

ÉVALUATION

des

RISQUES

du

SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

Décembre 2017

PRÉFACE

L'évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier français rassemble les analyses des équipes de la Banque de France et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Cet exercice est piloté, coordonné par la direction de la Stabilité financière de la Banque de France et un rapport est publié deux fois par an, en juin et en décembre. Cet exercice est réalisé dans le cadre de la mission de stabilité financière confiée à la Banque de France par la loi n° 2013/672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, en coordination avec le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF).

Ce rapport vise à identifier les risques et vulnérabilités présents dans le système financier français ainsi que ses forces et facteurs de résistance. Cette analyse alimente notamment les réflexions du gouvernement de la Banque de France, du collège de l'ACPR et du HCSF. Elle vise en particulier à étayer les propositions du gouverneur de la Banque de France au HCSF. Elle permet également, le cas échéant, d'évaluer les effets de ces propositions sur la stabilité financière.

François Villeroy de Galhau
Gouverneur de la Banque de France

1.	SYNTHÈSE : ÉVALUATION DES RISQUES ET DES VULNÉRABILITÉS DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS	05
	L'environnement macroéconomique	05
	Les risques identifiés	06
2.	RISQUES LIÉS À L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE	10
2.1	Perspectives macroéconomiques : amélioration de la croissance au niveau mondial, normalisation très graduelle des politiques monétaires	11
a.	Les effets de débordement de la normalisation de la politique monétaire américaine sur la croissance aux États-Unis et en Europe devraient être limités	12
b.	Normalisation graduelle de la politique monétaire de l'Eurosystème	13
c.	Scénario de prévisions pour le Royaume-Uni	14
d.	Vulnérabilités des économies émergentes face à un resserrement de la politique monétaire américaine	14
2.2	Risques liés à l'endettement du secteur privé non financier	16
a.	L'endettement des sociétés non financières progresse de façon continue et plus fortement pour les grandes entreprises	17
b.	L'endettement des ménages continue d'augmenter et les conditions d'octroi s'assouplissent	21
3.	RISQUES POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES	27
3.1	Risques du secteur bancaire français	27
a.	La rentabilité globale des banques demeure résiliente	28
b.	Impact d'une réévaluation des risques de marché sur les banques	30
c.	Incertitudes géopolitiques	31
d.	Évolution et qualité des expositions	32
e.	Des ratios de solvabilité et de liquidité en amélioration au cours du 1 ^{er} semestre 2017	34
f.	Évolution des modèles d'activité des banques françaises	34
3.2	Risques pesant sur les assurances	35
a.	Rentabilité, résultats et tendances pour le secteur non-vie	35
b.	Rentabilité, résultats et tendances pour le secteur vie	38
c.	Premières constatations sur la mise en œuvre de Solvabilité 2	41
3.3	Digitalisation des activités financières, banque ouverte et cyber-risque	44
a.	Vers une analyse des conséquences systémiques du cyber-risque	44
b.	La « banque ouverte », favorisée par l'arrivée de la DSP2, pose de nouveaux défis en matière de cyber-risque	46
3.4	Quel avenir pour la titrisation en Europe ?	47
4.	RISQUES DES MARCHÉS FINANCIERS	51
4.1	Risque de retarification sur les marchés financiers	51
a.	La phase d'expansion des prix des actifs se poursuit	51
b.	Les marchés actions américains, européens et français sont-ils surévalués ?	52
c.	Le régime de basse volatilité a des effets procycliques	53
d.	Risque important de retarification des primes de risque	55

4.2	Risques réglementaires pour les marchés	56
a.	Revue de l'architecture de supervision des CCP (EMIR 2)	56
b.	Bénéfices d'une exigence de localisation des activités de compensation d'importance systémique libellées en euros	57
4.3	Évolutions réglementaires et marchés financiers	59
a.	Risque relatifs à l'introduction de MIF2	59
b.	Ratio de levier, programmes d'achat : quelles conséquences pour le marché du repo et ses acteurs ?	60
	GLOSSAIRE	63

1 Synthèse : Évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier français

Les risques pour le système financier s'articulent autour de trois axes : les risques liés à l'environnement macroéconomique ; les risques pesant sur les institutions financières ; les risques des marchés financiers.

Concernant l'environnement macroéconomique, **il est constaté une amélioration des perspectives de croissance au plan mondial et en France**. Ainsi, l'économie française apparaît globalement plus résiliente à d'éventuels chocs macrofinanciers.

Les analyses croisées du présent rapport tendent à confirmer l'accélération du cycle financier en France. Cette accélération, bien qu'en ligne avec des perspectives macroéconomiques plus affirmées, est sous surveillance si elle devait inciter les agents non financiers à dégrader davantage leur endettement : celui-ci est à un niveau élevé et continue d'augmenter, dans un environnement de taux d'intérêt bas, ce qui est générateur de vulnérabilités pour le système financier français.

Concernant les institutions financières françaises, leur rentabilité résiste alors qu'elles doivent faire face à d'importants enjeux structurels : persistance des taux bas, pression concurrentielle, digitalisation, cyber-sécurité, adaptation au nouveau cadre réglementaire. La finalisation du cadre réglementaire de Bâle III, annoncée le 7 décembre, marque la fin d'un processus ambitieux dont l'objectif est de rendre le système financier international plus sûr. Sa mise en place progressive depuis 2008 a déjà permis de renforcer la résilience du système bancaire européen comme l'atteste l'amélioration des ratios de solvabilité et de liquidité.

Concernant les marchés financiers, l'environnement est caractérisé par une très faible volatilité, une liquidité abondante et une compression des primes de risque. Ceci est propice à l'émergence de dynamiques spéculatives et aux phénomènes de myopie collective. **Le risque d'une correction des prix d'actifs ne peut être exclu à la faveur d'une réappréciation des anticipations d'inflation ou de croissance, d'erreurs de politique économique ou de turbulences géopolitiques**.

Pour résumer, le présent rapport fait état de plusieurs signaux rassurants quant aux perspectives économiques et à la robustesse des institutions financières. **Il pointe cependant des poches de vulnérabilités concernant l'endettement du secteur privé non financier et le fort dynamisme des prix d'actifs**. La Banque de France est particulièrement vigilante quant à l'évolution de ces risques pour le système financier dans un contexte de normalisation progressive de la politique monétaire.

L'environnement macroéconomique

La reprise cyclique de l'économie mondiale qui a commencé au milieu de 2016 continue de s'affermir. Les perspectives de croissance se sont significativement améliorées depuis l'exercice d'évaluation des risques du système financier (ERS de juin 2017), avec une accélération de la croissance en Europe, au Japon, en Chine et aux États-Unis. La croissance mondiale est estimée à 3,7 % en 2018 par le FMI (en octobre 2017), contre 3,2 % en 2016. Le PIB de la zone euro pourrait croître cette année à son rythme le plus rapide depuis dix ans (2,4 % en 2017) selon les prévisions de l'Eurosysteme. En France, les perspectives de croissance s'améliorent également (+1,8% en moyenne annuelle), mais l'accélération de la dynamique déjà forte d'endettement des sociétés non financières et des ménages fait craindre une accumulation de vulnérabilités et de risques susceptibles de se matérialiser en phase de ralentissement du cycle.

Les risques identifiés

1. Risques liés à l'endettement des entreprises et des ménages : accélération du cycle financier

Le diagnostic met en évidence les perspectives positives de la conjoncture économique et confirme l'accélération du cycle financier en France constatée depuis plusieurs trimestres. Bien qu'allant de pair avec l'amélioration de la conjoncture, cette accélération du cycle financier, potentiellement au-delà des fondamentaux économiques, peut être source d'une montée des risques dont la matérialisation pourrait fragiliser le système financier.

À ce titre, les autorités macroprudentielles sont particulièrement vigilantes quant à la poursuite de la dynamique de l'endettement des agents non financiers (sociétés non financières et ménages) dans un contexte où le niveau de celui-ci est déjà élevé. Nous hissons donc ce risque **au premier rang du tableau des risques ci-dessous**. S'agissant des sociétés non financières, leur endettement rapporté au PIB est caractérisé par une hausse continue depuis 2010. Cette évolution contraste avec celles des autres grands pays européens. Cette croissance de l'endettement est notamment portée par le dynamisme de l'endettement de marché des grandes entreprises du fait de la faiblesse des taux obligataires et d'un accroissement des trésoreries. Sur la période la plus récente, la dynamique de l'endettement des sociétés non financières repose aussi bien sur la progression des crédits bancaires que sur celles des titres de dette : depuis mi 2016 on observe une progression relativement constante des encours de crédits bancaires (+5,4 % en glissement annuel - g.a.) et un endettement de marché qui ne faiblit pas (+7,7 % en g.a.). Il convient d'être particulièrement vigilant quant à la soutenabilité de la trajectoire des dettes des sociétés non financières et à la sensibilité de leur santé financière à une remontée des taux.

S'agissant des ménages, l'accélération de l'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel se poursuit et la hausse des prix immobiliers résidentiels s'accélère (+3,5 %, en g.a. au T2 2017) en dépit de certaines divergences régionales. La croissance de l'encours de crédit immobilier, hors rachats et renégociations, reste élevée (+ 6 % en g.a.) avec un assouplissement progressif des conditions d'octroi depuis plusieurs trimestres. Cette situation impose que les banques soient particulièrement vigilantes sur les conditions de tarification et sur la rentabilité de la production nouvelle de crédits immobiliers.

2. Risque de marché : risques de correction abrupte des primes de risque dans un contexte de déconnexion entre la très faible volatilité des marchés, les valorisations élevées et la persistance de l'incertitude politique globale

L'accumulation des risques sur les marchés financiers se poursuit. Les marchés actions ont enregistré de nouveaux records sur les indices américains et européens. Le marché du crédit se caractérise par des primes de risque historiquement basses, dans un contexte de volatilité très faible sur ces marchés. **Ceci nous conduit à maintenir pour les six prochains mois, le risque de retarification des primes de risques à un niveau élevé.** Cette retarification pourrait être déclenchée par une surprise de politique économique ou monétaire, ou une remontée de l'aversion au risque s'inscrivant dans un contexte de correction des stratégies de recherche de rendement *search for yield* liée à des événements politiques ou géopolitiques ou à l'éclatement d'une crise financière en Chine.

Ce scénario, impliquant une chute importante des marchés actions et un écartement brutal des *spreads* de crédit, entraînerait des pertes importantes sur les portefeuilles des institutions financières françaises et des ménages, ainsi qu'une hausse du coût de financement pour les entreprises financières et non financières et des risques de sorties massives des produits d'épargne à taux faible, mettant particulièrement en difficulté les organismes d'assurance.

Deux points de l'agenda réglementaire concentrent l'attention des autorités et des intervenants de marché : la revue de l'architecture de supervision des chambres de compensation (CCP) dans le cadre de la Directive EMIR et les risques opérationnels liés à l'introduction de MIF2. S'agissant d'EMIR2, en particulier le point relatif au cadre applicable aux CCP des pays tiers, la Banque de France soutient la proposition de la Commission européenne qui propose un renforcement du dispositif de supervision fondé sur une approche proportionnée. L'entrée en vigueur de MIF2, qui renforcera les conditions d'une meilleure transparence postmarchés ainsi que la protection des investisseurs et le contrôle des intervenants, comporte certains risques opérationnels liés au degré de préparation des intervenants de marché et à l'incertitude sur le périmètre des actifs couverts par la Directive.

