



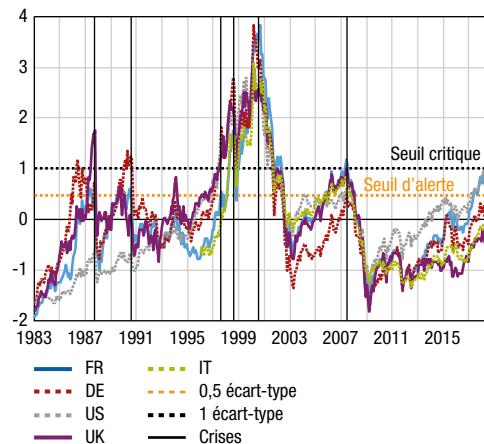
Sources : Datastream, calculs Banque de France.

* Méthode CAPE : Cyclically Adjusted Price Earnings.

Graphique 18

Ratio cours boursier sur bénéfices : seuils critiques de retournement

(en écart à la moyenne (points de pourcentage))



Sources : Datastream, calculs Banque de France.

Note : Les barres horizontales indiquent les seuils critiques de retournement du CAPE (exprimé en écart à la moyenne et corrigé de la variance ou Z-Score). Lecture : Si l'indicateur est supérieur à 0, alors le ratio cours sur bénéfice est supérieur à sa moyenne de long terme.

Si les valorisations des sociétés financières sont à des niveaux historiquement bas dans l'ensemble des pays européens, celles des entreprises industrielles poussent à la hausse le niveau moyen de chaque pays. Le CAPE de la France diverge de celui des autres pays européens en raison de la proportion des entreprises opérant pour les consommations dites cycliques²¹ (20 % de l'indice), qui sont relativement plus dynamiques que dans les autres pays.

b. ... en raison notamment d'un contexte de taux d'intérêt historiquement bas...

Le diagnostic fondé sur les seuls cours boursiers présente certaines limites : le CAPE se contente de comparer l'indice à son évolution historique et ne prend pas en compte l'environnement macroéconomique et financier (conjoncture, anticipations de croissance, niveau de taux d'intérêt, etc.) ou d'autres évolutions (par exemple, les réformes fiscales).

20 Les récentes réformes fiscales ou la baisse des charges sociales peuvent avoir un impact sur la distribution (ou les anticipations de future distribution) des dividendes et par conséquent affecter le calcul du PER.

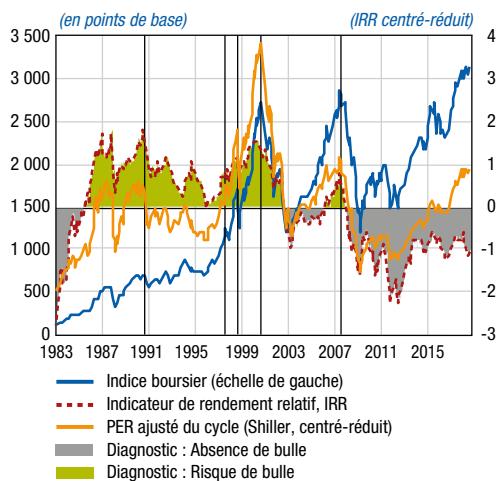
21 Consommations cycliques : biens qui ont une élasticité au revenu supérieure à 1. Cette catégorie regroupe les entreprises du secteur des médias, du luxe, des loisirs et de l'automobile.

La mesure de la prime de risque (au travers d'un Indicateur de Rendement Relatif – IRR, Graphique 19 et Annexe 6), qui mesure l'écart entre le rendement des actions et un taux sans risque, **ne confirme pas, compte tenu des circonstances actuelles, l'existence d'une valorisation anormale sur les marchés actions en France**²². En effet, l'indicateur signale que le marché boursier est encore aujourd'hui relativement « peu onéreux » par rapport aux précédents cycles économiques en raison du niveau actuel des taux d'intérêt.

Ainsi, le prix élevé des actions ne résulterait pas d'anticipations de croissance²³ trop optimistes (autour de 1,8 %) ou d'une prime de risque anormalement faible comme en 2000 (où la prime réelle s'était réduite à 1,5 % contre une valeur moyenne comprise entre 5 % et 6 % mais semble cohérent avec le contexte de taux d'intérêt réels très bas, qui contribuent à l'augmentation mécanique de la prime de risque (Graphique 20, Annexe 7).

Graphique 19

Indicateur de rendement relatif (IRR)
sur le marché boursier français

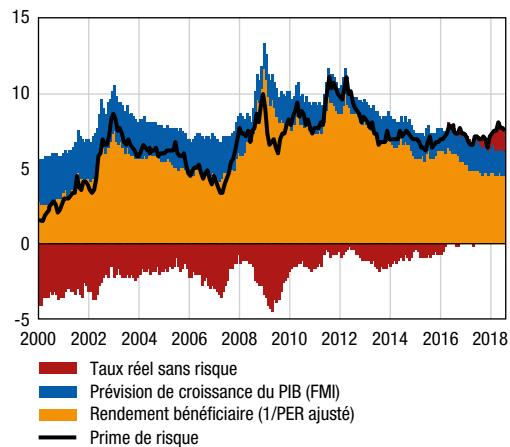


Sources : Datastream, FMI, BCE, calculs Banque de France.
Note : Les barres verticales indiquent les dates de corrections boursières.

Graphique 20

Contributions à la prime de risque du marché boursier français

(en %)



Sources : Datastream, FMI, BCE, calculs Banque de France.

Il reste que les valorisations actuelles élevées sont sensibles à une remontée soudaine des taux d'intérêt ou à une réappreciation des perspectives de croissance. Ainsi, en France notamment, un retour du CAPE vers sa moyenne de long terme conduirait à une baisse de 19 % des valorisations des marchés actions (à bénéfices inchangés).

À noter également que de manière conjoncturelle, les **rachats d'actions** ont soutenu les cours boursiers aux États-Unis. Jusqu'à fin 2017, les firmes multinationales américaines ont accumulé environ mille milliards de dollars à l'étranger, principalement sous forme de titres à revenu fixe américains (Annexe 8). Le nouveau système fiscal introduit en janvier 2018 a imposé un impôt unique (payable sur huit ans) sur le stock existant de titres détenus à l'étranger, que les fonds soient rapatriés ou non, éliminant ainsi l'incitation fiscale à conserver des liquidités à l'étranger²⁴. Les données de la balance des paiements montrent que les entreprises américaines ont rapatrié un peu plus de 460 milliards de

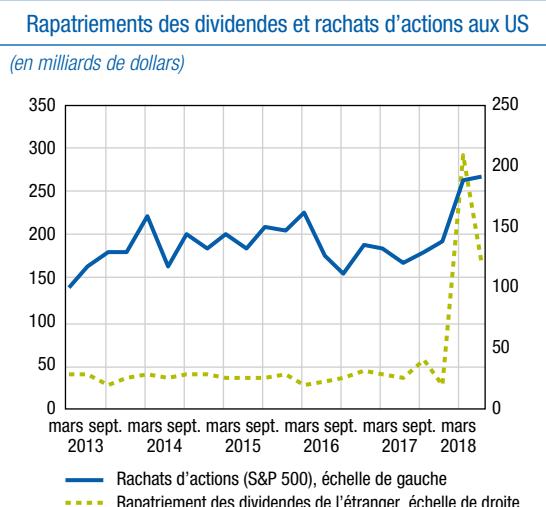
22 Il semblerait que les risques soient plus concentrés aux États-Unis (Cf. *Évaluation des Risque du Système financier français de juin 2018*) mais l'indicateur est toujours neutre en octobre 2018.

23 Prévisions du FMI.

24 Le taux d'imposition est de 15,5 % sur les actifs liquides, 8 % sur les actifs illiquides. Le Tax Cuts and Jobs Act a fait réduire le taux d'imposition marginal de 35 % à 21 %.

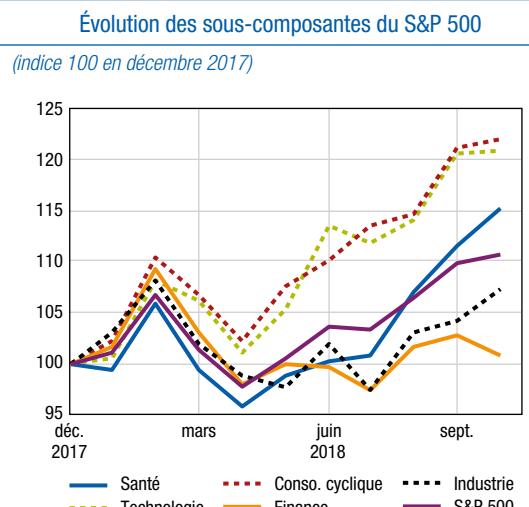
dollars²⁵ au cours du premier semestre 2018 (Graphique 21). Ce rapatriement de liquidités, essentiellement par les 20 plus grandes multinationales (50 % du volume total de rachat), a été principalement utilisé pour alimenter une politique de rachat d'actions pour un total de 380 milliards de dollars au cours du premier semestre²⁶, soit un surplus de 100 milliards en comparaison des rachats des semestres précédents (Graphique 21). Ce flux de rachat d'actions est essentiellement l'œuvre des grandes entreprises de la technologie de l'information (entre autres les GAFAM²⁷) et du secteur de la santé, et a permis de soutenir le cours de leurs actions et ainsi la valorisation de l'indice S&P 500²⁸. Les récentes corrections subies par les entreprises technologiques n'ont pas effacé les gains engrangés depuis le début de l'année. Les autres secteurs ont en revanche vu leur valorisation stagner en raison des deux épisodes de correction (Graphique 22).

Graphique 21



Sources : S&P 500, Bureau of Economic Analysis.

Graphique 22



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

c. ... et sensibles à des chocs externes

Par ailleurs, une analyse des corrections subies par le CAC40 illustre la sensibilité de l'indice à des chocs en provenance des pays avancés (modèle de propagation Diebold Yilmaz, Annexe 9). Le Graphique 23 montre ainsi dans quelle mesure les chocs issus des marchés boursiers de pays spécifiques ont affecté la variance du CAC40 depuis 2007.

Au printemps 2018, 35 % de la variance du CAC40 pouvait être expliquée par les chocs issus de l'indice actions américain. En mai 2018, la traduction à la bourse de Milan des incertitudes des investisseurs sur la dette italienne a affecté, bien que de manière limitée, la performance des marchés actions français. En outre, malgré le poids de plus en plus important des pays émergents dans l'économie mondiale et en dépit des récentes tensions qu'ils ont subies, le CAC40 n'apparaît que faiblement affecté par les chocs provenant de ces derniers. En cas de chocs plus sévères que ceux constatés sur l'année 2018, alors l'ampleur de ces contagions pourrait significativement augmenter (cf. par exemple l'éclatement de la bulle spéculative chinoise en 2015).

25 À titre de comparaison, le congé fiscal de 2004, qui prévoyait une réduction temporaire du taux d'imposition d'un an, s'est traduit par un rapatriement de 312 milliards de dollars en 2005, sur un montant estimé à 750 milliards de dollars détenus à l'étranger.

26 Depuis 2013, le montant semestriel moyen de rachats d'actions est de 280 milliards de dollars. En 2004, le rapatriement de cash avait également servi à des rachats d'actions (Watch What I do, Not What I say: The Unintended Consequences of the Homeland Investment Act, par Dharmapala, Foley & Forbes, NBER, 2009).

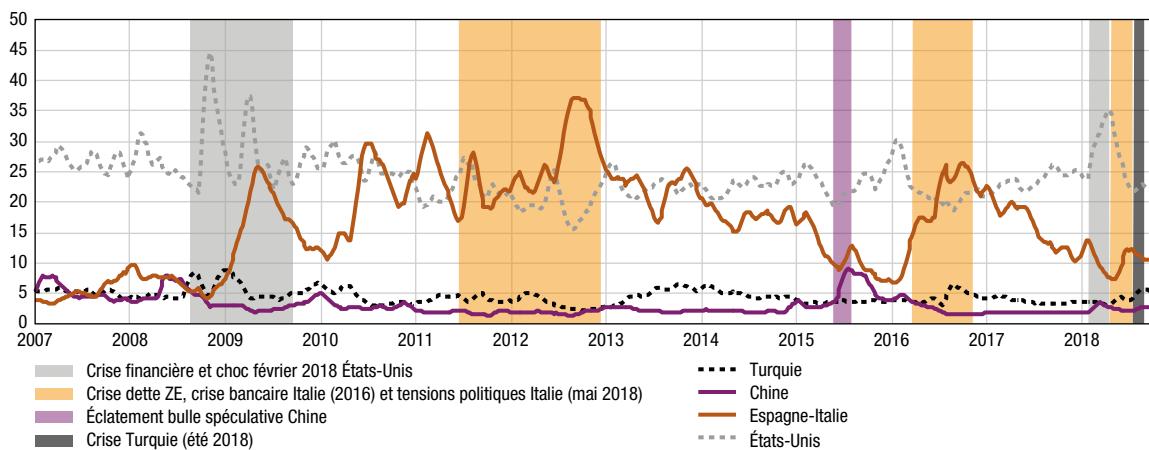
27 GAFAM : Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft.

28 Les entreprises des secteurs de la technologie de l'information et de la santé représentent 41 % de l'indice S&P 500. Les entreprises du secteur des consommations cycliques ont également contribué à la bonne performance du S&P 500 mais cela n'est pas dû à un surplus de rachat d'actions.

Graphique 23

Indicateurs de contagion (DY) sur le marché boursier français

(en % de la variance du CAC40)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Note : Le niveau des différentes courbes traduit dans quelle mesure les chocs issus d'un pays spécifique ont affecté la variance du CAC40.

2.2 RISQUES SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

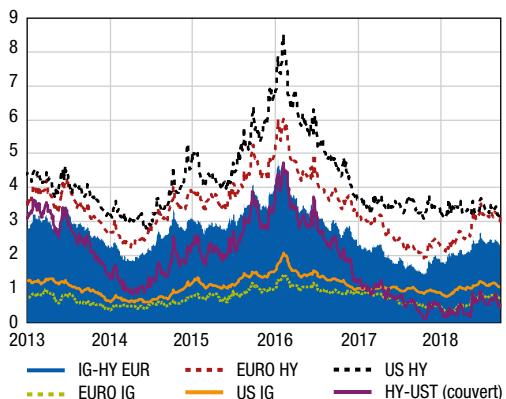
a. Cherté relative des marchés obligataires comparés aux marchés d'actions

Au cours des dernières années, la recherche de rendement par les investisseurs en zone euro est allée de pair avec une augmentation de la part relative des titres obligataires de qualité inférieure (notation BBB+ et inférieure, Graphique 25) dans le stock de dette. Cet appétit a eu un impact sur les taux d'intérêt de ce segment, à un niveau historiquement bas à fin 2017 (*spread* de 200 pb entre les indices des obligations en euro risquées et le taux du titre d'État allemand de maturité 7 à 10 ans, Graphique 24).

Graphique 24

Spreads de crédit (Obligations en EUR et USD)

(en %)



Source : Bank of America Merrill Lynch.