Par ailleurs, le marché semble avoir désormais intégré la montée en charge des nouveaux ratios réglementaires bancaires et leurs implications en termes d'activité d'intermédiation sur les transactions sécurisées, comme en témoigne la normalisation du marché du repo euro en 2017.

3. Risques liés à l'environnement de taux d'intérêt : les institutions financières demeurent résilientes dans un environnement de taux d'intérêt historiquement bas et un contexte macroéconomique bien orienté. Une correction du prix des actifs ou la perspective d'une hausse brutale des taux d'intérêt à long terme demeurent des sources potentielles de risques

Les institutions financières françaises font preuve de résilience dans un environnement économique et financier dynamique, toujours caractérisé par des niveaux faibles de taux d'intérêt.

Les banques françaises affichent à la fin du 1er semestre 2017 des performances qui restent solides en partie grâce au dynamisme des revenus hors intérêt et à un coût du risque en baisse, malgré un léger recul de leur rentabilité. L'analyse par métier fait ressortir les bonnes performances de la banque de financement et d'investissement ainsi que des activités d'assurance et de gestion d'actifs. Afin d'améliorer la rentabilité de la banque de détail, la maîtrise des coûts demeure une priorité stratégique des banques françaises qui accélèrent leurs investissements dans les nouvelles technologies et réduisent la densité de leur réseau d'agences. Ces réorganisations génèrent des coûts à court terme tandis que leurs effets bénéfiques ne se feront sentir qu'à moyen ou long terme.

En ce qui concerne le risque de taux, le *stress test* mené par la BCE sur le risque de taux dans le portefeuille bancaire conclut à la bonne gestion de ce risque dans la plupart des banques européennes, y compris françaises, même si ces dernières doivent demeurer vigilantes quant à la robustesse de leur modélisation des postes au passif du bilan et à l'efficacité des instruments de couverture.

Au total, les défis structurels des banques françaises subsistent et nécessitent une poursuite des efforts en cours sur l'adaptation des modèles d'activité. Ces efforts concernent notamment l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, l'exploitation des opportunités offertes par la digitalisation des services bancaires et le renforcement des dispositifs de protection contre les cyberattaques.

S'agissant des organismes d'assurance, les risques diffèrent selon le secteur considéré. Dans un contexte de taux d'intérêt durablement bas, le secteur de l'assurance vie devra adapter à terme les modèles d'affaires afin d'être en mesure de maintenir sa résilience. L'environnement de taux bas impacte directement certains indicateurs tels que le taux de rendement de l'actif, en baisse significative en 2016, ou le niveau de richesse des assureurs, représenté notamment par le stock de plus-values latentes et la provision pour participation aux bénéficiaires, en hausse depuis 2014. Cet effet de richesse s'éroderait

Tableau 1

Synthèse des principaux risques pour le système financier français en décembre 2017: niveau et perspective	
Principaux risques pour le système financier français	Niveau et perspective décembre 2017
<p>1. Risques liés à l'endettement des entreprises et des ménages: accélération du cycle financier</p> <p>La hausse continue de l'endettement des sociétés non financières (SNF) et des ménages contraste avec l'évolution de l'endettement dans les autres pays européens. L'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel reste soutenue, et nécessite le maintien d'une vigilance quant à la soutenabilité de la dette immobilière et aux conditions d'octroi de crédit.</p>	
<p>2. Risques de marché</p> <p>Risques de correction abrupte des primes de risque dans un contexte de déconnexion entre la très faible volatilité des marchés, les valorisations élevées sur plusieurs classes d'actifs et la persistance de l'incertitude politique globale. Le risque en Europe est en partie contrebalancé par la perception d'une normalisation progressive de la politique monétaire.</p>	
<p>3. Risques liés à l'environnement de taux d'intérêt en Europe</p> <p>Les institutions financières demeurent résilientes dans un environnement de taux d'intérêt historiquement bas et un contexte macroéconomique bien orienté. Une correction du prix des actifs ou la perspective d'une hausse brutale des taux longs demeurent des sources potentielles de risques.</p>	
<p>4. Incertitudes liées à la mise en œuvre des réformes réglementaires</p> <p>La finalisation du dispositif de Bâle III marque l'achèvement des réformes postcrise pour les banques mais des points de vigilance subsistent. Le risque de fragmentation de la réglementation bancaire au niveau international persiste et des risques opérationnels liés à la mise en place de nouvelles réglementations de marché au niveau européen émergent.</p>	
<p>  Risque systémique  Risque élevé  Risque modéré </p>	
<p><i>Note : 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 (représentée par le sens de la flèche) correspond à l'évolution du risque au cours des six prochains mois.</i></p>	

rapidement en cas de hausse de taux non anticipée. Cependant, les assureurs développent des stratégies afin de s'adapter à l'environnement de taux (à l'actif du bilan, avec une stratégie de recherche de rendement, ou de transfert du risque vers les assurés à travers la collecte de contrats libellés en unités de compte, et au passif du bilan, avec une baisse du taux de revalorisation des contrats). En ce qui concerne l'assurance non-vie, la hausse des risques climatiques impacte directement les assureurs et réassureurs qui semblent toutefois capables d'absorber le choc créé par les événements climatiques récents, tandis que l'assurance santé est confrontée à une pression concurrentielle accrue, dans un contexte de profitabilité dégradée par le niveau de taux bas.

Enfin, l'entrée en application de la réglementation Solvabilité 2, fondée sur une appréciation rigoureuse des risques, doit inciter les organismes à améliorer la qualité des informations, que celles-ci soient reportées aux autorités prudentielles ou à destination du public.

4. La finalisation du dispositif réglementaire Bâle III marque l'achèvement des réformes postcrise pour les banques mais des points de vigilance subsistent : le risque de fragmentation de la réglementation bancaire au niveau international persiste et des risques opérationnels liés à la mise en place de nouvelles réglementations de marché au niveau européen émergent

La réforme de la réglementation prudentielle depuis la crise de 2007 a permis de renforcer la résilience du système bancaire européen. Les niveaux de ratios de solvabilité et de liquidité des banques françaises sont en amélioration.

Au plan international, la finalisation du cadre réglementaire de Bâle III, annoncée le 7 décembre 2017, marque la fin d'un long processus de révision des règles applicables aux banques et les délais de mise en œuvre permettront une préparation progressive totalement compatible avec le bon financement de l'économie française et européenne et la saine croissance du crédit. Subsiste cependant le risque de fragmentation réglementaire à l'échelle internationale, du fait de la possible remise en cause, par l'administration américaine, d'une partie du dispositif réglementaire postcrise. Cette remise en cause aboutirait à un risque de

mise en œuvre différenciée des règles du Comité de Bâle entre les États-Unis et les autres pays, rompant ainsi les conditions de concurrence qui sont un acquis essentiel. Les risques engendrés par les évolutions de la réglementation de marché concernent d'éventuels coûts de transition liés à l'évolution de l'architecture de supervision des chambres de compensation et des coûts opérationnels de transition à MIF2. Les bénéfices attendus de la révision d'EMIR2 et du nouveau cadre MIF2 excèdent cependant les coûts d'adaptation.

2 Risques liés à l'environnement macroéconomique

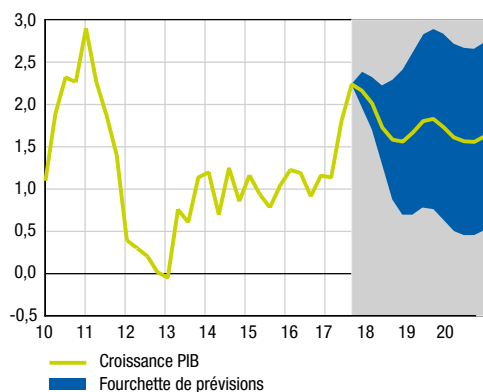
La reprise cyclique de l'économie mondiale qui a commencé au milieu de 2016 continue de s'affermir. Les perspectives de croissance se sont significativement améliorées depuis l'exercice ERS de juin 2017, avec une accélération de la croissance en Europe, au Japon, en Chine et aux États-Unis. La croissance mondiale est estimée à 3,7 % en 2018 par le FMI (en octobre 2017), contre 3,2 % en 2016. Le PIB de la zone euro pourrait croître cette année à son rythme le plus rapide depuis dix ans (2,4 % en 2017) selon les prévisions de l'Eurosysteme.

La croissance française du PIB devrait nettement augmenter en 2017 à 1,8 % en moyenne annuelle (cjo), après 1,1 % en 2016. Elle évoluerait ensuite sur un rythme proche (1,7 % en 2018, 1,8 % en 2019 et 1,6 % en 2020). Ce rythme de croissance resterait bien supérieur à celui de la croissance potentielle, estimée autour de 1,3 % sur les années de projection. En conséquence, l'écart de production serait refermé en 2019 et la possibilité de maintenir un rythme de croissance élevé en 2020 dépendrait également de l'évolution de la croissance potentielle.

Sur la période 2018-2020, les exportations gagneraient nettement en vigueur. La demande mondiale adressée à la France croîtrait en effet à un rythme soutenu. En outre, le rattrapage des performances décevantes observées jusqu'au début 2017 contribuerait à un redressement des parts de marché en 2018, malgré les effets défavorables, décalés, de l'appréciation du change qui a eu lieu cet été. L'investissement des entreprises continuerait à être soutenu par la progression de l'activité économique ainsi que par le bas niveau des taux d'intérêt et croîtrait toujours nettement plus vite que le PIB. Il ne conserverait toutefois pas le rythme de progression élevé de 2016 et 2017, qui a porté le taux d'investissement des entreprises à un niveau supérieur au précédent pic de 2008, mais qui s'est aussi accompagné d'un besoin de financement et d'un taux d'endettement élevés. La consommation des ménages resterait robuste avec des gains de pouvoir d'achat favorisés par l'accélération des revenus salariaux, alors que le chômage continuerait à baisser. Les mesures fiscales prévues en loi de finances soutiendraient également le revenu des ménages à partir de la fin 2018. Une partie de ces gains contribuerait à la remontée du taux d'épargne, vers 15,2 % fin 2020, un niveau proche de sa moyenne sur longue période. L'investissement des ménages a, lui, été exceptionnellement dynamique en 2017. Il ralentirait nettement en 2018-2020, pour s'établir alors sur un rythme proche de celui du revenu des ménages, plus soutenable à long terme.

Graphique 1

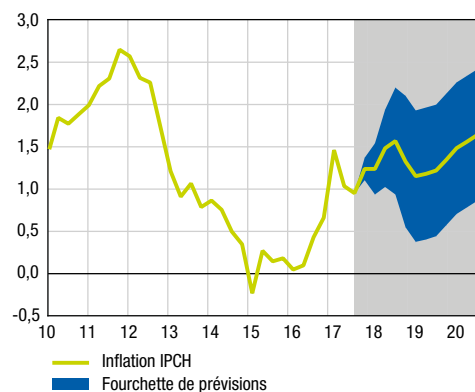
Synthèse des projections de croissance



Source : Banque de France, à fin octobre 2017.