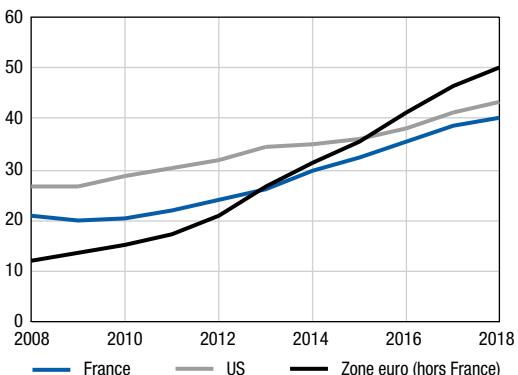
Note : *IG* : investment grade, *HY* : high yield, *UST* : US Treasury.(1)

IG-HY EUR = spread IG vs. HY en EUR (2) EURO IG, et EURO HY = spreads IG et HY européens vs Bund allemand (3) US IG et EUR IG = spreads IG et HY US vs Treasury US (4) HY-UST = HY européen vs. Treasury US, couvert par swaps de change.

Graphique 25

Hausse du stock de dette notée BBB au sein de la poche IG

(en % du stock de la poche investment grade)



Sources : Dealogic, calculs Banque de France.

Les taux de rendement des entreprises ont toutefois subi une correction depuis février 2018, avec des *spreads* de crédit approchant les niveaux observables aux États-Unis, liée en partie au ralentissement progressif par la BCE de sa politique de rachat de titres de dettes du secteur privé (CSPP).

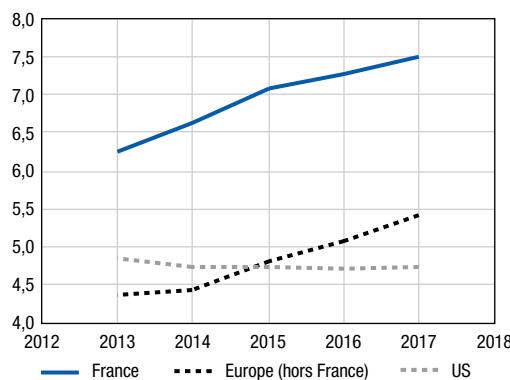
b. Le risque de crédit est-il correctement tarifé en zone euro et aux États-Unis ?

Le ratio de couverture des intérêts annuels par le résultat d'exploitation (ICR²⁹) des sociétés non financières de qualité de crédit moyenne inférieure (notées BBB+ à BBB-) est en hausse en France et en Europe depuis cinq ans (Graphique 26). Cette amélioration a été largement déterminée par la faiblesse des taux d'intérêt en zone euro mais également par l'amélioration des résultats des entreprises (Graphique 27). En revanche, aux États-Unis, le ratio de couverture ICR a légèrement baissé en partie à cause d'une forte hausse de l'endettement. Ainsi, malgré la correction des *spreads* en zone euro, les taux d'intérêt sur les obligations d'entreprises européennes demeurent bas, reflétant une faible rémunération du risque pris par les investisseurs. Le marché fait implicitement l'hypothèse que la normalisation de la politique monétaire se passera sans heurt et que les soubresauts liés au *Brexit* ou aux débats budgétaires parfois difficiles dans certains États de la zone euro seront sans conséquence majeure. Il reste qu'en cas de hausse rapide des taux, la solvabilité des sociétés américaines et européennes pourrait être compromise alors même que leurs besoins de financement et de refinancement devraient rester importants, signalant une hausse du risque de crédit et une migration possible d'entreprises actuellement à la limite basse de la catégorie *investment grade* en catégorie *high yield*.

Graphique 26

Indicateur de couverture d'intérêts versés (ICR)
pour les entreprises notées BBB

(ratio)

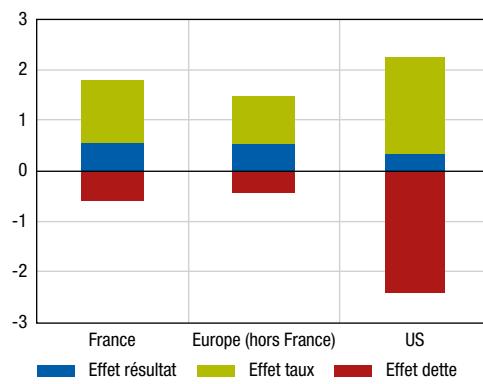


Sources : S&P Capital IQ, calculs Banque de France.

Graphique 27

Contribution à l'évolution de l'ICR 2013-2017

(changement d'ICR entre 2013 et 2017)



Sources : S&P Capital IQ, calculs Banque de France.

Enfin, le risque de tarification peut aussi affecter des segments de niche tels que l'immobilier commercial, vu par les investisseurs comme une alternative aux actions et aux supports obligataires (Encadré 2).

29 Interest coverage ratio ou ICR : indicateur révélant la capacité d'une entreprise à rembourser ses dettes.

Encadré 2

L'immobilier commercial est-il une source de risque de bulle financière ?¹

Depuis 2009, les prix de l'immobilier commercial progressent à un rythme soutenu en France. L'environnement de taux d'intérêt bas a en effet stimulé l'attractivité relative du couple rendement-risque de ces actifs par rapport aux placements obligataires, ce qui a entraîné une forte augmentation du volume des transactions. Les prix ont désormais dépassé leur niveau antérieur à la crise, notamment sur le secteur des bureaux et le marché est très dynamique avec une progression importante :

- des prix : +3,1 % sur un an au premier semestre 2018 (source MSCI) ;
 - des transactions : +48 % sur un an au premier semestre 2018 (source BNP Real Estate) ;
 - des expositions bancaires à ce secteur en France : +1,9 % entre décembre 2017 et juin 2018 (source ACPR).
- La situation du marché de l'immobilier commercial interroge sur la présence d'une bulle financière. Les valorisations élevées observées, notamment sur les prix des bureaux, semblent cependant globalement cohérentes avec les fondamentaux économiques, si l'on tient compte de l'environnement de taux d'intérêt bas ainsi que de l'étroitesse de l'offre au regard de la demande sur certains segments de marché. Pour autant, ces fondamentaux sont actuellement éloignés de leurs valeurs historiques. Il existe donc un risque potentiel de correction des prix à la baisse en cas de remontée soudaine des taux d'intérêt ou de dégradation des perspectives économiques. Les conséquences systémiques d'un tel retournement devraient toutefois rester limitées, dans la mesure où l'immobilier commercial représente une faible part des expositions des institutions financières.

1 Voir Bulletin de la Banque de France n° 219 : pages 1 à 3.

2.3 RISQUES LIÉS À UNE POTENTIELLE ROTATION DES ACTIFS

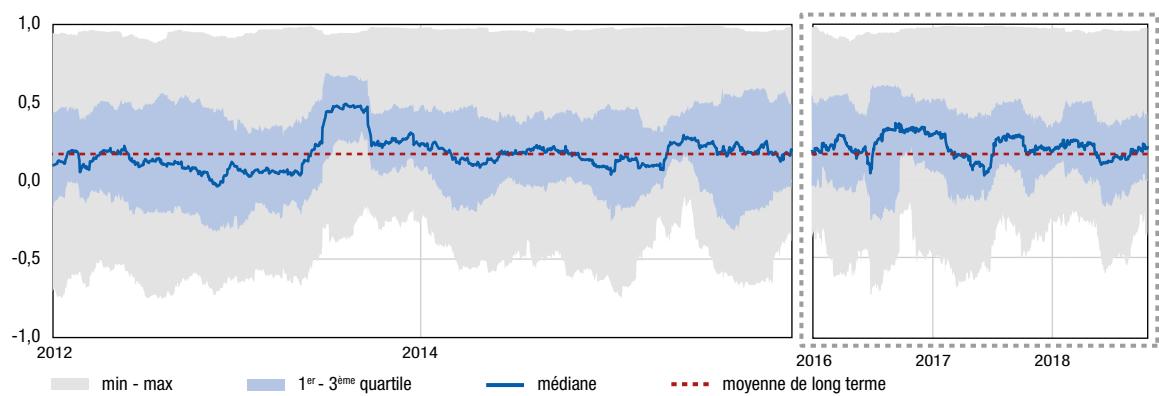
a. L'évolution des corrélations entre classes d'actifs suggère que la période actuelle est atypique

Les corrélations entre rendements de classes d'actifs financiers (obligataires et actions) sont en moyenne, depuis mi-2015, à des niveaux relativement élevés en comparaison historique (la médiane des corrélations par paire d'actifs est supérieure à la moyenne de long terme, Graphique 28 et Annexe 10). Dans le même temps, la dispersion de ces corrélations a diminué au cours de la période récente, notamment pour les corrélations les plus basses entraînant ainsi une augmentation de l'asymétrie de la distribution.

Graphique 28

Corrélation entre rendements par paire d'actifs

(corrélation de 0 à 1)



Sources : Bank of America Merrill Lynch. Indices boursiers nationaux fournis par Bloomberg. Calculs Banque de France.

Note : La valeur 1 implique que le rendement d'un actif est totalement corrélé au rendement d'un autre actif ; 0 indique qu'il n'y a pas de corrélation et -1 une anticorrélation parfaite.

Ces évolutions peuvent être le symptôme de comportements moutonniers de la part des investisseurs. Un choc négatif risque de conduire un nombre important d'investisseurs à essayer de vendre les mêmes actifs simultanément, asséchant la liquidité du marché et pouvant donner lieu à un surajustement à la baisse de la valeur des actifs.

b. Les flux sortants concernent les marchés émergents mais aussi certains segments de marché dans la zone euro...

Les anticipations de changement de contexte économique et financier invitent à une réallocation des actifs à grande échelle en faveur des compartiments de marché dont la rémunération se redresse. Les investisseurs finaux, notamment les clients des fonds d'investissement, commencent à procéder à des réallocations de portefeuille au profit de l'obligataire américain bien noté et au détriment des segments obligataires moins bien notés, qu'ils soient américains ou européens. Ces réallocations sont visibles au travers des flux de souscriptions nettes observés dans la gestion d'actifs qui joue un rôle important à l'interface entre les investisseurs institutionnels et les principales classes d'actifs.

Sur le marché obligataire européen³⁰, après des flux de souscriptions nettes positifs sur le segment privé de qualité de crédit supérieure (*investment grade – IG*) en 2017, les flux sur les fonds sont négatifs depuis le début de l'année 2018 (Graphique 29), que ce soit en *IG* : (-10 milliards de dollars de flux nets) comme en *High Yield (HY)*, (-15 milliards de dollars de flux nets). Le segment souverain a quant à lui enregistré des flux nets positifs au début de l'année 2018 (+6 milliards de dollars), toutefois les incertitudes politiques (crise italienne, Brexit) ont conduit depuis le mois de mai 2018 à d'importantes sorties de capitaux sur ce segment.

Sur la même période, les flux de capitaux sur les fonds de dettes obligataires aux États-Unis sont en forte croissance depuis janvier 2017, aussi bien sur le souverain que sur le *corporate IG*. En revanche, le segment *HY* paraît en nette décollecte depuis le début de l'année 2018. Ce phénomène pourrait s'expliquer par des arbitrages « *search for safety* » des investisseurs en défaveur de la poche spéculative dans le contexte de la remontée (modérée) des taux longs américains.

Enfin, si les investisseurs en quête de rendement se sont largement tournés vers les pays émergents durant les phases de taux bas dans les pays développés, un mouvement de sortie de capitaux s'opère depuis 2018 pour ces économies. En lien avec les évolutions observées au niveau macroéconomique, les fonds (obligataires et actions) actifs sur les marchés émergents ont subi d'importants retraits depuis la fin du premier semestre 2018.

Autre facteur de réallocation des actifs, la réduction de l'écart de rendement entre les actifs risqués non américains et les actifs sans risques américains : par exemple, le *spread* entre le taux *High Yield* des entreprises de la zone euro et les taux souverains américains est à un niveau extrêmement bas même en prenant en compte la couverture du taux de change *via* des dérivés de change (ligne violette sur le Graphique 24).

c. ... et l'évolution des structures de marché pourrait amplifier un retournement

Dans leur recherche de rendement, les investisseurs pourraient donc vouloir rééquilibrer leurs portefeuilles dans la même direction de manière relativement synchronisée. Or l'évolution des structures de marchés concentre la liquidité sur certains segments, ce qui induit une plus grande difficulté à fournir de la liquidité en période de stress et une amplification des mouvements de marché. Ainsi, l'illiquidité sur certains marchés

³⁰ Europe occidentale : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Espagne, Suède, Suisse, Royaume Uni.

pourrait devenir source de risque systémique en favorisant une amplification et la propagation des chocs.

Des mesures agrégées de liquidité sur les marchés actions indiquent que les conditions de marché en France et en Europe se seraient détériorées (Encadré 3, Graphique 30), notamment à la suite des tensions politiques sur la trajectoire budgétaire italienne fin mai. L'indice qui mesure le niveau d'illiquidité du marché boursier est aujourd'hui à son plus haut niveau depuis mi-2016. D'un point de vue plus structurel, le niveau d'illiquidité sur les marchés français et européens est supérieur à sa moyenne

Encadré 3

Indicateur composite d'illiquidité

Les brefs pics de volatilité depuis 2014 ont souligné à quel point une liquidité *a priori* abondante pouvait « s'évaporer » rapidement en période de stress. L'illiquidité peut être la conséquence de plusieurs facteurs, dont la réticence des banques à jouer leur rôle de *market makers* ou des mutations dans les microstructures de marché. Par ailleurs, si les acteurs non bancaires et les outils de *trading* algorithmiques à haute fréquence sont perçus comme favorables à la liquidité des marchés en temps normal, ils ne constituent pas une source stable de liquidité en cas de dégradation des conditions de marché (voir l'étude publiée par l'AMF en janvier 2017)¹.

La liquidité de marché étant un concept difficile à quantifier, il convient de prendre en compte les différentes dimensions de la liquidité. Ainsi, s'agissant de la liquidité boursière, l'indicateur composite d'illiquidité pour le CAC40 et l'Eurostoxx200, tel que présenté dans le Graphique 30 et l'Annexe 11, agrège différentes mesures : le ratio Amihud², l'indicateur de coût de transaction (écart entre prix bid et prix ask), le coefficient d'efficience (ou de résilience) du marché, le volume traité, les fourchettes de prix et l'impact des prix extrêmes sur la valeur des volumes traités. Une augmentation de l'indice souligne une dégradation de la liquidité. Les indicateurs d'illiquidité sont particulièrement utiles sur les segments de marché réputés moins liquides que les marchés actions.

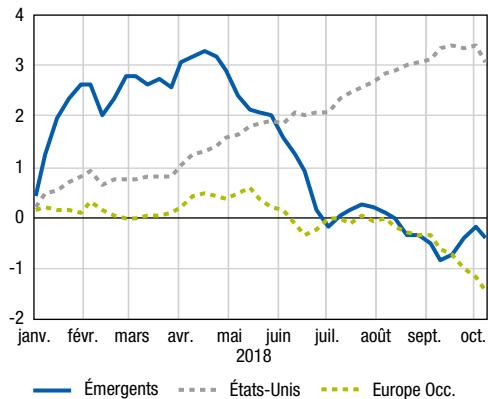
1 AMF, *Lettres & cahiers*, 26 janvier 2017 : « Comportement des traders à haute fréquence sur Euronext Paris ».

2 Ratio Amihud : indicateur de profondeur du marché ou d'impact sur les prix, il consiste à calculer la moyenne des valeurs absolues des décalages de prix entre transactions consécutives rapportées aux volumes concernés.

Graphique 29

Flux nets cumulés des fonds obligataires

(en % du stock)



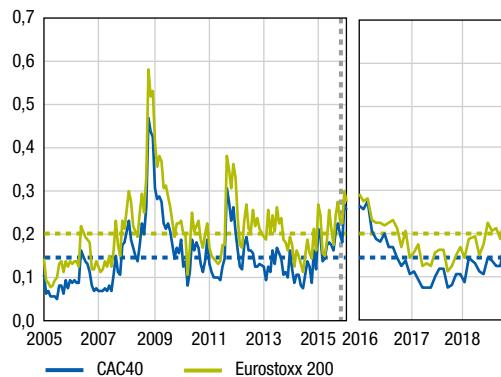
Source : EPFR Global.

Note : Europe occidentale : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Espagne, Suède, Suisse, Royaume Uni.

Graphique 30

Indicateur d'illiquidité boursière

(indice)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Note : Moyenne mensuelle d'un indicateur composite d'illiquidité. L'indicateur prend ses valeurs entre 0 (forte liquidité) et 1 (faible liquidité). Les deux indicateurs présentés ont été normalisés : les différences entre le CAC40 et l'Eurostoxx 200 ne sont donc pas pertinentes. Les pointillés font référence aux moyennes de long terme.

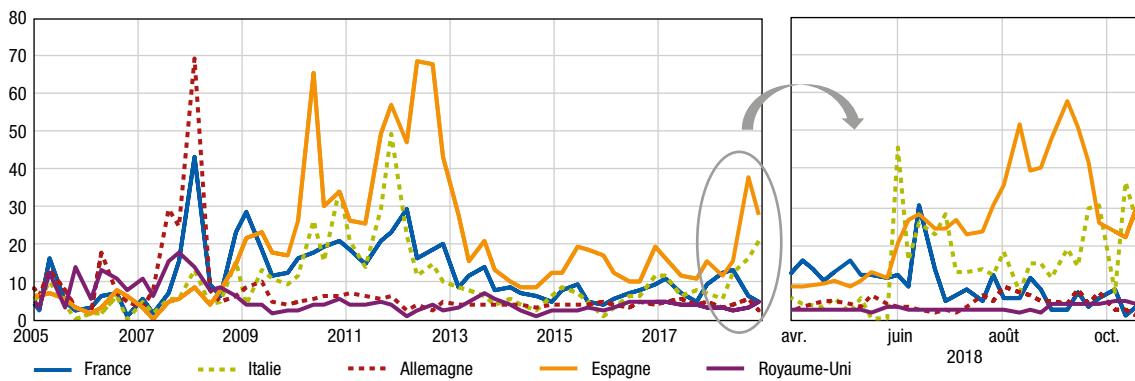
de long terme (calculée depuis 2005), sans toutefois atteindre les niveaux observés lors de la crise financière ou lors de la crise des dettes souveraines.

La liquidité de marché s'est plus nettement dégradée pour les obligations souveraines de certains pays de la zone euro depuis mai 2018 (Graphique 31). Depuis fin mai, les fourchettes entre le cours acheteur et le cours vendeur désignées par « *bid-ask spreads* » et qui peuvent être interprétées comme des indicateurs de prix de la liquidité, ont brusquement augmenté pour les obligations 10 ans de l'Italie et de l'Espagne à la suite des récents événements politiques. Cependant, la taille relative des dettes de ces deux pays peut expliquer le fait que l'impact d'un choc sur les prix, en cas de tensions, peut diverger entre ces deux marchés. Depuis cet épisode, la liquidité sur ces marchés ne s'est pas entièrement rétablie et reste à des niveaux inédits depuis la crise des dettes souveraines européennes.

Graphique 31

Bid-ask spreads : obligations souveraines 10 ans

(différence entre le prix d'achat et le prix de vente en % du prix moyen)



Sources : Eikon, calculs Banque de France.

Note : Une augmentation des bid-ask spreads souligne une détérioration de la liquidité. Moyennes trimestrielles sur données quotidiennes (partie de gauche). La partie de droite est un zoom sur la période récente et indique les dernières évolutions depuis avril 2018 (en hebdomadaire).

En revanche, la liquidité de marché des obligations souveraines des autres principaux pays d'Europe (Allemagne, Royaume-Uni, France) est restée relativement résiliente. Les *bid-ask spreads* allemands et britanniques sont significativement inférieurs à leurs niveaux de crise tandis qu'en France le *bid-ask spread* s'est brusquement accru en juin 2018 mais normalisé depuis. Ces phénomènes suggèrent que les tensions politiques en Italie ne se sont que faiblement propagées aux marchés obligataires en dehors des pays périphériques, mais que les conditions de marché restent vulnérables à une dégradation soudaine.

La liquidité sur les marchés secondaires des obligations émises par les entreprises s'est améliorée depuis 2016 en partie grâce à la mise en œuvre du programme d'achats CSPP de l'Eurosystème en juin 2016, selon une étude de la BCE³¹. La présence continue de l'Eurosystème a contribué à la stabilisation du marché et s'est traduite par un resserrement des marges de crédit contre *swaps*. Les travaux de l'AMF montrent également que la liquidité des marchés obligataires reste globalement satisfaisante sur les années récentes³². Toutefois, depuis début 2018, les mesures d'impact-prix³³ offrent un diagnostic plus nuancé et semblent plutôt indiquer une baisse de la liquidité. Ce diagnostic est corroboré par les calculs de l'International Capital Market Association

31 De Santis et al., « The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations », ECB Economic Bulletin, Issue 3/2018.

32 AMF, Cartographie des risques, juillet 2018.

33 Dont l'indicateur Amihud qui consiste à rapporter la valeur absolue de la variation de prix entre deux transactions au volume associé.

(ICMA), à partir des données d'Intercontinental Exchange (ICE), montrant une baisse de la liquidité sur les segments *HY* et *IG* aussi bien aux États-Unis qu'en Europe depuis début 2018. Dans un contexte de risque politique élevé en zone euro qui a pesé sur le marché, cette évolution laisse suggérer que les achats du CSPP ont contribué à limiter l'impact négatif sur la liquidité, mais la fin du programme d'achat risque de faire disparaître ce coussin.

Dans un contexte de marché moins optimiste et de normalisation de politique monétaire, des changements dans la composition des portefeuilles peuvent engendrer des corrections de prix des actifs et/ou des primes de risque ainsi que des chocs sur la liquidité de marché. Les tensions récentes sur les devises émergentes liées au dollar et les craintes que suscitent les derniers développements politiques en Italie (Encadré 4) en sont une illustration.

Encadré 4

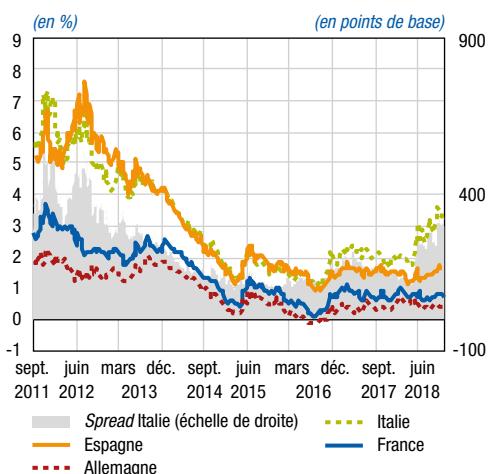
Situation en Italie et impact sur les marchés financiers (au 03/12/2018)

En mai, la publication d'un « contrat pour le gouvernement du changement » puis en septembre, la première prévision du déficit budgétaire estimé à 2,4 % du PIB pour 2019 ont suscité des remous sur les marchés financiers. Des échanges sont en cours entre la Commission européenne et le gouvernement italien.

Les incertitudes budgétaires se traduisent par une hausse du coût de financement de l'État italien. Les *spreads* italiens se sont écartés par rapport au Bund allemand (Graphique 1). Cette réévaluation de la prime de risque italienne provient à la fois du risque de non soutenabilité des finances publiques et du risque de conversion de la dette en cas de sortie de l'euro, laquelle n'est pas prévue par les traités européens (« *redenomination risk* »)¹. Au niveau actuel des anticipations de marché, la Banca d'Italia, dans le rapport de stabilité financière de novembre 2018², estime le surcoût du service de la dette pour le Trésor italien à 5 milliards en 2019 et 9 milliards d'euros pour 2020, les effets se répercutant également sur le financement du secteur privé (Graphique 2).

Graphique 1

Évolution des taux d'intérêt à 10 ans et écarts de rendement entre Italie et Allemagne

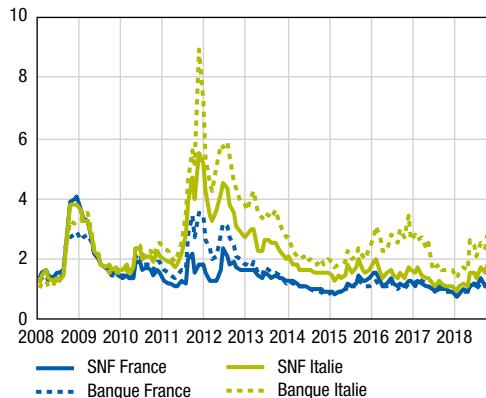


Source : Bloomberg.

Graphique 2

Évolution des *spreads* de taux des obligations des sociétés non financières et des banques

(en points de % par rapport au Bund allemand)



Source : Gilchrist & Mojón (2018).

1 Voir De Santis (2015), « A measure of redenomination risk », ECB Working Paper 1785, ainsi que Gros (2018), « Italian risk spreads: Fiscal versus redenomination risk », VOX CEPR Policy Portal (29 Août).

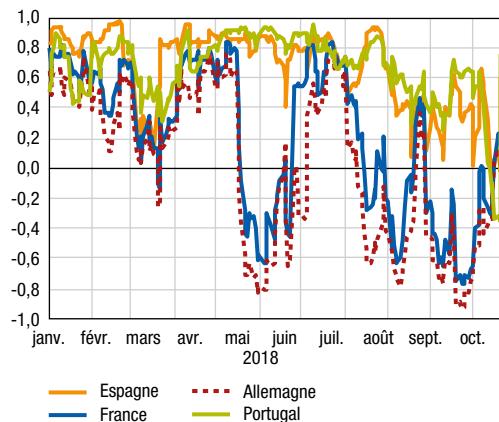
2 Il s'agit du poids des charges d'intérêt, voir Banca d'Italia, Financial Stability Report, novembre 2018, encadré page 14.

L'interaction entre risque souverain et risque bancaire est particulièrement importante en Italie, plus de 10 % des bilans bancaires étant composés de titres souverains italiens. Toutefois, les tensions actuelles n'ont que modérément affecté le reste du secteur bancaire européen : (i) les *spreads* des obligations bancaires françaises sont restés stables ; (ii) le risque systémique des banques italiennes sur les autres institutions financières européennes, jaugé ici à l'aune de l'indicateur Delta CoVaR, reste limité (Graphique 4) et enfin le recul des indices boursiers transalpins, et notamment l'indice bancaire (20 % pour l'indice global italien et -37 % pour l'indice des banques italiennes depuis mai 2018) ne s'est pas répercute sur les autres indices bancaires de la zone euro.

Graphique 3

Corrélation entre les rendements obligataires
souverains européens et italien

(corrélation)

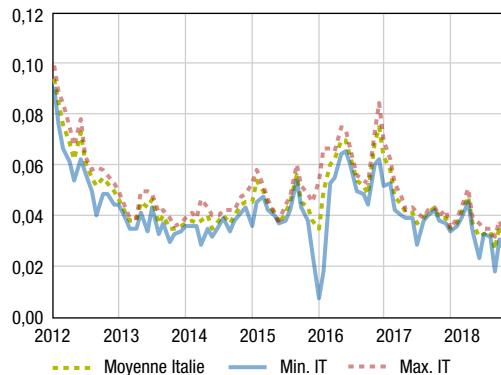


Sources : Bloomberg, calcul Banque de France.

Graphique 4

Risque systémique des banques italiennes sur les institutions financières européennes (*Conditional Value at Risk* ou Delta CoVaR)

(en %)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Lecture : le Delta CoVaR vise à évaluer le risque systémique de chaque banque. Il juge l'impact qu'aurait une banque spécifique sur le système financier si cette dernière venait à être en difficulté (i.e. si cette dernière venait à toucher sa Value at Risk). Un niveau élevé de Delta CoVaR pour une banque implique qu'un stress sur cette dernière aurait de fortes répercussions sur le système financier dans son ensemble.

Enfin, si les expositions sur l'Italie au bilan des banques françaises restent significatives (de l'ordre de 260 milliards d'euros)³, il s'agit principalement **des expositions des filiales des banques françaises sur l'économie italienne** (environ 180 milliards d'euros), les détentions de dette souveraine italienne étant limitées à 47 milliards. **S'agissant des organismes d'assurance français, leurs expositions sur l'Italie représentent 86 milliards d'euros** (la dette souveraine représentant un peu plus de la moitié des détentions), soit 3,4 % de leurs actifs totaux. Ces expositions, bien que limitées, sont également parmi les toutes premières expositions des assureurs à l'international.

³ Si on inclut les opérations hors bilan, les expositions totales sur l'Italie s'élèvent à 311 milliards d'euros dont 221 milliards sur les sociétés non financières et les ménages. Et 51,5 milliards d'euros sur le souverain et administrations publiques.

La qualité de l'actif et la solvabilité des acteurs ont été confirmées par les récents stress-tests réalisés par les autorités prudentielles européennes, néanmoins les enjeux structurels tels que la maîtrise des coûts, la recherche de rentabilité et la digitalisation persistent.

L'évolution des coûts d'exploitation demeure un point d'attention dans un environnement où les institutions financières doivent poursuivre leurs efforts d'adaptation et de transformation pour répondre aux enjeux de la révolution digitale. Cette digitalisation met en exergue l'importance de la cybersécurité pour le système financier.

3.1 RISQUES DU SECTEUR BANCAIRE FRANÇAIS

a. Des niveaux de solvabilité et de liquidité satisfaisants

Au 30 septembre 2018, le ratio CET1 agrégé sans mesures transitoires (« *full CRD IV* ») des 4 principaux groupes français s'établit à 13,3 %, soit un niveau quasi stable par rapport à fin 2017, la hausse des fonds propres (+2,3 %) ayant été équivalente à celle des actifs pondérés (+2,1 %). Par ailleurs, la résilience des banques françaises vient d'être confirmée par les tests de résistance menés conjointement par l'ABE et la BCE (Encadré 5).

À l'exception des ratios TLAC, qui sont en progression et d'ores et déjà supérieurs au minimum qui sera exigé en 2019 pour les trois banques qui communiquent sur le sujet, les autres ratios réglementaires s'inscrivent le plus souvent en légère baisse comparativement à fin 2017 : les ratios de levier « *full CRD IV* » sont en baisse pour 3 banques et stables pour la dernière mais sont tous supérieurs à 4 % ; de façon analogue, les ratios de liquidité à court terme (LCR) sont en baisse pour deux banques mais en hausse pour une troisième³⁴ et s'établissent au minimum à 110 %.