Graphique 2

Synthèse des projections d'inflation



Source : Banque de France, à fin octobre 2017.

Tableau 1

Synthèse des projections France						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IPCH	0,1	0,3	1,2	1,4	1,2	1,6
IPCH hors énergie et alimentaire	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	1,2
Déflateur du PIB	1,1	0,4	0,6	0,9	1,3	1,5
PIB réel	1,0	1,1	1,8	1,7	1,8	1,6
Contributions (points de PIB) ^{a)} :						
Demande intérieure hors stocks	1,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
Exportations nettes	-0,5	-0,8	-0,5	0,2	0,1	0,1
Variations de stocks	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,0	0,0
Consommation des ménages (53 %) ^{b)}	1,3	2,1	1,2	1,5	1,7	1,6
Consommation publique (24 %)	1,1	1,2	1,5	0,7	0,7	0,7
Investissement total (22 %)	0,9	2,7	3,5	2,8	2,4	2,3
Investissement public (3 %)	-3,0	-0,1	-1,3	3,0	2,5	2,4
Investissement des ménages (5 %)	-2,1	2,4	5,1	2,1	1,3	1,9
Investissement des entreprises (SNF- SF-EI) (13 %)	3,1	3,6	4,1	3,0	2,8	2,4
Exportations (29 %)	4,0	1,9	3,3	5,9	4,3	3,7
Importations (31 %)	5,5	4,2	4,7	4,7	3,6	3,3
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	0,8	1,8	1,6	1,7	2,5	1,8
Créations nettes d'emplois (en milliers)	60	197	281	147	184	192
Taux de chômage (BIT. France entière. % population active)	10,4	10,1	9,6	9,6	9,2	8,8

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB, du fait d'arrondis.

b) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2016.

Sources : Insee pour 2015 et 2016 et les trois premiers trimestres 2017, publications du 29 novembre 2017, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'inflation, mesurée avec l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), resterait en 2018 (1,4 %) et 2019 (1,2 %) sur un rythme proche de celui de 2017 (1,2 %), le regain de 2018 étant essentiellement lié aux mesures fiscales sur le tabac et l'énergie. L'inflation augmenterait plus nettement en 2020, à 1,6 % en moyenne annuelle. L'inflation hors énergie et alimentaire se redresserait progressivement (0,8 % en 2018, 0,9 % en 2019, 1,2 % en 2020, après 0,6 % en 2017), en lien avec la baisse du taux de chômage, mais aussi avec l'impact de différents facteurs spécifiques. Un certain nombre d'aléas, relatifs à l'activité économique et au redressement de l'inflation, entourent cette projection (Graphique 1 et Graphique 2).

2.1 PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES : AMÉLIORATION DE LA CROISSANCE AU NIVEAU MONDIAL, NORMALISATION TRÈS GRADUELLE DES POLITIQUES MONÉTAIRES

La reprise de l'activité économique mondiale se confirme, avec une croissance estimée à 3,6 % en 2017 et 3,7 % en 2018 par le FMI en octobre 2017, contre 3,2 % en 2016. Globalement, les prévisions pour 2017 et 2018 ont été révisées à la hausse en cours d'année. Le PIB de la zone euro pourrait croître cette année à son rythme le plus rapide depuis dix ans (2,4 % en 2017) selon les prévisions de l'Eurosysteme. La croissance du PIB de la France s'établirait à 1,8 % (+0,2 point de pourcentage - pp par rapport à la prévision Eurosysteme de juin 2017) en moyenne annuelle en 2017, en franche accélération par rapport à 2016 (1,1 %).

Dans ce contexte de reprise de l'économie mondiale, trois points méritent d'être analysés : les potentiels effets de débordement de la normalisation de la politique monétaire américaine sur les différentes zones économiques (sections a et d), les conséquences de l'annonce en octobre 2017 du recalibrage du programme d'achats d'actifs par l'Eurosystème (section b), et l'impact du Brexit sur l'activité économique du Royaume-Uni (section c).

Ces événements ne constituent pas à court terme une source de risque macroéconomique pour la France.

a. Les effets de débordement de la normalisation de la politique monétaire américaine sur la croissance aux États-Unis et en Europe devraient être limités

En octobre 2017, la Réserve fédérale américaine (Fed) a commencé à réduire progressivement les titres qu'elle détient en diminuant le réinvestissement des revenus issus de son portefeuille¹. **La normalisation du bilan peut avoir deux effets principaux : (i) une augmentation de la prime de terme et/ou (ii) une hausse du *spread* sur les obligations des entreprises.** Alors que ces deux canaux peuvent en principe transmettre les effets de la normalisation du bilan de la Fed à l'économie réelle, l'augmentation de la prime de terme devrait être le canal dominant par lequel la normalisation du bilan de la Fed pourrait impacter l'économie américaine. En effet, l'étude empirique des annonces du commencement de l'assouplissement quantitatif (QE) et de l'amenuisement des achats nets d'actifs (*tapering*) met en évidence que la prime de terme réagit de manière plus prononcée et presque symétrique à ces annonces tandis que la réponse du *spread* de crédit est économiquement insignifiante². En outre, les *spreads* de crédit sont aujourd'hui proches de leur niveau de long terme, tandis que la prime de terme est négative et loin de ses niveaux historiques. Selon nos estimations, **une hausse de la prime de terme de 100 points de base aux États-Unis³, pourrait coûter environ 0,2 point de croissance à l'économie américaine au bout d'un an.** En outre, les effets de débordement sur la zone euro, si l'on se limite au seul canal du commerce, resteraient mesurés et d'autant plus faibles en ce qui concerne la France.

Ces travaux ne prennent pas en compte un possible effet de contagion entre taux long américain et ceux de la zone euro. **Cependant, la réduction graduelle du bilan de la Fed ne devrait avoir qu'un effet limité sur les taux d'intérêt en zone euro.** Les taux souverains à 5 ans pour les États-Unis, le Royaume-Uni et la France, et un équivalent pour les états membres de la zone euro les mieux notés évoluent de concert jusqu'en 2014, avant de suivre chacun leurs dynamiques propres à partir 2014 (Graphique 3). Comme les taux d'intérêt de court et moyen terme (de maturité comprise entre 1 jour à 5 ans) sont sous l'influence de la politique monétaire anticipée à court et moyen terme, le découplage illustre la divergence des trajectoires de politique monétaire de la Fed et de la BCE.

Les effets de débordement de la normalisation de la politique monétaire de la Fed sur la conjoncture en zone euro devant être limités, il semble peu probable que cette normalisation affecte de manière significative l'inflation en zone euro, et au final la politique monétaire de la BCE. Ce résultat semble corroboré par les études empiriques

¹ Les modalités de la réduction du bilan de la Fed sont précisées dans l'addendum publié en juin 2017.

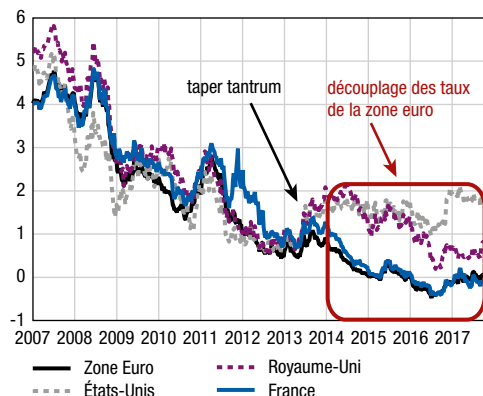
² L'annonce du commencement de l'assouplissement quantitatif (25/11/2008) n'a aucun impact sur le *spread* du crédit tandis que l'annonce de l'amenuisement des achats (22/05/2013) l'augmente de 1pb.

³ En avril 2017, l'étude de la Fed (Bonis, Ihrig et Wei, 2017) estimait que la prime de terme à 10 ans serait supérieure de 100 points de base en l'absence de programmes d'achat d'actifs de la Fed. À la fin de 2017, cette prime serait réduite à environ 85 points de base. À noter que les estimations de la réduction des taux à 10 ans attribuable aux achats d'actifs de la Fed diffèrent selon les programmes et les méthodes d'estimation (voir Tableau 1 dans Chen et al., 2012).

Graphique 3

Taux d'intérêt à 5 ans sur les dettes publiques
américaines, britanniques et françaises

(en %)

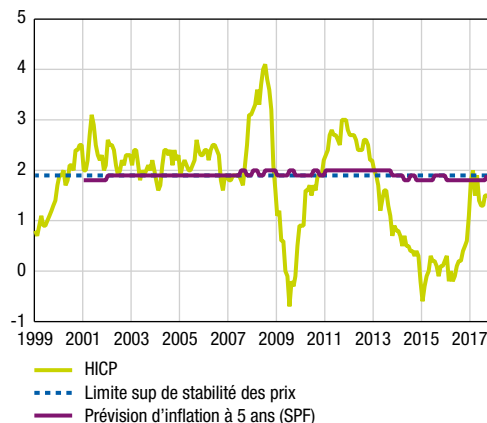


Source : Banque de France, à fin octobre 2017.

Graphique 4

L'inflation en zone euro se rapproche de la cible

(en %)



Source : Banque de France, à fin octobre 2017.

sur les effets de débordements qui montrent que, depuis le début 2017, les marchés obligataires de la zone euro influenceraient davantage les marchés américains que l'inverse⁴.

b. Normalisation graduelle de la politique monétaire de l'Eurosystème

Les évolutions de l'inflation en zone euro sont favorables depuis 2014. **L'inflation en zone euro s'établit en octobre 2017 à 1,4 %, un niveau bien supérieur à ceux observés depuis 2014** (Graphique 4), **ce qui traduit l'amélioration de la conjoncture et les effets positifs des mesures de politique monétaire mises en place par l'Eurosystème**. Ce résultat demeure toutefois inférieur à la cible d'inflation, du fait notamment de l'appréciation de l'euro. Tant que les anticipations d'inflation resteront ancrées en zone euro, les évolutions récentes du taux de change ne devraient avoir que des effets transitoires sur l'inflation, compte tenu de la réduction de la taille du bilan de la Réserve Fédérale américaine. Le graphique 4 montre que les anticipations d'inflation à long terme ont toujours été solidement ancrées, y compris pendant la période de faible inflation de 2014-2016. Cet ancrage atteste de la confiance des agents dans la capacité de l'Eurosystème à ramener, à moyen terme, l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de, 2 %. En outre, plusieurs études montrent qu'un taux d'inflation inférieur à la cible ne nuit que marginalement à l'ancrage des anticipations d'inflation⁵.

Le recalibrage du programme d'achats d'actifs annoncé le 26 octobre 2017 reflète une confiance croissante dans la convergence progressive des taux d'inflation vers l'objectif inférieur à, mais proche de, 2 %. Cependant, du fait de pressions modérées sur les prix domestiques, un degré élevé d'accommodation reste nécessaire. Ce soutien monétaire est apporté par les achats nets supplémentaires d'actifs, le volume considérable de titres acquis, les réinvestissements à venir et l'utilisation des autres instruments de politique monétaire accompagnant le programme d'achat. Ces derniers comportent les programmes d'apport de liquidités aux banques à moyen terme (TLTRO), le taux négatif

4 Voir B. Cœuré « Monetary policy, exchange rates and capital flows », discours prononcé lors de la 18^e conférence annuelle Jacques Polak accueillie par le Fonds Monétaire International à Washington, le 3 novembre 2017.