L'année 2018 a été marquée par l'entrée en vigueur de la norme IFRS9, qui a conduit les banques à modifier la classification et le traitement comptables de certains actifs et passifs et à refondre leurs modèles de calcul des provisions. Pour les 6 principaux établissements français, la première application de cette nouvelle norme s'est traduite par une baisse moyenne de 18 pb de leur ratio CET1 « *full CRD IV* », comparable à la moyenne des grandes banques européennes (-22 pb)³⁵. Les effets à plus long terme de la mise en œuvre d'IFRS9 – en particulier sa réactivité aux évolutions du cycle et sa traduction dans les nouveaux modèles comptables des banques – sont toutefois encore difficiles à évaluer. Le risque de pro-cyclicité de la norme et les mesures macro-prudentielles pour le limiter le cas échéant sont actuellement en cours d'étude.

Encadré 5

Résultats du test de résistance européen de 2018

Le scénario adverse du test de résistance européen de 2018 conduit à une diminution du ratio de solvabilité des banques françaises qui les situe légèrement au-dessus de la moyenne des banques européennes.

48 banques européennes, dont les six grands groupes français¹, représentant près de 70 % des actifs du secteur bancaire européen ont pris part à l'exercice de test de résistance de 2018 sous l'égide de l'Autorité bancaire européenne (ABE) et de la Banque centrale européenne (BCE)². La capacité de résistance de la solvabilité des établissements était évaluée à partir de deux scénarios sur trois ans (2018-2020) calibrés par le Conseil européen du risque systémique (ESRB) :

³⁴ La dernière ne fournissant qu'une estimation de son ratio (>110 %), il n'est pas possible d'estimer son évolution.

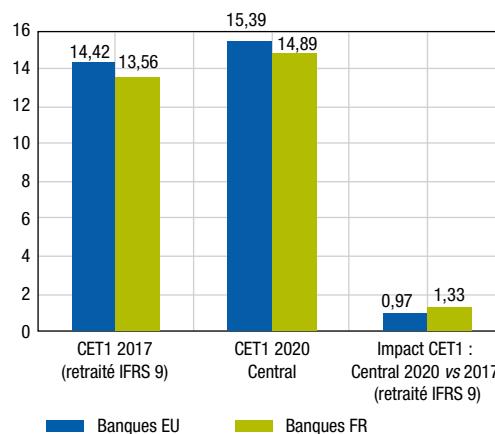
³⁵ Source : données publiées par l'EBA à l'issue du stress-test 2018.

(i) **un scénario central** correspondant aux prévisions de la BCE et (ii) **un scénario stressé** qui reflétait les risques les plus susceptibles de menacer la stabilité du secteur financier européen tels qu'identifiés fin 2017. Pour la France, le scénario stressé prévoyait une chute du PIB cumulée de 1,5 %, un taux de chômage de 10,2 % fin 2020, une baisse cumulée des prix de l'immobilier résidentiel de 16,9 %, des taux d'intérêt à long terme à 2 % en 2020 et une baisse du CAC 40 de 32,2 % en 2018. Cet exercice était en outre marqué par le passage au cadre comptable IFRS 9 (en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2018), qui a entraîné une révision significative de l'évaluation du risque de crédit. **À l'issue de l'exercice, le ratio de CET1 transitoire moyen pondéré selon le scénario central progresse de 97 pb (hors effet IFRS 9) pour l'ensemble de l'échantillon européen** (Graphique 1). Pour les banques françaises, cette progression est plus importante (+133 pb) avec un ratio de départ plus faible. Le ratio CET1 transitoire moyen pondéré selon le scénario stressé s'inscrit en baisse de 419 pb³ (hors effet IFRS 9) pour l'ensemble de l'échantillon européen et de -385 pb⁴ pour la France (Graphique 2).

Graphique 1

Impact du scénario central sur le CET1 transitoire

(en %)

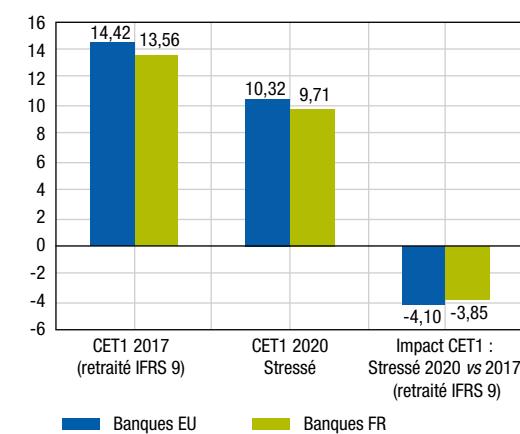


Sources : ABE, calculs Banque de France.

Graphique 2

Impact du scénario stressé sur le CET1 transitoire

(en %)



Sources : ABE, calculs Banque de France.

1 BNPP, Groupe Crédit Agricole, BPCE, Société Générale, Crédit Mutuel et La Banque Postale.

2 Résultats agrégés et individuels publiés le 2 novembre 2018, <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-2018-eu-wide-stress-test-results>. En complément, l'ACPR publiera un focus sur la situation des banques françaises.

3 419 pb si l'on inclut l'effet du passage à IFRS 9.

4 404 pb si l'on inclut l'effet du passage à IFRS 9.

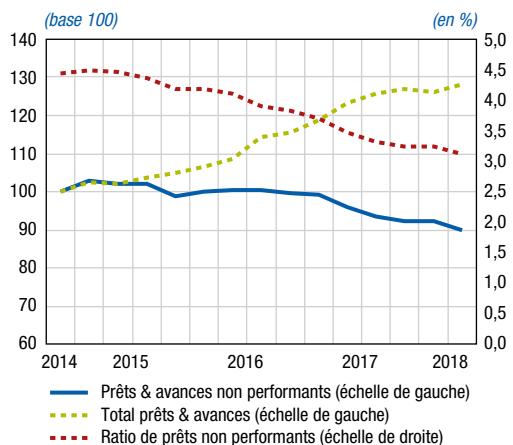
b. À l'actif, des expositions sensibles à l'évolution de l'environnement macroéconomique européen et mondial

Dans un contexte de crédit dynamique, l'enquête trimestrielle de la BCE sur l'évolution des conditions d'octroi de crédits des banques de la zone euro³⁶ montre que celles-ci se resserrent pour les crédits aux SNF et s'assouplissent pour les crédits aux ménages, notamment immobiliers. Cette appréciation qualitative est corroborée par les données mensuelles reportées à l'ACPR (voir la section « Endettement » du chapitre 1). Dans un contexte macroéconomique incertain, il convient donc de veiller d'une part à la qualité des expositions du *banking book* en France et à l'international, et d'autre part aux risques pesant sur les expositions du *trading book*, eu égard à la taille relativement importante de ces portefeuilles dans le bilan des banques françaises.

36 Quarterly Bank Lending Survey : https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html

Graphique 32

Évolution du ratio de prêts non performants



Source : ACPR.

- Des ratios de prêts non performants (NPL) en amélioration sur les sociétés non financières (SNF) et sur les ménages

À fin juin 2018, le taux de NPL³⁷ global des grandes banques françaises continue de diminuer pour s'établir à 3,1 % (Graphique 32) pour une moyenne européenne à 3,6 %. Cette baisse s'explique par le double effet de l'augmentation du stock de prêts accordés (+4,3 % sur un an, pour un volume brut de 4 053 milliards d'euros) et de la baisse significative des montants de NPL (-6,2 % sur un an). Cette évolution positive rejoint l'amélioration du coût du risque qui s'établit à 3,5 milliards d'euros à fin juin 2018. Concernant les secteurs des sociétés non financières et des ménages, les ratios de NPL s'améliorent également sur un an, pour s'établir à 4,9 % et 3,6 % respectivement. À noter néanmoins que pour les ménages, un point bas du ratio de NPL a été atteint fin 2017 à 3,3 % (sur la période 2014-2018).

- Des expositions françaises significatives sur l'économie italienne, notamment supportées par les filiales

Concernant les risques liés à l'activité bancaire internationale, l'Italie reste le second pays d'exposition directe des groupes bancaires français au travers de leurs filiales et succursales, derrière les États-Unis.

Ainsi, à fin juin 2018, les expositions internationales en risque immédiat³⁸ des grands groupes bancaires français s'élèvent à 260 milliards d'euros³⁹ dont environ 180 milliards sur les ménages et les entreprises non financières. Ces expositions sont principalement portées par les filiales dont le niveau des fonds propres doit respecter les contraintes réglementaires de solvabilité fixées et contrôlées par le superviseur européen.

Sur deux ans, l'amélioration des ratios de NPL sur l'ensemble des contreparties résidentes italiennes est continue (Tableau 2), sous le double effet de l'augmentation du volume de prêts accordés (+15,4 % en deux ans) et de la diminution des prêts non performants (-13,4 % en deux ans). Ce constat est similaire par type de contrepartie, notamment au niveau des sociétés non financières (SNF) et des ménages.

Tableau 2

Ratios de NPL sur les contreparties résidentes italiennes

Ratio de NPL Contreparties IT	juin 2016	déc. 2016	juin 2017	déc. 2017	juin 2018	Ratios de NPL - juin 2018 Toutes Contreparties
Global	14,5 %	14,2 %	12,5 %	12,0 %	10,9 %	3,1 %
SNF	22,4 %	21,3 %	20,2 %	19,0 %	16,9 %	4,9 %
Ménages	11,2 %	10,7 %	9,4 %	8,9 %	8,7 %	3,6 %

Sources : États réglementaires FINREP, calculs ACPR.

37 Le taux de non-performing loans est le ratio rapportant la somme des valeurs comptables brutes des prêts non performants à la somme des valeurs comptables brutes de l'ensemble des prêts.

38 La notion de risque immédiat prend en considération le pays de résidence de la contrepartie à qui le crédit est octroyé.

39 Expositions totales de 311 milliards dont 221 milliards sur les SNF et les ménages respectivement si on inclut les expositions hors bilan.

Concernant le risque souverain italien, ces expositions certes plus limitées, restent significatives et se portent à 47 milliards d'euros⁴⁰, faisant des banques françaises les établissements de crédit de la zone euro les plus exposés à la dette publique italienne, derrière les établissements italiens (380 milliards d'euros au T2 2018, source BCE). Ces expositions sont en progression sur le premier semestre de l'année 2018 (+12,6 %), sous l'effet de la hausse des expositions du portefeuille de négociation (avec une hausse de +45 % des instruments de dette et de +31 % du hors-bilan).

- **Des expositions plus limitées aux pays émergents**

Au 30 juin 2018, les principales expositions des cinq grands groupes bancaires français aux pays émergents hors UE s'élèvent à 60,6 milliards d'euros pour la Chine, 38,1 milliards d'euros pour la Turquie et 29,9 milliards d'euros pour la Russie (+7 % en variation trimestrielle). Ces pays se classent respectivement au 11^e, 18^e et 20^e rang des expositions internationales en risque immédiat des cinq grands groupes bancaires français **et constituent donc 4 % des expositions totales⁴¹**. Hormis l'hypothèse d'un choc affectant collectivement ces pays (cf. Chapitre 1), leur part relative ne laisse pas craindre d'effets de débordement en France en cas de choc affectant isolément l'un d'eux.

- **Un portefeuille de négociation dont la taille augmente, principalement exposé au risque de taux d'intérêt et de *spread* de crédit**

La taille du portefeuille de négociation à la juste valeur⁴² des cinq grands groupes bancaires français s'établit à 2 853 milliards d'euros au 30 juin 2018, en hausse de 29 % par rapport à fin 2017 et retrouve les niveaux observés en 2016. Les actifs pondérés pour risques de marché associés augmentent plus faiblement et s'élèvent à 62 milliards d'euros (+11,5 % par rapport à fin 2017). Le profil de risque est globalement inchangé depuis 2016 : plus de 55 % des actifs pondérés pour risque de marché proviennent des facteurs de risques taux d'intérêt et de *spread* de crédit, 20 % du facteur de risque actions et 20 % du facteur de risque de change. Il est à noter que, dans le cadre des tests de résistance des banques européennes menés par l'ABE, les pertes liées aux facteurs de risque *spread* de crédit et taux d'intérêt étaient les plus significatives.

- **La finance à effet de levier fait l'objet d'une attention renforcée de la part des autorités bien que les encours restent limités dans les bilans des banques françaises**

Considéré comme procyclique, le segment « *leveraged finance* » (financement à effet de levier) recouvre trois types d'activités bancaires : (i) l'octroi de prêts à des entreprises endettées ou *leveraged loans* ; (ii) l'émission et la détention d'obligations à haut rendement ; (iii) la structuration et la détention de titrisations adossées à des crédits d'entreprises endettées (*Collateralized Loan Obligations* ou CLO). Ce segment fait désormais l'objet d'une collecte trimestrielle d'informations de la part du MSU⁴³ depuis début 2018. Pour les quatre principaux groupes bancaires français⁴⁴, les expositions totales aux *leveraged loans* dans le portefeuille bancaire sont globalement stables sur 2018 et s'élèvent à 128 milliards d'euros fin juin 2018, représentant pour chaque groupe entre 7 % et 12 % de l'ensemble des expositions aux entreprises. Au second trimestre 2018, la production de ces crédits s'élève à 13,5 milliards d'euros, en nette augmentation par rapport au premier trimestre 2018.

40 Il convient d'ajouter 4,5 milliards d'euros de hors-bilan.

41 Les expositions totales des cinq groupes bancaires français au 30 juin s'élèvent à 3 242 milliards d'euros.

42 La taille du portefeuille de négociation est approchée en sommant en valeur absolue la juste valeur des actifs et des passifs détenus à des fins de négociation, tels que déclarés dans les états réglementaires FINREP.

43 Orientation MSU publiée en mai 2017 : https://www.banksupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705_en.pdf et communication du HCSF.

44 BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale et Crédit Mutuel.

Trois tendances notables se dégagent et sont sources de vulnérabilités pour la stabilité financière en lien avec le risque lié à l'endettement des agents privés : (i) plus de la moitié des crédits accordés récemment le sont à des entreprises très endettées (levier⁴⁵ > 6) ; (ii) près de 70 % des prêts sont accordés avec des clauses protectrices très restreintes et des niveaux de documentation financière faibles ; (iii) la part des crédits destinés à la distribution semble augmenter en proportion du risque initial des dossiers (crédits octroyés aux entreprises dont le levier est élevé et/ou avec des clauses protectrices très restreintes).

c. La progression limitée des revenus bancaires et le maintien de coûts d'exploitation élevés se traduisent par une stagnation de la rentabilité

- Le produit net bancaire, tiré par la croissance des revenus non bancaires progresse moins vite que les frais généraux**

Sur les neuf premiers mois de l'année, la rentabilité des quatre principales banques françaises s'inscrit en repli de 1 % par rapport à la même période de 2017 pour s'établir à 17 milliards d'euros.

Après retraitement des principaux éléments exceptionnels (règlement des litiges) et du coût de la réévaluation de la dette propre, le produit net bancaire, ou PNB, augmente de 1 % (94,5 milliards d'euros). **Les revenus de la banque de détail se replient de 1,4 %**, subissant toujours l'incidence des taux bas sur les revenus d'intérêt, et **la banque d'investissement** enregistre un recul de 2 % de son PNB ; à l'inverse, **les activités de services financiers spécialisés (+7,5 %), de gestion d'actifs et d'assurances (+9,2 %) contribuent fortement à la croissance du PNB.**

Les banques sont confrontées à une progression de leurs frais généraux (+2,9 %) plus rapide que celle de leur PNB reflétant principalement l'impact des différents plans de transformation des métiers et d'investissement dans les nouvelles technologies. Le coefficient d'exploitation se dégrade ainsi de 1,3 pp à 68,9 %. La diminution des charges exceptionnelles et un coût du risque toujours en recul (-8,8 %) permettent toutefois au résultat avant impôt de se stabiliser à 26,1 milliards d'euros.

Enfin, rapportée aux fonds propres de base, la rentabilité globale sur neuf mois diminue de 0,2 point de pourcentage (pp) sur un an glissant avec un ROE moyen de 7,2 %.

Les banques françaises restent ainsi pénalisées par leurs charges d'exploitation et les efforts de transformation des métiers et de digitalisation des processus qui tardent à se manifester dans le coefficient d'exploitation. Ces facteurs structurels pèsent sur la perception, par les marchés, de leur rentabilité future.

- Les banques françaises et européennes restent moins bien valorisées par les marchés que les banques américaines**

Les valeurs boursières des banques françaises restent inférieures à leurs valeurs comptables avec un ratio de *price-to-book*⁴⁶ moyen à 0,7 en octobre 2018, en baisse de 8 % sur douze mois (Graphique 33). L'évolution de ce ratio pour les valeurs bancaires semble en outre décorrélée de celle du CAC40 en général. Les ratios des banques françaises, assez volatils en 2018, sont toutefois moins affectés que ceux des banques européennes qui ont subi une baisse de -18 % du fait des incertitudes liées au Brexit, des tensions sur les secteurs bancaires italiens et allemands, de l'exposition de certaines

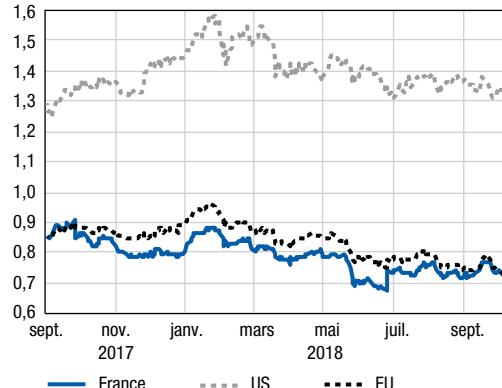
⁴⁵ La notion de levier utilisée ici est le ratio Dettes totales / EBITDA, qui correspond à celle de la Guidance BCE on leveraged transactions : https://www.banksupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705.en.pdf

⁴⁶ Ratio entre la valeur de marché des capitaux propres (c'est-à-dire le niveau de la capitalisation boursière) et la valeur comptable d'une société.

Graphique 33

Évolution des ratios *price-to-book* des banques françaises de fin 2017 à fin 2018

(ratio)

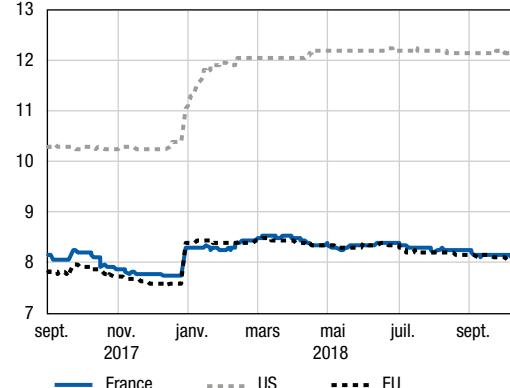


Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Graphique 34

Évolution des anticipations de rendement des banques pour 2019 par les marchés de fin 2017 à fin 2018

(en %)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

banques⁴⁷ sur les pays émergents, ou encore des scandales de blanchiment d'argent. À l'inverse, les banques américaines ont un ratio moyen de *price-to-book* à 1,3 et les anticipations de rendement par les investisseurs sont nettement meilleures (prévision de *return on equity* -ROE de 12 % aux États-Unis contre 8 % en France et en Europe) (Graphique 34).

- **Le marché continue d'exiger des banques une rentabilité forte dans le contexte actuel**

Le coût des fonds propres, ou *cost of equity* (COE) est une variable non observable, estimée dans un cadre théorique reposant sur des prévisions sur les performances futures du titre. Ce caractère *forward looking* et la modélisation structurelle sur laquelle repose le COE rendent l'estimation particulièrement incertaine et sensible aux paramètres (niveau de dividendes supposé, rendement attendu par le marché, sensibilité supposé du secteur ou de l'action considérés par rapport à l'indice global, cf. Graphique 35).

La diminution du COE des banques françaises (COE moyen⁴⁸ de 8,5 % en octobre 2018, en baisse de plus de 2,8 pb par rapport à l'été 2016, Graphique 36) a suivi la baisse des primes de risque observée depuis 2016. Leur COE, similaire à celui de leurs homologues européennes, reste toutefois au-dessus de la moyenne d'avant crise (1,5 pp) et toujours nettement supérieur à celui des banques américaines (6,4 % en octobre 2018) – un écart essentiellement lié à la divergence des taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro en fin de période, alors que la sensibilité du cours d'une banque par rapport à l'indice boursier national est similaire pour les trois cas. Une réduction de l'écart⁴⁹ entre le COE moyen (c'est-à-dire l'exigence de rentabilité des investisseurs) et la rentabilité moyenne des banques est observée du fait de la légère amélioration des résultats des banques ainsi

47 Selon les données de la Banque des règlements internationaux au deuxième trimestre 2018, les expositions bancaires européennes sur les pays émergents d'environ 13,9 billions de dollars sont ventilées de la façon suivante : 48 % en Allemagne avec 6,7 billions, 21 % en Espagne avec 2,9 billions, 14 % au Royaume-Uni avec 1,9 billion et 12 % en France avec 1,7 billion.

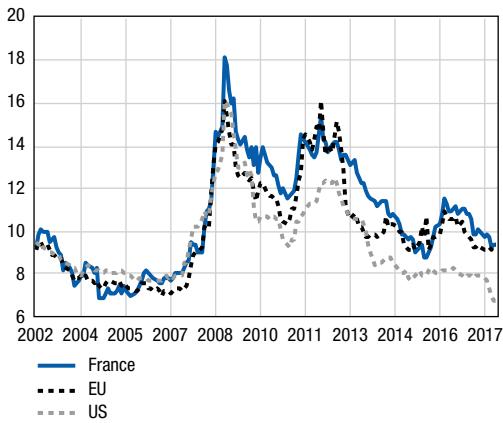
48 COE moyen obtenu à partir de 130 estimations d'un modèle « Dividend Discount Model » (dit « de Gordon-Shapiro ») prenant en compte différentes hypothèses : prévisions du taux de croissance des dividendes (DPS) à 18 mois, 2 ans et 3 ans ; prévisions de croissance du PIB à 3, 4 et 5 ans ; taux d'intérêt sans risque (obligation d'état à 10 ans, EONIA à 1 et 5 ans), horizon de 3 à 10 ans ; taux de dividende de l'Eurostoxx 600 et bêta de marché (i.e. sensibilité du cours des actions d'une banque rapportée à la sensibilité de l'indice boursier national) calculés à horizon de 1, 2 et 3 ans.

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

Graphique 35

Coût du capital des banques françaises, européennes et américaines

(en %)

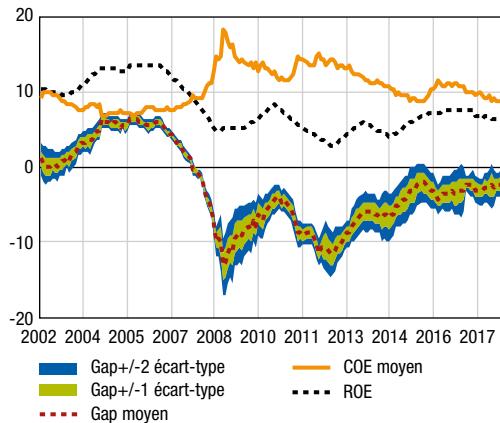


Sources : Bloomberg, FMI, Federal Reserve of Saint-Louis, BCE, calculs Banque de France.

Graphique 36

COE moyen et ROE des banques en France

(en %)



Sources : Bloomberg, FMI, BCE, calculs Banque de France.

que de la baisse du COE ; mais l'écart reste encore légèrement négatif en octobre 2018 (Graphique 36). Le niveau de rentabilité exigée par les investisseurs apparaît cependant élevé au regard du niveau des taux d'intérêt.

3.2 RISQUES PESANT SUR LES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE

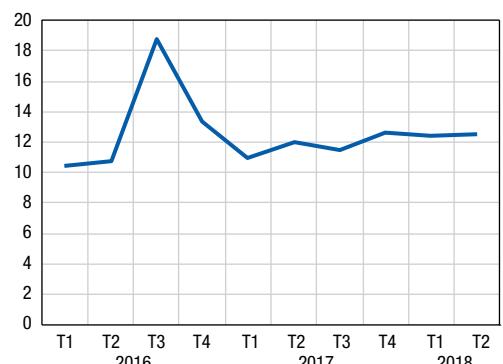
a. Une solvabilité solide, perception confirmée par le marché

Les notations externes de la dette des assureurs et les évaluations de leurs titres de capital cotés (notamment le rapport cours/bénéfice et les notations d'*insurance financial strength*) traduisent une perception favorable du secteur de l'assurance français par les marchés financiers (Graphique 37). Toutefois, les performances boursières relatives des indices d'assurance français par rapport aux autres secteurs de l'économie et aux assureurs européens sont en baisse depuis le quatrième trimestre 2017 (Graphique 38) mais il convient de signaler que l'assurance cotée n'est pas représentatif du secteur de l'assurance en France.

Graphique 37

Ratio cours/bénéfices (PER) moyen des assureurs français cotés

(ratio)

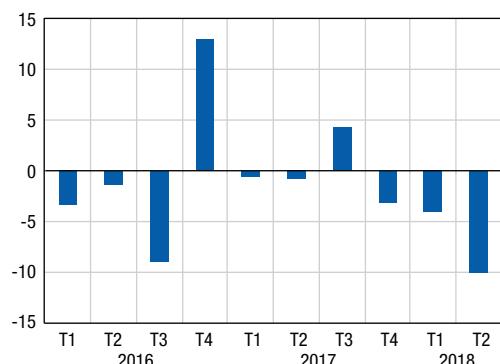


Source : Bloomberg.

Graphique 38

Surperformance des assureurs français cotés sur le CAC40

(en points de pourcentage)



Source : Bloomberg.

- **Assurance non-vie : un risque faible pour la stabilité financière**

Le risque pour la stabilité financière sur le secteur de l'assurance non-vie est faible. De plus, malgré l'hétérogénéité entre les assureurs, les ratios de solvabilité indiquent que les exigences en capital restent largement couvertes en assurance non-vie. **À la fin du deuxième trimestre 2018, le taux de couverture des assureurs non-vie se situait à 265 %.** La proportion élevée de fonds propres de niveau 1 (97 %) reflète la qualité de ces derniers. La croissance du chiffre d'affaires est relativement constante aux alentours de 2 % depuis plusieurs trimestres. En termes de rentabilité, le ratio combiné revient vers le niveau auquel il se trouvait avant les catastrophes naturelles de la fin de l'année 2017.

- **Assurance vie : une rentabilité très dépendante des revenus financiers et un risque de liquidité potentiel mais non matérialisé**

Le ratio de solvabilité moyen des assureurs vie à la fin du deuxième trimestre 2018 est inférieur à celui des organismes non-vie mais les exigences en capital sont également très largement couvertes à hauteur de 218 %. De plus, après plusieurs trimestres de baisse, les primes d'assurance vie sont de nouveau orientées à la hausse en 2018.

Bien que l'écart entre les rendements des investissements des assureurs et les participations bénéficiaires servies aux assurés se soit stabilisé en 2017, les conséquences de l'environnement de taux restent le risque principal pour les assureurs vie dont les équilibres techniques et financiers sont affectés par six années de taux bas. La forte concentration des placements en actifs obligataires et en dette de l'État français rend en effet les assureurs vie très sensibles au niveau et à la volatilité des taux longs. Plus particulièrement, bien que la normalisation de la politique monétaire amorcée en zone euro s'opère de façon graduelle, une hausse de taux plus rapide qu'anticipé pourrait rendre les assureurs vie vulnérables en cas de vague de rachats des contrats car une grande partie de ces contrats est rachetable à tout moment. **Jusqu'à présent, le taux de rachat médian des assureurs français reste contenu (5,4 % en 2017) et les assureurs disposent d'actifs suffisamment liquides.**

- **Évaluation de l'impact de la réglementation Solvabilité 2**

Avec un recul de deux ans, la mise en œuvre de Solvabilité 2 s'est traduite par des changements non seulement quantitatifs mais aussi qualitatifs avec des principes de saine gouvernance, dont l'apport, appliqué de concert avec la proportionnalité, est unanimement reconnu : les assureurs ont nettement amélioré la gestion de leurs risques et de leur capital, et le marché de l'assurance est aujourd'hui plus résilient.

S'agissant de la partie quantification, les bénéfices attendus restent à confirmer au regard de la complexité et de la volatilité induites par la norme Solvabilité 2, ainsi que des effets sur l'investissement de long terme. Anticipées par les régulateurs, ces questions font l'objet de deux revues, l'une en cours de finalisation et l'autre en 2020, en vue de raffiner le traitement prudentiel des risques et d'assurer l'application uniforme de la réglementation au sein de l'Espace économique européen.

- b. Une rentabilité des assureurs vie affectée par l'environnement de taux d'intérêt bas**

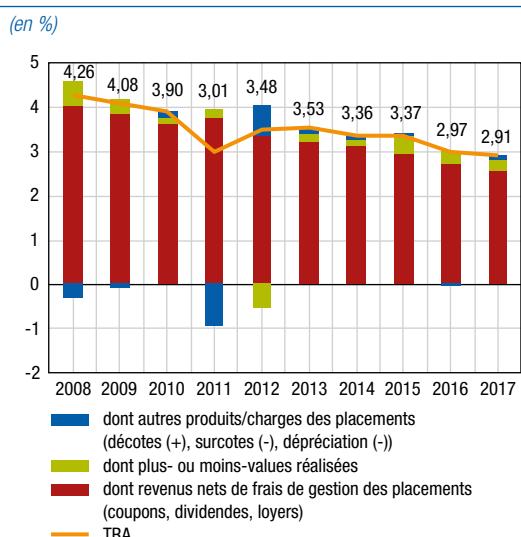
- Une prise de risque d'investissement limitée**

Le résultat des assureurs vie est essentiellement généré par leurs produits financiers. Or, malgré la réalisation de plus-values, ces derniers diminuent car les revenus récurrents des assureurs, principalement tirés des obligations, sont affectés à la baisse par le niveau actuel des taux. Ainsi, **le taux moyen de rendement de l'actif a diminué de 3,5 %**

à 2,9 % entre 2013 et 2017 en raison principalement de la baisse tendancielle des revenus récurrents, principalement de source obligataire, de 3,2 % à 2,6 % sur la même période (Graphique 39). Sous l'hypothèse forte d'un réinvestissement des titres à taux fixe arrivant à échéance dans des obligations à taux 0 % et d'une collecte nette nulle sur les supports en euros, cette baisse du taux de rendement de l'actif pourrait se poursuivre à un rythme d'environ -20 points de base par an (Graphique 40). De plus, les plus-values latentes sur les obligations détenues à l'actif, très élevées depuis quatre ans et qui permettent aux organismes d'assurance vie d'améliorer le rendement de leur actif, baissent progressivement et seraient consommées en cas de remontée des taux.