5 Voir Galati, G., Z. Gorgi, R. Moessner, and C. Zhou (2016), « Deflation risk in the euro area and central bank credibility », DNB Working Papers 509, Netherlands Central Bank, Research Department. Dans cette veine, Levieuge et al. (2015) développent un indicateur asymétrique de crédibilité, suivant lequel un écart négatif d'inflation anticipée à la cible traduit une perte en crédibilité moindre qu'un écart positif. Voir Levieuge G., Y. Lucotte and S. Ringuédés (2015) « Central Bank Credibility and the Expectations Channel in Emerging Inflation-Targeting Countries: Evidence Based on a New Credibility Index », National Bank of Poland Working Paper No 209.

de la facilité de dépôt et la *forward guidance*. Ces outils servent tous le même objectif et se renforcent les uns avec les autres. Ainsi, l'effet de rééquilibrage des portefeuilles induit par l'assouplissement quantitatif est renforcé par le taux négatif de la facilité de dépôt : les banques détenant un excédent de liquidité sont davantage incitées à utiliser leurs réserves. De même, l'effet direct des achats d'actifs sur la courbe des rendements (via une réduction des primes de termes) est accentué par la *forward guidance* qui réduit l'incertitude entourant la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs.

Contrairement à ce qui avait été observé aux États-Unis en mai 2013, les marchés financiers n'ont pas réagi à l'annonce du 26 octobre par un *taper tantrum*, qui désigne une réaction anxieuse des marchés financiers à l'annonce d'une réduction du programme d'achats d'actifs. Au contraire, en France, les marchés actions ont poursuivi leur hausse et les taux d'intérêt à 10 ans ont baissé dans les jours qui ont suivi l'annonce de la BCE⁶.

c. Scénario de prévisions pour le Royaume-Uni

Le Royaume-Uni devrait connaître une période de croissance modérée au cours des prochaines années, suite aux résultats du référendum sur la sortie de l'Union européenne.

La croissance du PIB devrait en effet baisser sensiblement par rapport à la période d'avant Brexit, pesant sur la demande en produits importés. Les estimations moyennes indiquent une dynamique des importations fortement ralentie, passant de +3,5 % en moyenne par an sur la période 2000-2016, à moins de 2 % au cours des prochaines années. L'impact sur la demande adressée à la zone euro est estimé à 0,2 % par an et environ 0,1 % pour la demande adressée à la France, ce qui reste marginal par rapport à une hausse moyenne de 4 % par an de la demande extra zone euro adressée à la France.

Ce scénario pourrait être révisé si certains risques, tel un scénario de type *hard Brexit*, venaient à se réaliser. En effet, l'incertitude entourant le Brexit pourrait avoir un impact plus élevé qu'anticipé sur la consommation et l'investissement au Royaume-Uni, avec des effets de débordement plus marqués chez ses partenaires de l'Union européenne.

d. Vulnérabilités des économies émergentes face à un resserrement de la politique monétaire américaine

La transmission des effets de la politique monétaire américaine sur les économies émergentes s'est principalement opérée à travers le canal financier en affectant leurs conditions de financement. Ainsi, l'expansion du bilan de la Réserve fédérale américaine (Fed) a entraîné un positionnement des portefeuilles des investisseurs vers les pays émergents se traduisant par une augmentation des flux de capitaux entrants⁷, une progression des prix des actifs financiers et l'appréciation des taux de change nominaux par rapport au dollar⁸. La réduction du bilan de la Fed initiée en octobre 2017 et la poursuite attendue de la hausse des taux directeurs placent les marchés émergents face au risque d'une inversion de ces effets qui se traduirait par un resserrement des conditions de financement. De plus, des resserrements non anticipés de la politique monétaire américaine exposerait ces pays à des chocs d'une magnitude plus importante⁹. La Chine représente un cas particulier du fait de son faible niveau d'ouverture financière et semble à cet égard peu sensible aux effets de débordement (Encadré 1).

La vulnérabilité des pays émergents devant ces risques semble dépendre de certains facteurs domestiques. À cet égard, l'exposition des bilans des entreprises non financières aux

⁶ Voir section « Risques des marchés financiers ».

⁷ Fratscher, Lo Duca & Straub (On the International Spillovers of US Quantitative Easing, The Economic Journal, 2017).

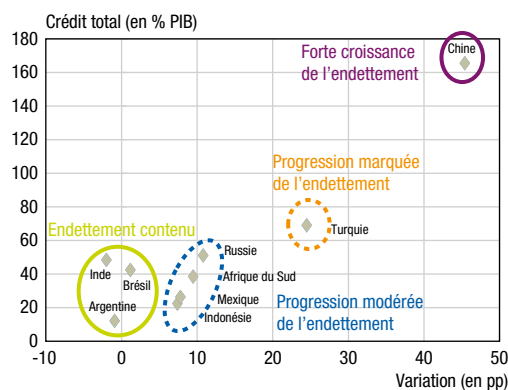
⁸ Apostolou & Beirne (Volatility spillovers of Federal Reserve and ECB balance sheet expansions to emerging market economies, ECB Working Paper, 2017)

⁹ Gupta et al. (Should Emerging Markets worry about U.S. Monetary Policy announcements ?, World Bank Working Paper, 2017)

conditions de financement internationales représente aujourd'hui le premier facteur de vulnérabilité pour ces pays. Les entreprises non financières ont en effet vu leur niveau d'endettement progresser au cours des dernières années, et on observe depuis 2012 une progression sensible du recours des entreprises non financières au financement externe (Graphique 5). De plus, le stock de dette externe reste en grande majorité libellé en devises étrangères¹⁰, ce qui expose les bilans à une dépréciation des monnaies locales face au dollar. Enfin, l'endettement externe des gouvernements est resté stable depuis 2012, à un niveau inférieur comparé au début des années 2000¹¹ (Graphique 6). Si les fondamentaux macroéconomiques des économies émergentes se sont renforcés, leurs positions extérieure et budgétaire se sont fragilisées et les rendent plus vulnérables à une baisse des flux de capitaux nets entrants.

Graphique 5

Niveau (% du PIB) et évolution depuis fin 2011 (pp) de la dette des entreprises non financières

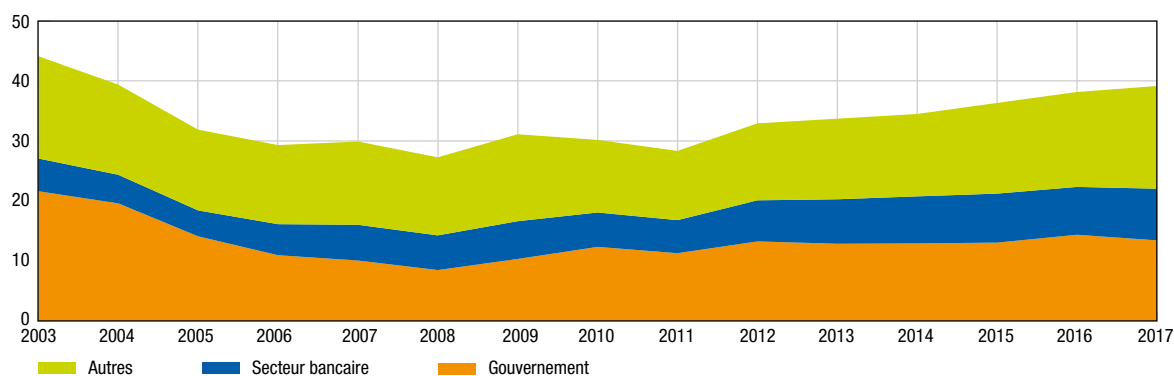


Source : données BRI au T1 2017, calculs Banque de France.

Graphique 6

Endettement externe moyen des pays émergents (% du PIB)

(en %)



Source : Données Banque Mondiale QEDS au T2 2017, FMI WEO, calculs Banque de France.

¹⁰ Au T2 2017, 74 % du stock de dette externe des économies émergentes était libellé en devises étrangères d'après les données BRI disponibles pour l'Argentine, l'Inde, le Mexique, les Philippines, la Pologne, la Russie, l'Afrique du Sud, la Thaïlande et la Turquie.

¹¹ Vingt pays sont considérés : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chine, Corée du Sud, Égypte, Inde, Indonésie, Iran, Russie, Malaisie, Mexique, Nigéria, Pakistan, Philippines, Pologne, Taiwan, Thaïlande, Turquie. Il s'agit des vingt plus grands pays émergents d'après leur niveau de PIB en parité de pouvoir d'achat calculé par le FMI. À noter que certains pays ne sont aujourd'hui plus considérés comme des pays émergents par certains classements internationaux.

Encadré 1

Risques liés aux interconnexions dans le système financier chinois

La structure du système financier chinois se complexifie et la croissance des interconnexions entre banques et entités non bancaires fait peser des risques de stabilité financière, dans un contexte d'endettement massif et en augmentation rapide (260 % du PIB fin 2016 selon la BRI). Les institutions financières utilisent le levier pour financer une croissance rapide du crédit et offrir des rendements attractifs dans un environnement de taux d'intérêt contraint réglementairement. Si les quatre grandes banques chinoises semblent relativement bien capitalisées, les risques seraient

¹ Agricultural Bank of China (ABC), Bank of China (BOC), China Construction Bank (CCB), Industrial and Commercial Bank of China (ICBC).

concentrés dans les banques de second rang et le système financier parallèle (*shadow banking*), qui atteint environ 80 % du PIB fin 2016 (8 500 milliards USD d'actifs). Les grandes banques concentrent les dépôts, tandis que les banques de second rang dépendent de financements de marché à court terme et des produits de gestion de fortune (*wealth management products*) pour faire gonfler leur bilan et prêter à des secteurs à risque en utilisant des montages complexes et peu réglementés, en hors bilan ou par l'intermédiaire du *shadow banking* (*Wealth management products*, prêts non standard, prêts garantis, *investment receivables*, etc.). Ces montages permettent également de réduire la part des prêts non performants au bilan des banques. Les liens entre banques et avec le *shadow banking* se développent, utilisant le levier et le contournement de la réglementation pour diminuer la charge en capital des banques et stimuler les rendements, tout en accroissant la part du crédit intrabancaire.

Le ralentissement de la croissance chinoise pourrait entraîner des faillites d'entreprises, notamment dans les secteurs en surcapacité, dont les conséquences se propageraient rapidement au sein du système financier. Par ailleurs, une remontée des taux d'intérêt pourrait mettre les banques de second rang en difficulté, réduisant leur rentabilité et entraînant des défauts sur leurs financements de marché, détenus par d'autres institutions financières.

Depuis fin 2016, les autorités chinoises renforcent la réglementation du secteur financier, notamment pour prendre en compte les expositions hors bilan et limiter la croissance du crédit. Récemment, les encours de WMP et de certificats de dépôts ont diminué, indiquant une réduction marginale des risques dans le système financier. Les autorités chinoises doivent continuer leurs efforts pour limiter la croissance du crédit et les pratiques d'arbitrage réglementaire, tout en veillant à la stabilité financière fragilisée par les interconnexions au sein du système financier.