Graphique 39

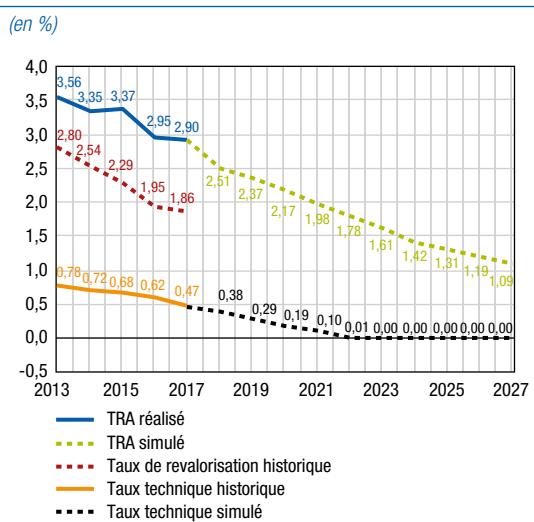
Décomposition du taux de rendement de l'actif
(hors unités de compte) depuis 2008



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

Graphique 40

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



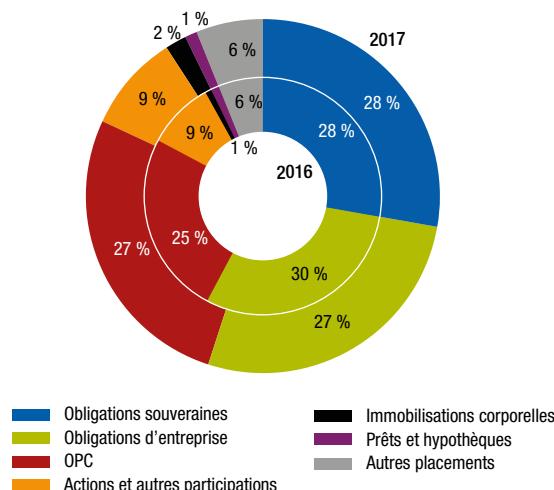
Source : ACPR, Données comptables pour TRA et taux technique et déclaratives pour taux de revalorisation (périmètre : Top 16).

Dans ce contexte, les assureurs vie pourraient modifier leurs stratégies d'investissement afin d'augmenter le rendement de leur actif, en particulier, la rentabilité sur les obligations (allongement de la maturité, augmentation de l'exposition aux obligations d'entreprises) ou par l'augmentation de la part des autres actifs (actions, titres non cotés, immobilier, projets d'infrastructure). Ils peuvent également rechercher davantage de rendement sur des titres plus risqués ou moins liquides, ce qui pourrait se traduire par une dégradation de la notation moyenne sur les obligations privées ou par une diversification géographique, y compris vers des pays risqués. De telles stratégies peuvent tout aussi bien être mises en place en environnement de taux bas durable ou en cas de remontée des taux pour maintenir un niveau de rémunération suffisant de leurs assurés.

Toutefois, à ce jour, la recherche de rendements semble ne pas affecter l'allocation globale des actifs, tant en termes de duration, de nature des titres investis, de leur allocation géographique – la part investie dans les pays émergents reste faible – qu'en termes de qualité de ces titres. La part des obligations d'entreprises est quasiment équivalente à celle des obligations souveraines mais diminue de 30 % à 27 % des placements entre fin 2016 et fin 2017 tandis que celle des organismes de placement collectif (OPC) augmente de 25 % à 27 % (Graphique 41). Après la prise en compte des placements dans les OPC (ou « mise en transparence » de ces placements provenant des assureurs), on retrouve quasiment toutefois le poids initial des expositions aux

Graphique 41

Décomposition de l'actif des assureurs en 2016 et 2017

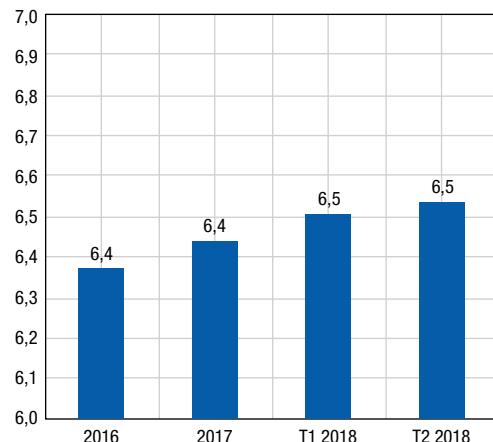


Source : ACPR, données prudentielles.

Graphique 42

Duration moyenne des titres*

(en années)



Source : ACPR, Données prudentielles.

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

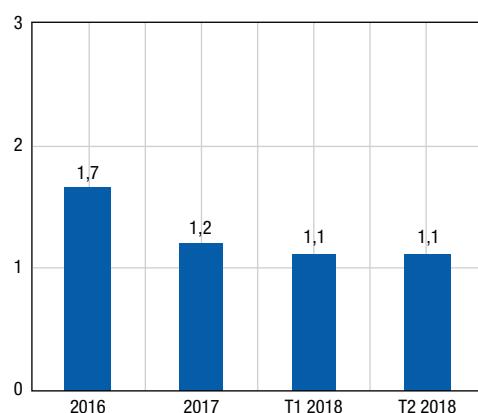
entreprises. La durée moyenne des titres (obligations, titres structurés, titres garantis et parts d'OPC dont l'exposition est essentiellement obligataire) détenus par les assureurs augmente de manière très progressive. Elle est passée de 6,4 fin 2016 à 6,5 ans mi-2018 (Graphique 42).

Le niveau global des investissements risqués des plus grands groupes français reste faible et assez stable. La proportion dans le portefeuille d'actifs des titres les moins bien notés (inférieurs à BBB-) se situe aux alentours de 1 % et ne semble pas augmenter malgré la dégradation de la notation d'un certain nombre de titres détenus par les assureurs (Graphique 43). 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 (Graphique 44).

Graphique 43

Proportion de titres dont la notation* est inférieure à BBB-

(en %)



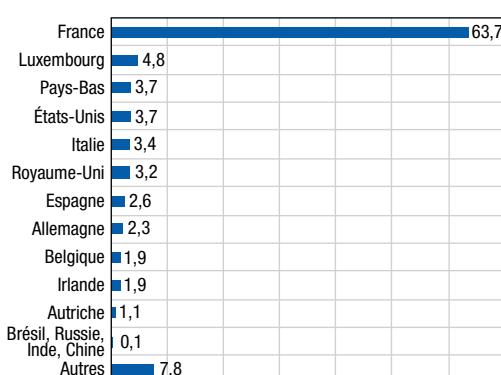
Source : ACPR, Données prudentielles.

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

Graphique 44

Expositions aux différents pays

(en %)



Source : ACPR, données prudentielles.

Malgré cette apparente stabilité observée à chaque clôture d'exercice, la vigilance reste de mise. En effet, certains assureurs pourraient être tentés de réaliser des placements à court terme pour augmenter leurs revenus financiers, faisant peser sur eux un risque accru de défaut ou de liquidité en cas de grandes tensions sur les marchés.

- **En attendant un environnement plus porteur pour l'assurance vie, l'ajustement passe par un rééquilibrage de la collecte au profit des supports en unités de compte et par la maîtrise des coûts**

Le marché de l'assurance vie français est l'un des plus importants d'Europe.

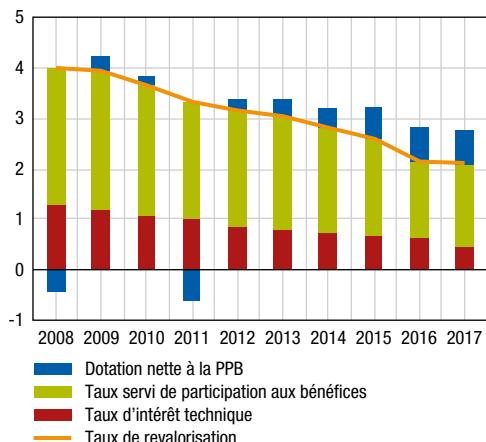
Il représente plus de 1 637 milliards de provisions techniques statutaires à fin décembre 2017, dont 66 % sur les supports en euros, et 137 milliards d'euros de primes cette même année. Après une année 2017 atone en termes de collecte nette (primes retraitées des rachats), la collecte nette en France se situe à plus de 10 milliards d'euros au premier semestre 2018, niveau équivalent à celui de 2016. Sur cette même période, 32 % des primes correspondent à des contrats en unités de compte (contre 22 % en 2016 et 30 % en 2017), qui transfèrent le risque de marché aux souscripteurs. Les organismes ont en effet globalement découragé les versements sur les fonds en euros en relevant les prélèvements contractuels ou en diminuant la garantie en capital. Si de telles stratégies permettent d'assurer la soutenabilité des garanties à long terme pour les assureurs, le devoir de conseil reste une obligation essentielle des assureurs lors de la vente des contrats.

La baisse du rendement de l'actif décrite ci-dessus s'accompagne de différentes mesures sur les engagements en euros des assureurs, notamment ceux comportant une garantie en capital. La première mesure est la baisse des taux de revalorisation attribués chaque année aux assurés sur leurs supports en euros. En moyenne pour l'ensemble du marché, le taux de revalorisation se situait proche de 2 % fin 2017 contre environ 4 % dix ans auparavant (Graphique 45). Parallèlement à cette baisse, les organismes dotent également de manière significative la provision pour participation aux bénéfices qui leur permet de lisser la participation des assurés aux résultats dans le temps. Cette dernière est passée de 1,4 % des encours d'assurance vie fin 2011 à 3,9 % fin 2017 (Graphique 46).

Graphique 45

Décomposition du taux de participation aux résultats depuis 2008

(en %)

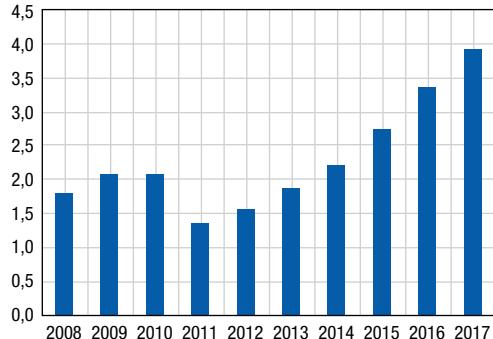


Source : ACPR, données comptables (périmètre : Top 16).

Graphique 46

Taux de provision pour participation aux résultats depuis 2008

(en %)



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

Ainsi, le secteur de l'assurance vie français, avec 6 milliards d'euros de résultat technique⁵⁰ en 2017, reste rentable. Les contrats d'épargne en euros continuent de représenter la plus grande partie du chiffre d'affaires (54 % du total) et du résultat technique (55 %). Les contrats d'épargne en unités de compte génèrent, quant à eux, 27 % du chiffre d'affaires pour une contribution de 11 % du résultat technique. Comme indiqué précédemment, les assureurs favorisent toutefois la souscription de ces contrats pour lesquels, contrairement aux supports en euros, ce sont les assurés qui supportent le risque de perte de capital (Encadré 6). D'autres segments, distincts de l'épargne, permettent également aux assureurs de maintenir leur rentabilité. Ainsi, bien que l'assurance en cas de décès (contrats d'assurance prévoyance, notamment emprunteur) ne génère qu'une petite partie du chiffre d'affaires des assureurs vie (9 %), cette ligne génère 30 % du résultat technique du secteur. En effet, l'assurance décès affiche notamment un solde de souscription⁵¹ nettement supérieur à celui des autres lignes d'activité.

Encadré 6

Fonds en euros et fonds libellés en unités de compte, qui porte le risque financier ?

Dans les **fonds en euros**, le capital investi, les participations bénéficiaires versées et, le cas échéant, les intérêts produits **sont garantis** et définitivement acquis au souscripteur sauf, comme sur des gammes récentes de contrats, si la garantie prévue au contrat est nette des frais de gestion prélevés chaque année. En cas de fluctuations sur les marchés financiers, **le risque de pertes est donc porté par l'assureur**. **Une unité de compte** (UC) est un support d'investissement financier (ex. Sicav, actions, obligations, parts de fonds communs de placement, parts de Société Civile Immobilière, parts de Société Civile en Placement Immobilier) dont le montant investi par les clients n'est pas garanti par l'assureur, contrairement aux fonds en euros, seul le nombre d'unités de compte l'est. Les UC offrent donc des perspectives de rendements plus élevés pour les clients lorsque les marchés financiers sont bien orientés mais les risques de variation de la valeur sont plus grands. **Ces risques sont portés cette fois par le souscripteur**. Les UC sont notamment adaptées à des détentions de long terme et dans une optique de diversification de l'épargne. Leur commercialisation et **le devoir de conseil** qui s'y attachent doivent donc être adaptés afin de prendre en compte ces caractéristiques et la cible de clientèle.

3.3 L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE NON BANCAIRE JOUE UN RÔLE

CROISSANT DANS LE SYSTÈME FINANCIER

a. Une croissance ininterrompue d'encours de la gestion d'actifs depuis 2010 et en parallèle un renforcement du cadre réglementaire

L'intermédiation financière non bancaire⁵² connaît depuis plusieurs années une **croissance continue et plus rapide que celle du secteur bancaire**. Depuis 2010, sa taille a progressé de près de +39 % (contre +8 % pour le secteur bancaire) pour atteindre 45 160 milliards à fin 2016 (dont 3,1 % en France), soit 33,5 % de la taille du secteur bancaire⁵³. Cette progression des encours doit être toutefois nuancée par les effets de valorisation, qui expliqueraient la moitié de hausse des encours⁵⁴.

La gestion d'actifs, qui constitue la principale composante du financement non bancaire (celle-ci représente par exemple 88 % des encours concernés en France), peut être exposée à trois types de risques : le **risque de liquidité** (risque que les fonds dits ouverts ne puissent faire face à des demandes de rachat massives de la part des investisseurs), le **recours au levier** (entendu communément comme le rapport entre le niveau d'endettement net et les capitaux propres) et les risques issus **des interconnexions et chaînes d'interactions** avec les autres acteurs financiers.

50 La rentabilité technique correspond à la partie du résultat directement liée à l'activité d'assurance (avant impôts notamment).

51 De manière simplifiée, solde de souscription = primes – prestations.

52 Le Conseil de stabilité financière a délaissé en 2018 l'appellation « shadow banking » au profit de l'expression « non-bank financial intermediation – (NIFI) ».

53 Données FSB issues du Global Shadow Banking Monitor Report (GSBMR) 2018.

54 Voir Banque de France, Revue de Stabilité Financière, avril 2018, article de Jennifer d'Hoir et Robert Ophèle page 156.