Le système financier chinois est peu ouvert au reste du monde. Par conséquent, **les expositions financières directes de la France à la Chine sont limitées**. Les expositions des banques françaises en risque ultime s'élèvent à 52 milliards USD à fin 2016, plaçant la Chine au 11^e rang des expositions internationales. Le canal de contagion le plus important en cas de crise financière en Chine passerait plutôt par la macroéconomie et le sentiment des investisseurs pouvant entraîner respectivement une contraction du commerce international et une chute des marchés financiers internationaux.

2.2 RISQUES LIÉS À L'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER

La dette des agents non financiers privés (ménages et entreprises) a suivi une dynamique soutenue depuis la crise, nettement plus forte que celle de l'activité. Elle s'établit à 129,6 % du PIB au premier trimestre 2017¹², en augmentation de +29,6 pt de PIB depuis 2008. Le crédit total aux SNF se monte à 72,1 % du PIB et le crédit total aux ménages 57,7 % du PIB. Cette augmentation s'est accentuée sur la période récente : le crédit large¹³ rapporté au PIB connaît une croissance forte, à +5,7 pp annuels au T1-2017 (contre +3,3 pp au T4-2016). Ainsi, le **crédit aux agents non financiers privés évolue au-dessus de sa tendance de long terme**. Le « gap bâlois » (ou *credit-to-GDP gap* large¹⁴), indicateur suivi dans de nombreux pays, est l'écart du ratio de l'endettement large (bancaire et de marché) des ménages et des sociétés non financières (SNF) par rapport à sa tendance de long-terme. En France, ce « gap » est fortement positif, porté principalement par l'accélération des titres de créance des SNF. Le *credit-to-GDP gap* bancaire diffère du gap bâlois en ce qu'il se concentre sur l'endettement bancaire domestique¹⁵. En France, le gap bancaire est sur une tendance haussière et a retrouvé son niveau le plus haut depuis le T1 2014. La contribution des SNF au crédit « large » continue d'augmenter, tirée par les titres de créance (section a). Les ménages ont également une contribution positive et croissante (section b).

¹² Hors crédit intragroupe des SNF, les titres de marché sont comptabilisés en valeur nominale, le taux d'endettement des agents non financiers privés atteignant 131,8 % lorsqu'ils sont comptabilisés en valeur de marché.

¹³ Incluant les crédits intragroupes.

¹⁴ *Bulletin de la Banque de France, mai-juin 2017*

¹⁵ C'est-à-dire les titres de dettes (crédits bancaires et titres de créance) émis par les agents privés non financiers domestiques et à l'actif des banques domestiques.

a. **L'endettement des sociétés non financières progresse de façon continue et plus fortement pour les grandes entreprises**

• **La croissance de l'endettement des SNF françaises contraste avec les évolutions de l'endettement des SNF de la zone euro**

L'encours d'endettement des sociétés non financières (SNF) contribue particulièrement à la croissance de la dette des agents non financiers privés. L'encours total de dette des SNF s'élève à environ 1 610 milliards d'euros au T1 2017, 1 010 milliards d'euros d'encours de crédits bancaires et 600 milliards d'euros de titres de dette¹⁶ (Graphique 7).

Depuis 2010, l'endettement total des SNF a progressé à un rythme annuel moyen de +4,7 %. Cette dynamique se traduit par une hausse continue de l'endettement rapporté au PIB, à la valeur ajoutée ou encore au chiffre d'affaires des SNF.

Même si les niveaux de dette ne sont pas les plus élevés de la zone euro, cette évolution contraste avec la stabilité ou la baisse observées dans les autres grands pays européens (Graphique 8).

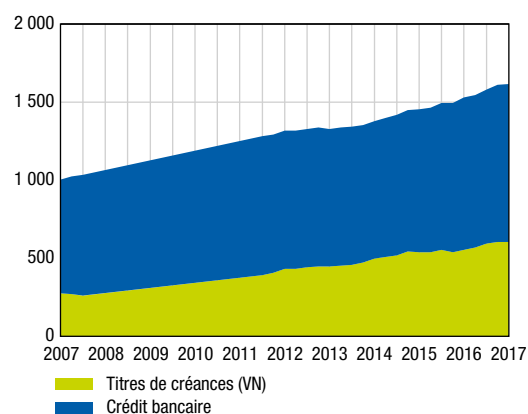
• **La dynamique est contrastée entre catégories d'entreprises**

Cette dynamique contrastée s'observe notamment entre catégories d'entreprises. La dette totale des SNF (crédits et titres) se répartit à grands traits en juin 2017 entre 684 milliards d'euros pour les GE, 416 milliards d'euros pour les ETI et 514 milliards d'euros pour les petites et moyennes entreprises (PME). La progression de l'endettement est nettement plus marquée entre 2011 et 2016 pour les GE et les ETI (respectivement 30 pp et 20 pp de leur valeur ajoutée) que pour les PME (+2 pp, Graphique 8).

Graphique 7

Crédit bancaire et dette de marché en milliards d'euros

(EUR Mds)

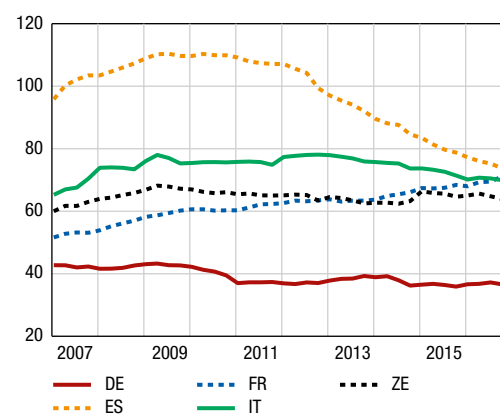


Source : Banque de France.

Graphique 8

Taux d'endettement des SNF (dette brute / PIB)

(En %)



Source : Banque de France.

Note : La dette est consolidée, c'est-à-dire qu'elle correspond à la somme des titres de créances émis par les SNF en valeur nominale et du total des crédits, nette des créances inscrites en crédit à l'actif. La dette ainsi calculée est consolidée à la fois des prêts intragroupes vis-à-vis des entités résidentes et également non résidentes. La dette consolidée ne doit pas être confondue avec la dette nette, qui est elle la différence entre la dette brute et la trésorerie des entreprises.

¹⁶ En valeur nominale ; 660 milliards EUR en valeur de marché.

Dans le cas des PME, la faible croissance de l'endettement ne s'explique pas par des contraintes de crédit avérées. Les enquêtes de la Banque de France et de la BCE auprès des PME suggèrent à la fois un niveau relativement élevé de la demande de crédit et un taux élevé de satisfaction de cette demande. Ainsi, le taux de satisfaction de la demande observé dans l'enquête Banque de France (à savoir le pourcentage des demandes de crédit ayant été satisfaites totalement ou pour au moins 75 % de leur montant) a atteint son maximum tant pour les crédits de trésorerie (94 %) que d'investissement (95 %).

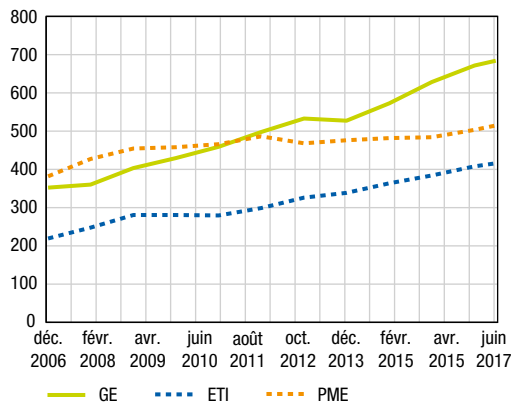
Enfin, une part significative de l'endettement des SNF est faite au travers les Sociétés civiles immobilières (SCI) qui totalisent 154 milliards d'euros en juin 2017.

- **L'endettement de marché a joué un rôle significatif**

Graphique 9

Endettement des SNF par taille

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

Note : Endettement des entreprises consolidé à l'échelle du secteur institutionnel). Ventilation par taille des crédits de la catégorie « SCI et divers », habituellement non attribués dans les statistiques.

L'endettement de marché a fortement progressé ces dernières années, traduisant un basculement du mix de financement des grandes entreprises vers les titres de créance. Si le financement de marché concerne un nombre croissant d'entreprises, l'analyse des émissions de titres de créance signale toujours une forte concentration des émissions de titres, avec un poids important du secteur des *utilities*, gros émetteurs récurrents par essence.

Ainsi, les contributions respectives du crédit bancaire et de l'endettement de marché à la dynamique globale de l'endettement ont fortement évolué dans le temps. De 2011 à 2016, les grandes entreprises (GE) ont surtout connu une forte progression de leur endettement de marché (+56 %) et plus faiblement de leur endettement bancaire (+9 %). Les entreprises de taille intermédiaire (ETI) ont également connu une très forte progression de leur endettement de marché (+160 %) même si celui-ci reste limité en niveau (environ 60 milliards EUR d'encours).

Sur la période la plus récente, la dynamique de l'endettement des SNF repose sur une progression des crédits comme des titres de dette. Ainsi, depuis mi 2016, on observe une progression relativement constante des encours de crédits (de +5,4 % en g.a. en septembre 2017) et une réaccélération de l'endettement de marché (+7,7 % en g.a.).

- **La baisse des taux a atténué l'impact de la hausse de l'endettement sur les charges de la dette**

L'accroissement de l'endettement des SNF s'inscrit dans un contexte de forte baisse des taux depuis 2011, portés par la politique monétaire de la BCE et, plus globalement, par un environnement de taux durablement bas.

Le coût du crédit a ainsi atteint un plus bas historique à 1,4 % à fin 2016. Si les GE ont vu leurs conditions de taux atteindre la barre symbolique de 1 % en 2016, le coût du crédit affiche depuis une légère hausse (1,3 % au T3 2017, cf. Graphique 10). Le coût du financement par le marché – qui concerne les plus grandes entreprises – a suivi la même tendance à la baisse, passant sous le taux des crédits bancaires durant l'année 2013, et se stabilise autour de 0,8 % depuis la mi 2016. Le coût moyen facturé aux PME, plus élevé, a lui aussi suivi une dynamique parallèle. Il s'établit autour de 1,7 % au troisième trimestre 2017.

Compte tenu de la baisse des taux (qui sont en moyenne plus faibles que dans le reste de la zone euro), la charge financière rapportée à l'excédent brut d'exploitation est plutôt orientée à la baisse ces dernières années.

Cependant, la faible charge financière des SNF françaises pourrait être remise en cause par une remontée des taux d'emprunt des SNF : (i) une large partie de cet endettement est libellée à taux variable et serait donc directement affectée par une remontée des taux ; (ii) contrairement aux ménages, les SNF doivent souvent refinancer leur dette, les rendant plus sensibles à une remontée des taux, même sur leur dette à taux fixe. Cependant, **les entreprises ont profité d'une période favorable pour contracter des dettes à long terme, repoussant ainsi en partie l'effet d'une hausse des taux**. Si une remontée progressive des taux en phase de reprise cyclique de l'activité serait compensée par un EBE des entreprises en hausse, en revanche, une remontée plus rapide des taux pourrait poser problème, le matelas de liquidité accumulé pouvant s'avérer insuffisant.

- **Une évolution de l'endettement en lien avec une reprise de l'investissement et une évolution de la gestion de trésorerie.**

Les crédits à l'investissement ont suivi une augmentation soutenue depuis 2010 : après un léger ralentissement (2012-2015), ils sont en réaccélération progressive. Les crédits de trésorerie sont en forte augmentation depuis le début de l'année 2015. De manière générale, on observe une corrélation assez nette entre la dynamique de l'endettement et l'investissement, ainsi qu'entre la progression des stocks et les encours de crédits de trésorerie, même si l'analyse type de crédit mérite d'être nuancée pour prendre en compte des phénomènes de substitution avec l'endettement de marché.

- **Investissement et acquisitions**

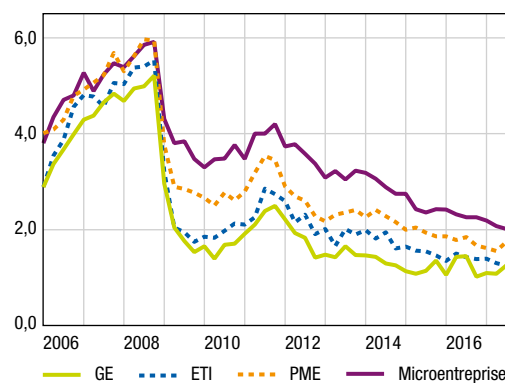
Le taux d'investissement des SNF françaises, mesuré par le ratio de l'investissement sur la valeur ajoutée, a fortement augmenté depuis 2012 et s'est établi à 22 % en valeur annuelle en 2016, niveau qui constitue un point haut historique depuis trente ans. Le taux d'autofinancement, qui rapporte l'épargne des entreprises à leurs flux d'investissement et à leurs variations de stocks, a décru depuis la fin des années 1990, où il avait atteint un pic à 100 % : le financement de l'investissement et des variations de stocks n'est aujourd'hui couvert par l'épargne des entreprises qu'à hauteur de 80 %, ce qui explique le recours à l'endettement.

Une large part de l'endettement des grands groupes finance des acquisitions, en particulier vers l'international. En 2016, la dette des grands groupes augmente de 87,2 milliards d'euros (après 77,4 milliards en 2015) et le besoin de financement lié à des investissements directs français à l'étranger augmente de 18 milliards d'euros pour s'établir à 52,1 milliards (après 34,0 milliards en 2015). De plus, certaines de ces acquisitions se font au moyen de financement à effet de levier (ou LBO), avec un endettement très conséquent (voir Encadré 2).

Graphique 10

Taux d'intérêt des crédits, par taille d'entreprise

(taux effectif global en %)



Source : Banque de France. Dernier point : T3 2017.

Encadré 2

Risques liés au financement à effet de levier des SNF

La période actuelle est marquée par un fort dynamisme des émissions structurées et opérations LBO, dont le niveau reste inférieur au plus haut de 2008. Comme à cette époque, le marché des transactions à effet de levier est porté par des taux historiquement bas, des liquidités abondantes et une concurrence importante liée à la forte rentabilité de ces activités. En revanche, des tendances spécifiques aux transactions actuelles sont à noter : (i) l'allègement progressif des clauses financières contractuelles (*covenants*) ; (ii) l'importance d'opérations consistant en un renouvellement des crédits déjà octroyés, dans des conditions parfois plus agressives et (iii) une augmentation de la part du financement venant d'acteurs non bancaires. Le taux de défaut de ces opérations reste particulièrement faible, mais est sensible à un retournement de conjoncture, d'autant qu'une grande partie des crédits arrivent à maturité en 2018-2019.

• Gestion de trésorerie

L'endettement des SNF doit aussi être mis en regard de la forte augmentation de leur trésorerie (579 milliards d'euros au T2 2017) qui a plus que doublé depuis le T1 2008 (+ 330 milliards d'euros). On assiste ainsi à une forte augmentation des dépôts et numéraires des SNF en part de leur EBE trimestriel, passant de 300 % en 2008 à plus de 625 % au T1 2017. Ainsi, l'endettement net des entreprises (dette – trésorerie) mesuré par la Banque de France a connu une hausse limitée depuis 2007 (48,6 % du PIB au T2 2017, contre 45,9 % en 2008).

Ainsi, l'évolution de la dette correspond donc en grande partie à un changement des modes de gestion de trésorerie. Cela peut être interprété comme la conséquence du développement du financement de marché (par nature moins ajustable) et, plus généralement, comme une accumulation de liquidités de précaution suite à la crise. Les entreprises semblent ainsi faire le choix d'une transition vers un coussin de trésorerie plus important.

Ce phénomène est renforcé, d'une part par les changements réglementaires et institutionnels favorisant le développement des marchés obligataires *corporates*, et d'autre part par la centralisation de la gestion financière des grands groupes en France. L'augmentation de leur endettement en France vient renforcer une trésorerie qui peut être mise à contribution pour des opérations de croissance externe aussi bien françaises qu'internationales.

Cette évolution s'inscrit dans le contexte d'une baisse des taux qui s'est accompagnée d'une contraction des *spreads* et donc d'une réduction des coûts de portage. Avec l'apparition de maturités très élevées (20 ans ou plus), le coût d'endettement pour les entreprises diminue aujourd'hui leur permettant de renforcer leur trésorerie et de rester ainsi réactives si des opportunités d'investissement se présentent par la suite.

La baisse des coûts de portage pourrait même nourrir des comportements opportunistes (*carry trade*), si le rendement de leurs dépôts et liquidité devient plus élevé que leur coût d'emprunt. Certains éléments, en particulier la croissance du volume des émissions de billets de trésorerie *corporates* à des taux négatifs pour toutes les maturités de un jour à un an, conduisent à s'interroger sur le développement d'une telle stratégie.

• Une évolution relativement maîtrisée des leviers, sauf pour les grandes entreprises, mais un poids toujours important des *goodwill*

Le levier des entreprises, mesuré par le ratio dette sur capitaux propres, ne se dégrade pas en moyenne, indiquant une forte progression des fonds propres des entreprises parallèlement à celle de l'endettement. Le redressement des marges des entreprises est

en particulier venu renforcer les capitaux propres des entreprises. De plus, la forte accumulation de liquidité fait diminuer les leviers nets. Il faut toutefois souligner l'hétérogénéité de l'évolution des leviers, notamment par taille d'entreprises. Selon les données agrégées sur l'échantillon, les ratios de levier brut et net globaux (somme des dettes/somme des capitaux propres¹⁷) diminuent depuis 2012, pour atteindre respectivement 82 % et 49 % en 2016 (contre 84 % et 60 % en 2012, Graphique 11). Pour les grandes entreprises à l'inverse, le levier¹⁸ net diminue de 9 pts (de 64 % à 55 %) mais le levier brut augmente de 3 pts (de 83 % à 86 %).

Alors que l'endettement correspond notamment à des opérations de croissance externe, donnant lieu à l'enregistrement de *goodwill* à l'actif de l'entreprise acquéreuse correspondant à l'écart entre la valeur d'achat de la cible et la valeur comptable de ses fonds propres, le niveau des fonds propres de certaines entreprises reste sensible à la qualité de ces *goodwills* présents à leur actif. Le redressement depuis 2013 du *goodwill* par rapport aux capitaux propres totaux reste mesuré, la moyenne des ratios *goodwill* sur capitaux propres restant en 2016 en-deçà du niveau atteint en 2012 (55 % en 2016, contre 60 % en 2012). Cependant, on observe une part élevée des *goodwills* en proportion des capitaux propres pour les groupes les plus endettés, en cohérence avec le fait que l'endettement est plus particulièrement associé aux opérations de croissance externe, alors que les investissements (corporels et incorporels) sont plutôt autofinancés. Ainsi, les acquisitions les plus onéreuses se trouvent associées à un endettement plus important.

b. L'endettement des ménages continue d'augmenter et les conditions d'octroi s'assouplissent

• Le taux d'endettement des ménages français augmente plus vite que dans la zone euro

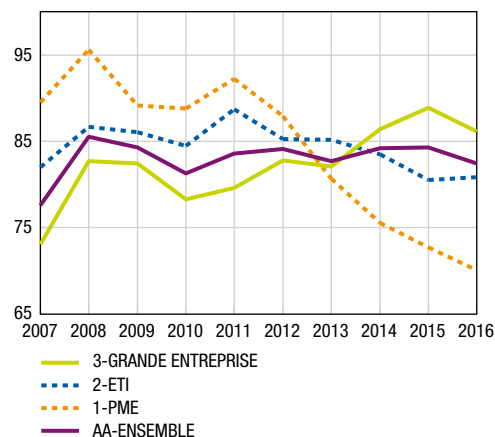
En lien avec une croissance dynamique des encours de crédit, l'endettement des ménages¹⁹ poursuit sa progression ininterrompue depuis le début des années 2000 pour atteindre 90,3 % du revenu disponible brut à la fin du deuxième trimestre 2017 (Graphique 13, Graphique 14). Le taux d'endettement rapporté au PIB (57,9 %) demeure encore nettement inférieur au taux d'endettement des ménages britanniques ou américains, mais se rapproche désormais de celui de la zone euro dans son ensemble (58,1 %). Contrairement à ce qui a pu être observé à l'étranger, l'endettement des ménages français n'a pas marqué d'inflexion à la baisse suite à la crise financière.

Cette montée de l'endettement au niveau macroéconomique se traduit par une relative augmentation de la vulnérabilité des ménages endettés. D'après les données d'enquête au niveau individuel, les principaux ratios médians d'endettement des ménages français s'inscrivent en hausse, à l'instar de ce qui peut être observé pour les ménages de la zone euro, mais dans des proportions généralement plus importantes : le ratio médian de dette au revenu augmente ainsi de 17,6 points de pourcentage entre 2009 et 2014 pour les ménages français, contre 8,4 points de pourcentage pour les ménages de la zone euro.

Graphique 11

Ratios de levier brut pondéré SNF

(par taille)



Source : Banque de France.

Note : Endettement des entreprises consolidé à l'échelle du secteur institutionnel

¹⁷ Autrement dit, la moyenne des ratios de levier pondérée par la part relative de chaque groupe dans les capitaux propres totaux de l'ensemble de l'échantillon.

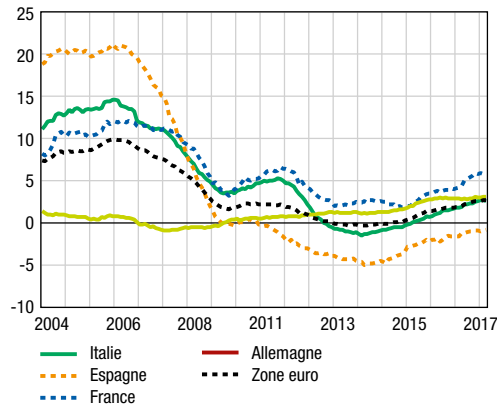
¹⁸ Encours de dette sur fonds propres.