La réglementation européenne en matière d'encadrement des fonds d'investissement collectif, à savoir les directives UCITS⁵⁵ et AIFM⁵⁶, est plus avancée comparativement aux standards internationaux. Ces directives permettent notamment d'encadrer le suivi des risques de levier et de liquidité mais aussi de renforcer l'appréhension des risques par les gestionnaires (stress test par exemple). Au niveau international, les cadres réglementaires se sont renforcés à plusieurs niveaux : réforme des fonds monétaires aux États-Unis (2014) et dans l'Union européenne (UE) en 2017, standards internationaux relatifs à la titrisation (2012) et réglementation (UE) relative à la titrisation simple, transparente et standardisée (2017), renforcement du cadre d'exercice des opérations de financement sur titres (2013, 2014 et 2015). Cette refonte réglementaire s'est inscrite dans une optique principalement microprudentielle, focalisant d'une part sur la limitation du risque et le renforcement de la robustesse au niveau de chaque acteur pris individuellement et d'autre part sur les obligations de transparence et d'information à l'égard des autorités de régulation et des investisseurs.

b. Le développement maîtrisé de l'intermédiation financière non bancaire nécessite la fiabilisation des données et la compréhension fine des acteurs

Au niveau national, la France a engagé au niveau du HCSF un travail de mise en commun des données en vue d'une **cartographie fine des interconnexions de la gestion d'actifs avec le reste du système financier** (démarche impliquant l'AMF, la Banque de France et la Direction générale du Trésor)⁵⁷. Au niveau international, des avancées sont notables dans le suivi de l'intermédiation financière non bancaire (*shadow banking*). En Europe, le CERS produit une cartographie européenne de l'intermédiation financière non bancaire. Le Conseil de stabilité financière (CSF) procède également à une collecte de données annuelle qui permet d'appréhender les évolutions du secteur et d'identifier les principaux risques associés susceptibles d'affecter la stabilité financière⁵⁸. Les progrès de cette collecte ne doivent cependant pas masquer les difficultés (y compris d'ordre terminologique) à parvenir à une cartographie claire et suffisamment complète des acteurs, de leurs liens et de leurs dépendances ainsi qu'à une description et à une quantification des risques associés à ces évolutions.

Le CSF a publié en 2017 quatorze recommandations visant à encadrer les vulnérabilités structurelles du secteur de la gestion d'actifs⁵⁹, et a confié à l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) le mandat de les décliner au plan opérationnel (voir les bonnes pratiques de l'OICV en matière de gestion du risque de liquidité des fonds ouverts publiées en février 2018). S'agissant du levier, un document consultatif visant à définir des mesures cohérentes de levier⁶⁰, document non prescriptif à ce stade, a été publié en novembre 2018 par l'OICV et complète de précédentes recommandations : l'objectif est d'identifier les fonds à effet de levier et de définir des approches applicables à tous les pays pour en limiter le levier. Cependant cette tâche se heurte à des difficultés méthodologiques, liées d'une part à l'absence de données et de métriques chez certains membres, mais également à des approches réglementaires nationales divergentes. Le développement d'analyses globales et fondées sur les risques paraît à ce stade encore compliqué. En France, les principes énoncés par l'OICV sont déjà mis en œuvre, le cadre réglementaire européen ayant été renforcé en matière de définition et d'encadrement du levier.

⁵⁵ UCITS : *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*

⁵⁶ AIFM : *Alternative Investment Fund Manager*

⁵⁷ https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF_20180611 - 5-2-1_Projet_de_publication_interconnexions_FR_vu_AMF_remerciements.pdf

⁵⁸ Collecte faite auprès des 25 membres du FSB, auxquels s'ajoutent, sur base volontaire, la Belgique, le Luxembourg et les îles Caïmans.

⁵⁹ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD615.pdf>

⁶⁰ "IOSCO should develop simple and consistent measure(s) of leverage in funds with due consideration of appropriate netting and hedging assumptions. This would enhance authorities' understanding of risks that leverage in funds may create, facilitate more meaningful monitoring of leverage, and help enable direct comparisons across funds and at a global level". *IOSCO Report on Leverage*, Novembre 2018.

Enfin, l'appréhension des **risques liés aux interconnexions** entre les fonds d'investissements et les entités financières (banques, assureurs) constitue un enjeu crucial pour les autorités macroprudentielles dans leur mission de détection des vulnérabilités générées par les interdépendances entre acteurs. La conception d'outils macroprudentiels requiert en effet une compréhension fine des deux canaux de relations entre acteurs financiers, à savoir la mesure des **détentions de titres inscrites à l'actif** des fonds émis par ces entités financières, et **au passif**, la mesure des détentions de parts de fonds par des investisseurs institutionnels ou d'autres fonds ainsi que les expositions du secteur bancaire à ces acteurs. À cet égard, les travaux conduits dans le cadre du HCSF suggèrent à ce stade qu'en France, la densité du réseau d'interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs et le système financier est trop faible pour être en tant que telle porteuse de risque systémique.

Focus : Brexit – Les risques d'un scénario de sortie du Royaume-Uni de l'UE sans accord (informations disponibles au 12/12/2018)

Malgré les difficultés liées à la « question irlandaise », les négociations entre le Royaume-Uni (RU) et l'Union Européenne (UE) ont abouti à la conclusion d'un accord le 14 novembre 2018⁶¹ sur la sortie de l'UE et d'une déclaration sur la relation future. L'accord de sortie doit encore être ratifié par le Parlement britannique, très divisé à ce sujet, et par le Parlement européen. Dans ce contexte, une sortie sans accord du RU de l'Union Européenne reste possible. En l'absence de période de transition, les acteurs financiers britanniques perdraient, dès le 29 mars 2019, le bénéfice du passeport européen et leur accès au marché commun. Ce scénario a été largement identifié et anticipé par les autorités, européennes comme nationales. En France, l'Assemblée nationale a adopté en première lecture le 11 décembre 2018 le projet de loi habilitant le Gouvernement à prendre par ordonnance les mesures de préparation au retrait du RU de l'Union, de façon à parer, entre autres scénarios, aux conséquences d'un Brexit sans accord. De son côté, la Commission européenne a d'ores et déjà proposé plusieurs solutions pour répondre aux risques identifiés pour la stabilité financière. En parallèle, les institutions financières de l'UE ont été fortement incitées à mettre en œuvre des plans de contingence pour assurer la continuité des opérations et des services. Dès lors, sous réserve de la mise en œuvre des mesures adéquates, la Banque de France n'identifie pas de risque significatif pour la stabilité financière dans le scénario d'une sortie sans accord.

La conduite des négociations est de la responsabilité du négociateur pour l'Union Européenne sur le Brexit, Michel Barnier, selon les orientations définies par le Conseil européen. Dans le cadre de leurs missions, l'ACPR et la Banque de France veillent sur deux principaux risques liés à la perspective du Brexit : ceux qui pourraient menacer la stabilité financière et ceux qui pourraient remettre en cause la protection de la clientèle.

Les risques d'un scénario de sortie sans accord et leurs mesures d'atténuation sont présentés ci-dessous.

- **Maintien de l'accès des contreparties de l'UE à la compensation des produits dérivés**

Un scénario sans accord se traduirait par la perte de la reconnaissance des chambres de compensation (CCP) britanniques sous la réglementation EMIR. Dès lors, les contreparties de l'Union européenne ne seraient plus en mesure de compenser auprès de ces CCP les instruments financiers soumis à obligation de compensation par EMIR (notamment les dérivés de gré à gré, *over-the-counter*, OTC). En ce qui concerne les instruments financiers non soumis à l'obligation de compensation (actions ou opérations de prise en pension, *Sale and Repurchase Agreement*, REPOS), les contreparties pourraient poursuivre la compensation auprès des CCP britanniques en y accédant indirectement – en tant que clientes et non adhérentes – mais s'exposeraient à une surpondération prudentielle⁶². À ce jour, trois chambres de compensation britanniques sont reconnues sous la réglementation EMIR⁶³. L'offre alternative existante au sein de l'UE à 27 ou aux États-Unis couvre quasiment tous les produits compensés au Royaume-Uni et devrait permettre d'offrir des solutions de compensation pour la plupart des nouvelles transactions. Toutefois, certains segments d'activités restent à être développés pour couvrir l'ensemble des services offerts par les CCP britanniques.

En outre, l'importance du stock associé à l'activité des CCP britanniques sur le segment des swaps de taux OTC et des Credit Default Swaps, ainsi que les difficultés associées au transfert de tels stocks, appellent de la part des autorités européennes des mesures appropriées pour garantir la continuité de l'accès aux CCP en l'absence d'accord. Sur ces segments, les CCP britanniques occupent en effet une position très dominante : LCH LtD est la contrepartie centrale de 95 % du stock des IRS (*interest rates swaps*) compensés en euros – dont la maturité moyenne est de l'ordre

61 https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/draft_withdrawal_agreement_0.pdf

62 Sous réserve que le règlement européen concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (Capital Requirement Regulation, CRR) soit appliqué

63 LCH Ltd sur les segments de swaps de taux (IRS), repos, listed derivatives & equities ; ICE Clear Europe sur les segments dérivés de crédit (CDS), listed derivatives & commodities ; LME Clear sur le segment commodities

de 7 ans, tandis qu'ICE Clear Europe assure 70 % de la compensation pour les CDS en euros (chiffres Banque de France).

S'agissant de ces contrats en cours, si leur validité n'est pas remise en cause ab initio, elle le serait en cas d'événements au cours du cycle de vie, qui rendraient nécessaire une recontractualisation avec la CCP, laquelle serait impossible pour les produits soumis à obligation de compensation et possible mais potentiellement coûteuse en termes prudentiels pour les produits non soumis à obligation de compensation. De la même façon, de nouvelles transactions pourraient être nécessaires – mais soit impossibles, soit coûteuses dans le cas d'une CCP non reconnue – au titre des obligations d'un membre participant vis-à-vis de la CCP. Cela déclera notalement de son obligation de participer aux enchères organisées par la CCP dans le cadre de la gestion d'un défaut de l'un des participants.

Une reconnaissance unilatérale des CCP britanniques va donc être mise en place. Dès le 13 novembre 2018, la Commission a indiqué qu'en l'absence de d'accord, elle prendrait une « décision d'équivalence conditionnelle pour éviter toute perturbation en matière de compensation centrale et règlement-livraison ». Le 23 novembre, l'ESMA a précisé publiquement qu'elle mettrait tout en œuvre pour procéder à la reconnaissance des CCP britanniques. Une décision de la Commission Européenne devrait être formalisée dès décembre 2018 pour acter de la reconnaissance temporaire des CCP britanniques.

• Continuité des contrats bancaires et assurantiels

Dans un scénario de sortie sans accord, les établissements bancaires et assurantiels britanniques perdraient le bénéfice du passeport européen et ne pourraient plus exercer d'activité dans l'UE. Dès lors, la relocalisation est nécessaire pour poursuivre leur activité, que ce soit à partir d'une structure localisée et agréée en dans un État membre de l'EEE (succursale de pays tiers, filiale ou société européenne) ou via un transfert de portefeuille à une entreprise existante ou nouvellement agréée. Ces exigences de relocalisation s'imposent notalement dans le secteur de l'assurance pour les contrats existants qui restent valables.

Les autorités nationales et européennes sont mobilisées pour assurer la meilleure transition possible tout en garantissant la protection de la clientèle et de la stabilité financière de l'UE. Premièrement, elles s'assurent que ces structures ne sont pas des coquilles vides sans gouvernance réelle et sans capacité locale de gestion des risques. Deuxièmement, elles accompagnent la mise en œuvre de plans de contingence prenant en considération les problématiques prudentielles (notamment la question des régimes d'équivalence bancaires), la protection du consommateur (sur le traitement des données personnelles par exemple) et la continuité d'activité (en particulier pour les contrats d'assurance existants). C'est à ce titre que l'ACPR, en liaison avec la BCE pour les établissements bancaires, s'assure de la mise en œuvre des plans de contingence des établissements français ayant une activité au Royaume-Uni.

• Garantie du caractère définitif des ordres de transfert et de paiement dans les systèmes de paiement

La directive sur le caractère définitif des règlements dans les systèmes de paiement et les opérations sur titres garantit que les ordres de transfert et de paiement introduits dans les systèmes soient irrévocables, notamment dans le cas de figure de la faillite de l'un des participants. Elle ne s'appliquera toutefois plus aux systèmes britanniques dès le 29 mars 2019, dans un scénario sans accord. **Les systèmes britanniques qui deviendront des systèmes de pays tiers ne seront plus protégés au titre de la faillite d'un participant européen et pourraient décider d'exclure leurs participants européens en conséquence.**

Afin de conserver cette protection de la finalité aux systèmes britanniques, la France a décidé de transposer le considérant 7 de la directive, qui autorise les États-membres à étendre la protection à des systèmes de pays tiers. Cette transposition interviendra soit dans le cadre du

projet de loi PACTE soit dans celui du projet de loi adopté le 11 décembre par l'Assemblée nationale, et ce d'ici le 29 mars 2019. Des mesures similaires sont en cours également en Italie, en Suède, aux Pays-Bas et en Norvège, les quatre autres pays européens, avec la France et le Royaume-Uni qui n'avaient pas transposé jusqu'à présent ce considérant 7.

• Assurer la transparence sur les marchés d'instruments financiers

Le paquet réglementaire MIF 2, mis en œuvre depuis janvier 2018, prévoit des dérogations aux exigences de transparence sur les négociations de titres réalisés par les participants aux marchés européens, notamment lorsque la taille de l'ordre est significative ou que le marché n'est pas liquide. Or, si des limites à ces dérogations ont été mises en place sous forme de seuils (« double volume caps ») pour réduire la négociation sur des plateformes non transparentes (« dark pools »), elles ont été définies en tenant compte des plateformes et des acteurs britanniques. Compte tenu de l'importance de Londres dans les marchés européens, le risque, en cas de sortie sans accord, est que **ces seuils deviennent trop élevés pour l'UE à 27, au détriment de la transparence sur les marchés.**

La révision des seuils courant 2019 sur un périmètre de l'UE à 27 pays est une piste de solution envisagée par les régulateurs afin de maintenir les objectifs attendus de MIF 2.

• Préserver les dispositifs européens de résolution bancaire

Les établissements de crédit européens doivent respecter une exigence minimale de fonds propres et de passifs éligibles au bail-in (MREL – Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities). Une partie des instruments éligibles au MREL a été émise sous la forme de contrats de droit anglais. Dans un scénario sans accord, **ces instruments pourraient ne plus être considérés comme éligibles, ce qui mettrait en cause le respect par les établissements européens de la règlementation MREL.**

Face à cet enjeu, les autorités européennes ont mis en évidence l'importance d'une bonne préparation des acteurs privés. L'Autorité bancaire européenne a ainsi appelé les établissements à procéder à une analyse exhaustive des contrats émis de façon à identifier les modifications nécessaires pour préserver leur éligibilité au MREL⁶⁴. Le Conseil de résolution unique a indiqué qu'il procéderait à un traitement au cas par cas des passifs émis en droit anglais pour les établissements de son ressort, en octroyant éventuellement un délai de mise en conformité⁶⁵. Au demeurant, il est à noter que **le risque devrait diminuer au fur et à mesure des renouvellements des dettes concernées, certains établissements ayant commencé à insérer des clauses de reconnaissance contractuelle du bail-in.**

⁶⁴ Avis du 25 juin 2018 : <https://eba.europa.eu/documents/10180/2137845/EBA+Opinion+on+Brexit+preparations+-%28EBA-Op-2018-05%29.pdf>

⁶⁵ Note de position du 15 novembre 2018 : https://srbeuropa.eu/sites/srbsite/files/srb_position_paper_on_resolvability_in_the_context_of_brexit_final.pdf

Annexe 1 *Composite Indicator on Systemic Risk* (CISS) – À la différence de la BCE, le CISS-Marchés présenté ici se focalise sur trois segments (et non pas cinq) du risque systémique. Ces derniers sont issus (i) du marché monétaire, (ii) du marché actions et (iii) du marché obligataire. Il diffère également de la version ESMA du CISS dans la mesure où il n'intègre essentiellement que des variables françaises. Enfin la contribution du marché obligataire est décomposée entre une partie « risque souverain » et une partie « SNF » en fonction de l'importance de ces deux composantes au sein de la contribution obligataire.