¹⁹ Dette des ménages : somme des encours de crédits accordés par les institutions financières résidentes et non résidentes

Graphique 12

Taux de croissance des crédits aux ménages

(en %)

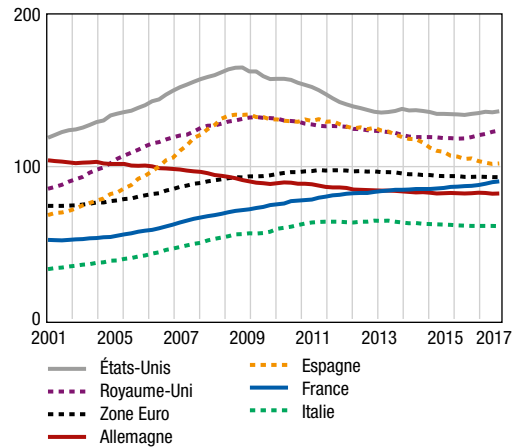


Source : Banque de France, BCE.

Graphique 13

Taux d'endettement des ménages

(en %)



Source : Banque de France, BCE.

Note : taux d'endettement des ménages = dette / revenu disponible brut (RDB)

Pour le ratio de service de la dette au revenu, ces évolutions atteignent respectivement 3,3 points et -0,5 point (Graphique 14).

Début 2015, les ménages français affichent un niveau de charge de la dette immobilière relativement élevé en comparaison avec leurs voisins européens. Cependant, les ratios apparaissent plus faibles que la moyenne européenne pour les montants de dette, y compris rapportés au revenu ou à l'actif. Ce constat suggère une maturité moyenne des crédits français un peu plus faible qu'à l'étranger.

• Des crédits à la consommation soutenus par la reprise économique

Les encours de crédit à la consommation représentent environ 175 milliards d'euros à mi 2017. Le crédit à la consommation connaît une croissance soutenue en France en 2017, en accélération depuis mi 2014, grâce à la reprise économique et à la bonne dynamique de la consommation des ménages. Le rythme de la croissance du crédit à la consommation en France est légèrement supérieur à celui de la zone euro.

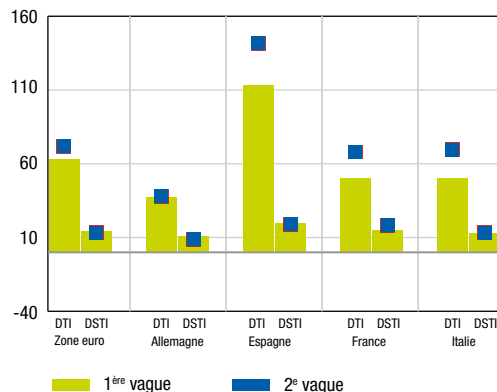
Cette croissance du crédit à la consommation est portée par les prêts amortissables (+6,1 %) et plus marginalement par les locations avec options d'achat – LOA (+5,3 % en glissement annuel fin juin 2017 – Graphique 15). Les analyses de la Banque montrent que, structurellement, depuis 2015, environ deux tiers de la hausse du crédit à la consommation aurait pour origine le financement de l'automobile.

Les revenus moyens et médians des ménages contractant un crédit à la consommation ont augmenté d'environ 25 % (respectivement 24 % et 28 %) entre fin 2006 et fin 2016, un rythme nettement supérieur à celui

Graphique 14

Évolution des ratios d'endettement entre 2009 et 2014

(en %)

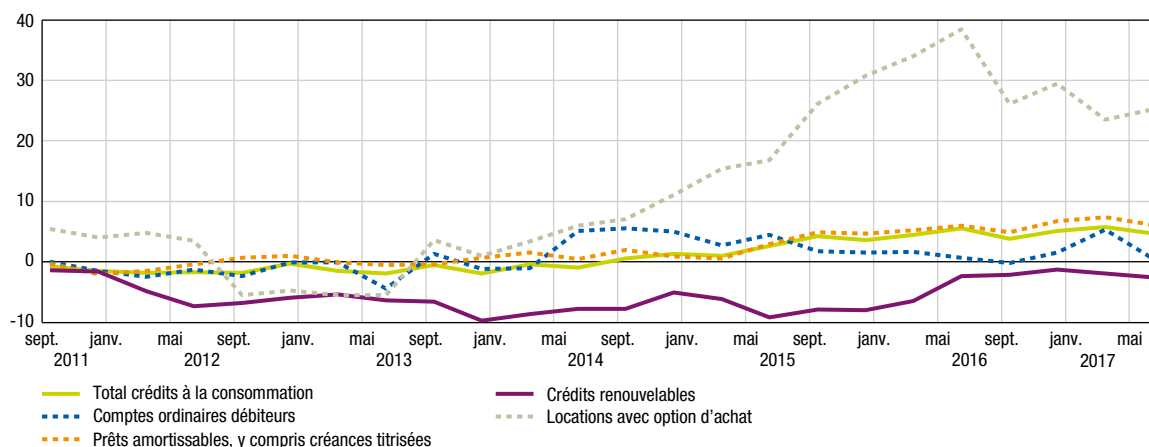


Source : BCE, Household Finance and Consumption Survey.

Graphique 15

Taux de croissance des crédits à la consommation par instrument

(en %)



Source : Banque de France.

des prix à la consommation (+11,6 % pour l'IPC hors tabac). Mi 2017, ils s'élevaient respectivement à 31 155 EUR et 26 304 EUR.

Le recours plus important aux crédits à la consommation de la part des ménages français se traduit par un taux d'endettement à la consommation supérieur à la moyenne de la zone euro (9,0 % contre 7,8 %, Graphique 16). Néanmoins, le taux de détention de crédits à la consommation des ménages français les plus modestes (revenu brut inférieur au 1^{er} quartile) est proche de la moyenne de la zone euro (respectivement 4,5 % et 4,4 %) et nettement inférieur à celui des ménages modestes allemands (6,7 %) et néerlandais (8,3 %).

- **Des crédits à l'habitat très dynamiques, avec un relâchement des critères d'octroi depuis plusieurs trimestres**

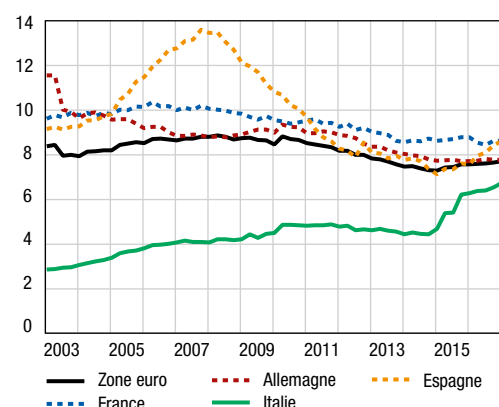
Initiée en 2014, la reprise est confirmée sur le marché immobilier. Les prix augmentent fortement : +3,5 % sur un an au T2 2017. Le volume de transaction est dynamique, avec un plus haut niveau historique de 920 000 transactions dans l'ancien en juin 2017. Après une nouvelle baisse des taux d'intérêt des crédits immobiliers à long terme en 2016 (-80 pb sur l'année), le point de retournement semble avoir été atteint avec une légère hausse de 12 pb depuis janvier 2017.

L'accélération de la production de crédit qui a été nette en 2016 avec un record en début 2017, s'essouffle légèrement en raison de la baisse des opérations de rachats et renégociations (passées de 62 % à 27 % entre janvier et juillet 2017). Toutefois, la production, hors rachat et négociations, demeure soutenue, contribuant à l'accélération de la croissance de l'encours (+6 % en g.a. en septembre 2017, Graphique 17).

Graphique 16

Taux d'endettement à la consommation des ménages (dette / revenu disponible brut)

(en %)

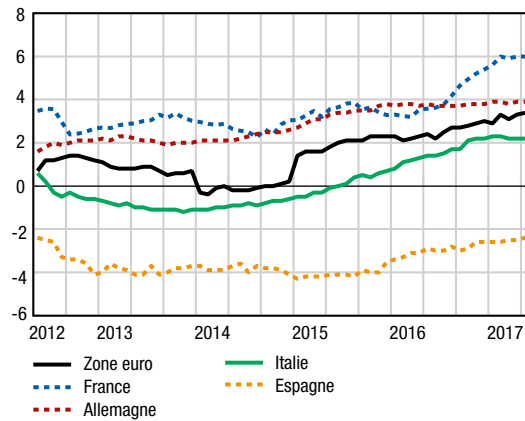


Source : Banque de France, BCE.

Graphique 17

Taux de croissance des crédits à l'habitat

(en %)

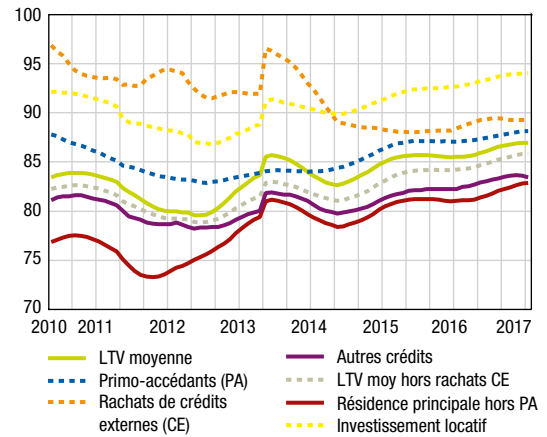


Source : Banque de France, BCE.

Graphique 18

LTV moyenne

(en %)



Source : ACPR, suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat ; données moyennes sur 12 mois glissants, dernier point : août 2017.

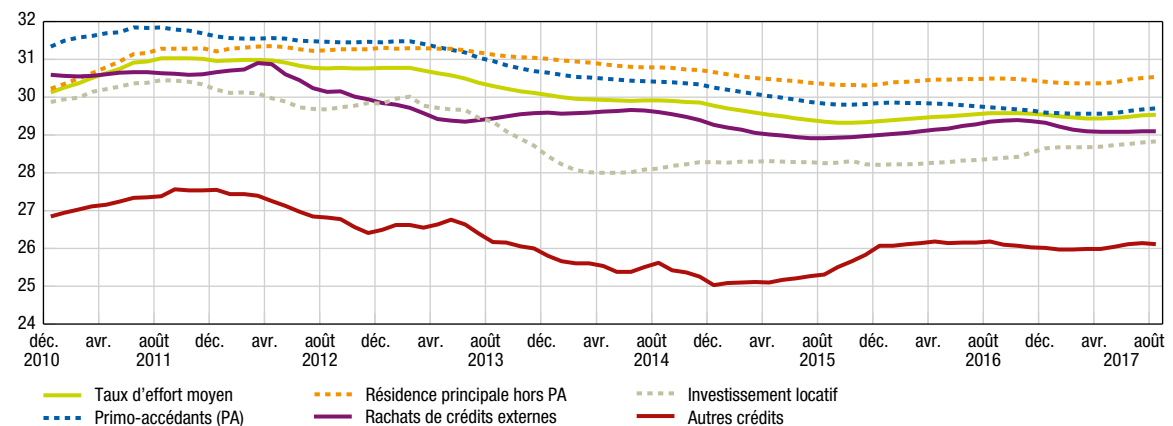
Alors que, de 2009 à 2015, l'apport moyen avait baissé de 21 % à 14 % (Graphique 18) et les autres conditions d'octroi s'étaient plutôt améliorées, **on observe, depuis la fin 2015, un assouplissement progressif des conditions d'octroi : apport moyen, taux d'effort²⁰, taux d'endettement²¹ et maturité initiale** (Graphique 19 à Graphique 22). Ainsi :

- sur la période récente, la hausse du montant du prêt (Graphique 18) va de pair avec un allongement de maturité particulièrement entre octobre 2015 et avril 2016, ainsi que depuis le début d'année 2017. La hausse des montants empruntés et l'allongement de maturité ont accompagné la baisse des taux (qui a permis de contenir l'augmentation des mensualités alors que la quasi-totalité de la production est à taux fixe).