Annexe 2 Pour les pays européens, indices boursiers calculés et fournis par Datastream, fournissant une plus grande profondeur historique que le CAC40 et l'Eurostoxx. Ainsi, pour la France, si le niveau du CAC40 est inférieur aux deux pics précédents (2000 et 2007), l'indice calculé par Datastream (comportant 249 entreprises cotées) a dépassé son plus haut historique depuis mi-2017. En valeur réelle (corrigé de l'inflation domestique), seul l'indice boursier américain est à un niveau bien supérieur à ses précédents pics ; les indices français, allemand et anglais étant pour leur part proches mais inférieurs aux pics de 2000 et 2007.

Annexe 3 Connu également sous le nom de CAPE (*cyclically adjusted price earnings*), indicateur développé par Campbell et Shiller « Stock Prices, Earnings and Expected Dividends », *Journal of Finance* (Juillet 1988), 43(3) : 661–676) 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. Nous préférons cette mesure plutôt que le PER ou PER prospectif (substitution des prévisions de dividendes à horizon 1 an aux dividendes détachés) jugées trop « conjoncturelles » car cela permet de prendre en compte l'horizon d'investissement long terme sur les actions. Shiller a 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 nous avons conduit des mesures de sensibilité à la longueur de la période de lissage et il apparaît que le PER ajusté du cycle sur cinq ans donne des résultats sensiblement similaires voire même 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.).

Annexe 4 D'après nos calculs, le marché boursier US pourrait être moins surévalué que ce qui est couramment admis par les analyses s'appuyant sur le PER ajusté calculé par Shiller (>30). La différence provient du choix du périmètre de définition des bénéfices et de la période de référence. Il faut également noter que la prise en compte de la modification de la politique de distribution de dividendes (rachat d'actions plutôt que distribution de dividendes) affecte le PER ajusté du cycle en modifiant le taux de croissance de bénéfices par action (Bunn & Shiller (2014), Jivraj & Shiller (2017)). Le biais est corrigé en prenant un indice de rendement total prenant en compte le réinvestissement des dividendes. Au final, la dynamique et la conclusion ne sont pas affectées.

Annexe 5 Le Z-score consiste à centrer la variable autour de sa moyenne et à la réduire par son écart-type = $[PER \text{ ajusté du cycle} - \text{Moyenne (PER ajusté du cycle)}] / \text{Écart-type}$. Cette mesure permet de prendre en compte les caractéristiques historiques domestiques et de faciliter l'interprétation du niveau du PER ajusté du cycle au regard de son évolution de long terme. De plus, elle nous permet d'identifier des seuils indiquant des risques de correction des valorisations indépendamment d'un jugement sur le niveau de valorisation. Évidemment, le résultat est dépendant de la taille de la fenêtre temporelle sur laquelle la normalisation est faite. Ainsi, pour la France, si le Z-score est calculé sur une fenêtre roulante de 10 ans et non sur l'ensemble de la période d'analyse (1983-2018), l'indice franchirait le seuil de 2 écarts-types. Depuis 1983, lorsque les PER ajustés ont franchi le seuil de $0,5\sigma$, il y a eu une correction des marchés boursiers (en 1987, 1990, 1997) qui s'est avérée d'autant plus importante lorsque le seuil de 1 était franchi (1998, 2000 et 2007).

Annexe 6 Cf. Encadré 7 de l'*Évaluation des risques du système financier français*, juin 2018 : l'indicateur de rendement relatif (IRR), inspiré par les travaux de Fatas (INSEAD), corrige le PER (ajusté du cycle) du taux réel sans risque. L'indicateur est dérivé du modèle de valorisation de Gordon-Shapiro. Nous pouvons donc définir le rendement bénéficiaire d'une action comme la somme de trois facteurs, à savoir deux liés à l'environnement macroéconomique (anticipations de croissance réelle et niveau des taux d'intérêt réels) ainsi que la tolérance au risque des investisseurs. En réarrangeant l'équation par la réunion des variables observables (taux sans risque et rendement bénéficiaire) et des variables non observables (prime de risque et anticipations de croissance des dividendes des investisseurs), nous obtenons l'indicateur de rendement relatif : $IRR=RF-E/P=g-\pi$. Avec : E les bénéfices, g les anticipations de croissance, π la prime de risque, P le prix des actions et RF le taux sans risque.

Annexe 7 La prime de risque est déduite de la formule de Gordon-Shapiro : $\pi=E/P-RF+G$

Annexe 8 Avant la loi sur la reduction de l'impot sur l'emploi et la creation d'emplois «etaient assujettis aux impots americains, mais uniquement une fois rapatries. Ce systeme incitait les entreprises a conserver leurs benefices a l'étranger. Le Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) a pour but le passage a un systeme fiscal quasi territorial dans lequel les profits ne sont imposés que la ou ils sont realises (soumis a des impots minimums) ; dorenavant, les profits a l'étranger des entreprises multinationales americaines ne seront donc plus assujettis aux impots americains une fois rapatries. L'estimation de mille milliards de dollars provient de la Fed et est realisée a partir de donnees Bloomberg pour les societes non financieres constituant le S&P 500. Par ailleurs, Credit Suisse estime que la majorite du cash est investi en titres en dollars fixed income ([recherche Crédit Suisse](#))

Annexe 9 Diebold et Yilmaz (2009), semblable dans l'esprit à l'indice publié dans *Évaluation des risques du système financier français*, juin 2018, p. 47. L'indice est calculé à partir de la matrice de *forecast error variance decomposition* : à savoir dans quelle mesure les chocs d'un pays ont un impact sur la variance de l'erreur de prévision d'un autre pays. Une analyse désagréée des contagions à l'échelle de la France est possible à l'aide de la modélisation SVAR-GARCH présentée dans Boeckelmann et Stalla-Bourdillon (à venir). Les indices pris en compte sont les suivants : France, Royaume-Uni, Espagne, Italie, États-Unis, Allemagne, Brésil, Argentine, Turquie et Chine. Tous ne sont pas représentés sur le Graphique 23.

Annexe 10 Cf. ERS de juin 2018 : Les corrélations par paire sont calculées sur des fenêtres glissantes de 90 jours pour les 21 classes d'actifs suivantes, triées par région : ZE : Obligations entreprises *investment grade* (IG) et *High Yield* (HY) ; ZE (core) : Obligations souveraines et indices actions ; ZE (périphérie) : Obligations souveraines et indices actions ; US : Obligations entreprises (IG) et (HY), Obligations souveraines et indices actions ; UK : Obligations entreprises (IG) et (HY), Obligations souveraines et indices actions ; Japon : Obligations entreprises, Obligations souveraines et indices actions ; Émergents : Obligations entreprises, Obligations souveraines et indices actions ; prix du pétrole (Brent). France, la conclusion est similaire entre prendre la dette obligataire souveraine ou *corporate*. Pour les États-Unis, la surévaluation est plus faible en prenant en compte les dettes *corporate*, d'environ 34 % selon les données de Bank of America Merrill Lynch (BoAML) ou 20 % selon les données de Moody's.

Annexe 11 Cet indicateur couvre plusieurs dimensions de la liquidité boursière : l'étroitesse du marché (le coût de clore une position en un temps limité), sa profondeur, son étendue (la taille du flux d'ordres nécessaires pour modifier le prix de marché) et sa résilience (la vitesse à laquelle les prix retrouvent leur moyenne après un choc aléatoire). Ces dimensions sont jaugées respectivement à l'aune des indicateurs suivant :

Amihud ratio, *bid-ask spreads*, *Market Efficiency Coefficient*, *turnover*, *high-low price difference* et *high-low price impact*. L'indicateur est calculé comme la moyenne pondérée (par la capitalisation de marché) de la première composante (issue d'une analyse en composantes principales) des six indicateurs pour chaque action. L'indicateur prend également en compte les modifications dans la composition des indices boursiers.

Acronymes

ABE	Agence bancaire européenne (EBA)	CVA	Credit value adjustment
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution	DSTI	Debt-service-to-income
AFME	Association for Financial Markets in Europe	DY	Dividend yield
AFTA	Accord de libre-échange nord-américain	EAD	Exposure at default
AIFM	Alternative Investment Fund Managers directive	EBA	European Banking Authority
AMF	Autorité des marchés financiers	EBITDA	Earning before interest, taxes, depreciation and amortization
ANC	Autorité des normes comptables	EEE	Espace économique européen
API	Application program interface	EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
BAT	Baidu, Alibaba, Tencent	EME	Établissement de monnaie électronique
BCE	Banque centrale européenne	EMIR	European Market Infrastructure Regulation
BIT	Bureau international du travail	EMMI	European Money Markets Institute
BLS	Bank Lending Survey	EONIA	Euro OverNight Index Average
BoAML	Bank of America Merrill Lynch	EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
BoE	Bank of England	ESMA	European Securities and Markets Authority
BRI	Banque des règlements internationaux	ESRB	Conseil européen du risque systémique
CAPE	Cyclically adjusted price earnings	ESTER	European Short TERm Rate
CBO	Congressional Budget Office	EUR	Euro
CCP	Chambre de compensation (Central CounterParty)	EURIBOR	Euro interbank offered rate
CCR	Caisse centrale de réassurance	FBCF	Formation brute de capital fixe
CCyB	Coussin de fonds propres contracyclique	Fed	Federal Reserve
CE	Commission européenne	FIBEN	Fichier bancaire des entreprises
CERS	Comité européen du risque systémique	FINREP	FINancial REPorting
CET1	Common Equity Tier 1	FinTech	Financial technology
CGEDD	Conseil général de l'environnement et du développement	FMI	Fonds monétaire international
CISS	Composite Indicator of Systemic Stress	FMN	Firmes multinationales
CLO	Collateralized loan obligations	FOMC	Federal Open Market Committee
COE	Cost of Equity	FSB	Financial Stability Board
COREP	COmmon solvency ratio	FSR	Financial Stability Review
CRI	REPorting	GAFA(M)	Google, Amazon, Facebook, Apple, (Microsoft)
CRR	Comité des relations internationales	GIMF	Global Integrated Monetary and Fiscal model
CRU	Capital Requirements Regulation	GMRA	Global Master Repurchase Agreement
CSF	Conseil de résolution unique	G-SIB	Global systemically important bank
CSPP	Conseil de stabilité financière	GHOS	Governors and Heads of Supervision
	Corporate Sector Purchase Programme		

HCSF	Haut Conseil de stabilité financière	OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
HY	High yield	OIS	Overnight index swaps
ICE	Intercontinental Exchange	OMC	Organisation mondiale du commerce
ICMA	International Capital Market Association	OPC	Organismes de placements collectifs
ICO	Initial coin offering	OTC	Over-the-counter
ICR	Interest Coverage Ratio	PACTE	Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises
IDE	Investissement direct à l'étranger	pb	points de base
IFRS	International Financial Reporting Standards	PD	Probabilité de défaut
IG	Investment grade	PEN	Position extérieure nette
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	PER	Price Earning Ratio
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé	PIB	Produit intérieur brut
IRR	Indicateur de rendement relatif	PME	Petites et moyennes entreprises
ISDA	International Swaps and Derivatives Association	PNB	Produit net bancaire
IT	Intérêts Techniques	pp	Points de pourcentage
LL	Leveraged loans	PPB	Provision pour participation aux bénéfices
LBO	Leverage buy-out	PT	Prime de terme
LCR	Liquidity Coverage Ratio	QCPP	Qualifying CCP
LME	Loi de modernisation de l'économie	RDB	Revenu disponible brut
LTV	Loan-to-value	REPO	Sale and Repurchase Agreement
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers	RFR	Risk Free Rates
MIF	Marchés d'instruments financiers	ROE	Return on equity
Mds	Milliards	RTGS	Real Time Gross System
MMSR	Money Market Statistical Reporting	RU	Royaume-Uni
MNI	Marge nette d'intérêt	SCI	Société Civile Immobilière
MREL	Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities	SCR	Solvency capital requirement
MSCI	Morgan Stanley Capital International	SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
MSU	Mécanisme de supervision unique	SNF	Sociétés non financières
ND	Non Disponible	TCJA	Tax Cuts and Jobs Act
NEU CP	Negotiable European Commercial Paper	TLAC	Total loss-absorbing capacity
NEU MTN	Negotiable European Medium Term Note	TRA	Taux de rendement de l'actif
NIESR	National Institute of Economic and Social Research	UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
NiGEM	National Institute Global Econometric Model	UE	Union européenne
NPL	Non-performing loan	UK	United Kingdom
NQCPP	Non-Qualifying CCP	US	United States
NSFR	Net Stable Funding Ratio	USD	US dollar
		UST	US Treasury
		VaR	Value at Risk
		WEO	World Economic Outlook
		ZE	Zone euro
		Z-Score	Standard score

Anglicismes

Bail-in	Renflouement interne
Banking book	Portefeuille bancaire
Blockchain	Technologie de stockage et de transmission d'informations
Brexit	Sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne
Corporate	Grande entreprise
Crowdfunding	Financement participatif
Dark pool	Plateforme d'échange de titres à information limitée
Double volume caps	Double plafond pour les transactions dans le DarkPool
Grandfathering	Droits acquis
Insurance financial strength	Solidité financière en matière d'assurance
Leverage Finance	Financement à effet de levier
Leveraged loans	Octroi de prêts à des entreprises endettées
Maintenance covenants	Clauses financières relatives au respect de certains ratios financiers
Market makers	Teneurs de marché
Policy-mix	Combinaison de la politique budgétaire et la politique monétaire
Prix bid / prix ask	Prix offert et demandé sur un le marché
Ratio Price-to-book	Ratio Cours / Valeur comptable des indices boursiers
Redenomination risk	Risque de convertir une dette dans une autre monnaie
Search for safety	Recherche de sécurité par les investisseurs
Shadow banking	Système financier parallèle
Spread de crédit	Écart entre le taux d'intérêt d'un titre obligataire et le taux sans risque
Spread de taux souverains	Écart entre le taux d'intérêt d'un titre souverain et le taux sans risque
Stress test	Test de résistance
Swaps	Contrats d'échange de titres
Trading book	Portefeuille de négociation

Éditeur

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

Directeur de la publication

Gilles VAYSSET

Directeur de la rédaction

Ivan ODONNAT

Comité éditorial

Frédéric AHADO
Carine BEDRAN
Pierre BERTHONNAUD
Anne-Sophie CAVALLO
Nicolas CHATELAIS
Awa DE
Thomas FERRIERE
Natacha ISSLAME-ROCHER
Clément MARSILLI
Arthur STALLA-BOURDILLON

Traduction et réalisation

Service de l'édition et des langages
Direction de la Communication

Dépôt légal

Décembre 2018

Internet

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