Graphique 19

Taux d'effort moyen

(en %)



Source : ACPR, suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat ; données moyennes sur 12 mois glissants, dernier point : août 2017.

²⁰ Charge de la dette sur le revenu, debt service to income, DSTI.

²¹ Nombre d'années nécessaires pour rembourser un prêt immobilier, loan to income ratio, LTI.

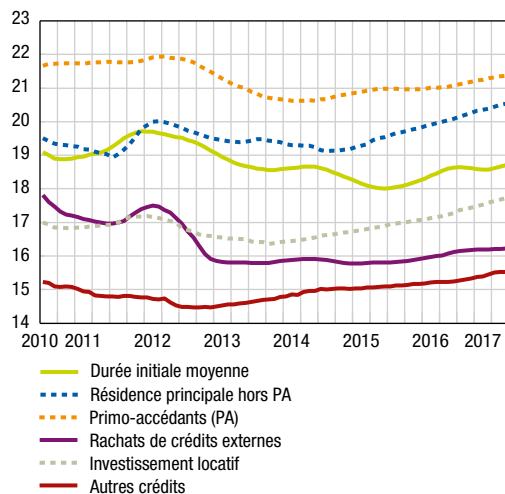
- le taux d'effort financier moyen²² à l'octroi apparaît en légère hausse en 2016 (29,6 % contre 29,4 % en 2015), quoiqu'en-deçà des niveaux atteints en 2011. La structure de la production par taux d'effort présente une évolution quasi identique : les opérations dont le taux d'effort de l'emprunteur est inférieur à 20 % sont toujours les moins représentées, tandis que la part des emprunteurs dont le taux d'effort est compris entre 20 et 30 % reste largement majoritaire et continue d'augmenter. Sur les premiers mois de 2017, la part de la production dont le taux d'effort est supérieur à 35 % se redresse. Les segments des acquéreurs déjà propriétaires et de l'investissement locatif contribuent le plus fortement à la hausse de la part des emprunteurs dont l'effort est supérieur à 35 %.

On observe au total un recours à un effet de levier plus important de la part des emprunteurs. Dans ce contexte, les taux de crédits douteux ont augmenté après 2008 mais restent faibles (1,5 %).

Graphique 21

Maturité initiale

(en années)

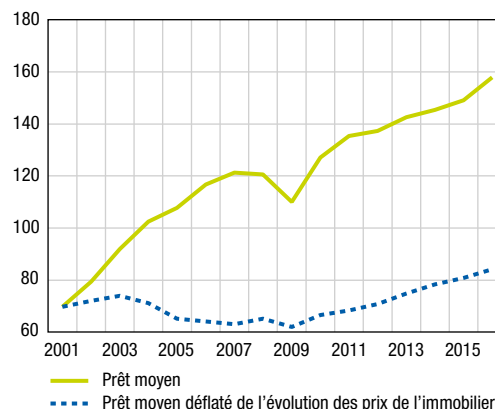


Source : ACPR, suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat ; données moyennes sur 12 mois glissants, dernier point : août 2017.

Graphique 20

Prêt moyen

(mensuel, en K€)

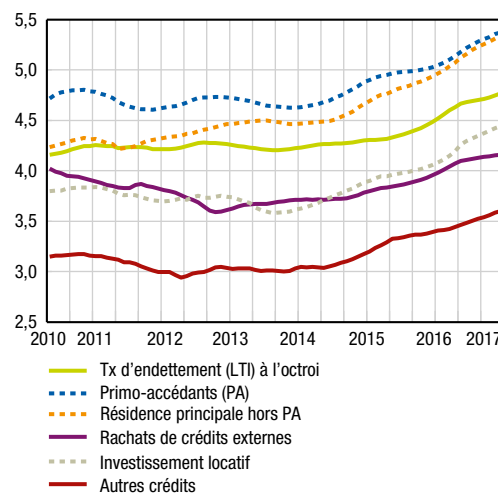


Source : Banque de France.

Graphique 22

Taux d'endettement des crédits nouveaux

(en années)



Source : ACPR, suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat ; données moyennes sur 12 mois glissants, dernier point : août 2017.

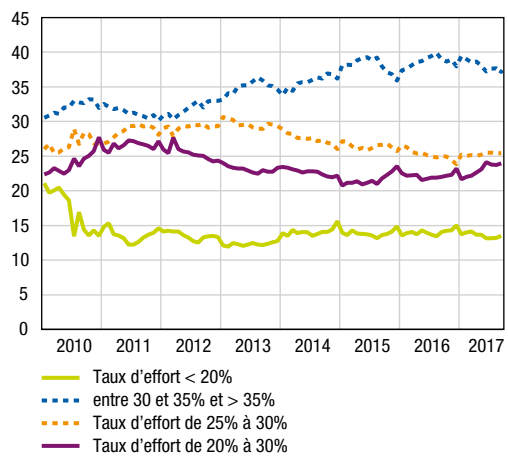
Note : Le taux d'endettement à l'octroi est défini comme le rapport entre le montant moyen du prêt à l'octroi et les revenus annuels estimés de l'emprunteur à la même date ; on parle également, en anglais de loan to income (LTI). Le LTI représente ainsi le nombre d'années de revenus nécessaires pour rembourser un prêt immobilier.

²² Défini comme le rapport de la dépense des remboursements des charges financières d'un ménage à son revenu.

Graphique 23

Structure de la production en fonction du taux d'effort

(en % du nombre d'opérations)

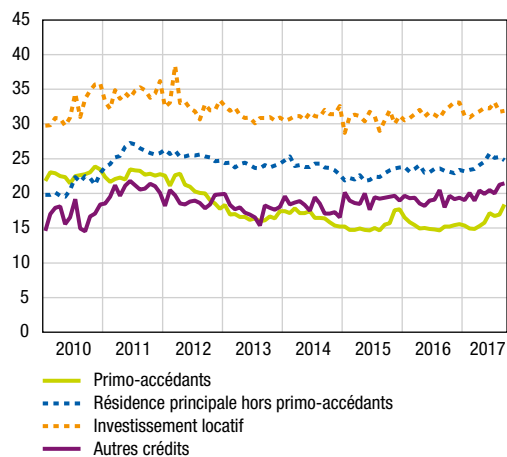


Source : ACPR, suivi mensuel crédits à l'habitat. Dernier point : septembre 2017.

Graphique 24

Taux d'effort \geq à 35%

(en % du nombre d'opérations)



Source : ACPR, suivi mensuel crédits à l'habitat. Dernier point : septembre 2017.

3 Risques pour les institutions financières

Les risques pour le secteur financier français sont globalement inchangés par rapport à l'ERS de juin 2017. Le secteur bancaire (section 1) comme le secteur des assurances (section 2) confirment leur résilience.

3.1 RISQUES DU SECTEUR BANCAIRE FRANÇAIS

La rentabilité des banques françaises au 1^{er} semestre 2017 s'est globalement maintenue en partie grâce à un dynamisme des revenus hors intérêt et à un coût du risque toujours en baisse. Toutefois, l'écart entre la rentabilité des banques et le coût du capital exigé par les investisseurs reste stable depuis plus d'un an. Les anticipations de marché sur la rentabilité future des banques s'améliorent en raison notamment de la prise en compte des facteurs cycliques même si les problèmes structurels des banques françaises, en particulier les coûts de structure élevés, continuent d'avoir une incidence négative sur leur rentabilité anticipée par les marchés. Ainsi, les banques doivent continuer à adapter leurs modèles d'activité ; ces efforts concernent notamment l'amélioration de l'efficacité opérationnelle.

La qualité des expositions des banques françaises s'améliore globalement avec un taux de prêts non performants (*Non Performing Loans* – NPL) en baisse, grâce à des progrès constatés sur les principales zones d'exposition des banques françaises et également sur différentes contreparties. Au niveau européen, toutefois, la situation continue d'être problématique pour certains pays d'exposition des banques françaises mais les différentes initiatives des autorités européennes devraient inciter les banques à accélérer la résolution des problèmes de NPL. Enfin, concernant les conditions d'octroi de prêts, il n'est pas observé de dégradation significative.

Les banques françaises ont encore progressé sur le respect des ratios réglementaires, que ce soit la solvabilité ou la liquidité, mais à un rythme parfois moindre que les semestres précédents. Comparativement à l'ERS de juin 2017, les écarts aux exigences du nouvel environnement réglementaire ont diminué et la finalisation de Bâle III, annoncée le 7 décembre, donne désormais un cadre réglementaire fixe avec des délais de mises en œuvre suffisants pour permettre les adaptations nécessaires. À plus court terme, l'introduction d'IFRS 9 et la finalisation des exigences MREL/TLAC constituent toujours des défis importants.

D'autres défis subsistent, pour les banques françaises notamment :

- le risque de hausse brutale des taux d'intérêt et la plus forte volatilité qui découleraient d'une normalisation des politiques monétaires. La sévérité de l'impact d'une réévaluation des risques sur les marchés financiers dépend de la taille, de la rapidité de ces changements et de la nature des bilans des banques. Le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire apparaît cependant bien géré dans la plupart des banques françaises ;
- les incertitudes géopolitiques qui pourraient affecter les banques directement, ainsi que des effets de second tour. À ce titre, le Brexit pourrait générer des risques pour les banques françaises implantées au Royaume-Uni. Par ailleurs, la politique de l'administration américaine pourrait conduire à une fragmentation de la réglementation bancaire internationale préjudiciable à l'équité de la concurrence notamment entre grandes banques internationales.

a. La rentabilité globale des banques demeure résiliente

- **La faiblesse des revenus de la banque de détail est compensée par le dynamisme des autres activités et par un coût du risque qui continue de diminuer**

À la fin du premier semestre 2017, les six²³ grandes banques françaises confirment la résilience de leurs performances bien que leur rentabilité recule légèrement si l'on compare au premier semestre 2016, notamment en raison d'éléments exceptionnels défavorables²⁴. Une analyse par métiers fait ressortir des évolutions diverses : les bonnes performances des métiers de la banque de financement et d'investissement, des activités d'assurance et de gestion d'actifs ont permis de compenser la faiblesse de la banque de détail en France à la fois sur les revenus et sur la rentabilité.

Malgré ce léger recul du PNB combiné à une hausse des frais de gestion, le résultat net du 1^{er} semestre 2017 s'élève à 14,1 milliards d'euros demeurant ainsi proche du niveau atteint en 2016 à la même période, grâce à un net repli du coût du risque (-30,6%) par rapport au 1^{er} semestre 2016. Le coût du risque continue de régresser dans l'ensemble des lignes de métier et sur l'ensemble des grands groupes bancaires. Cette amélioration s'explique notamment par l'environnement de taux bas et par une poursuite de l'amélioration de la situation dans certaines zones (Italie notamment).

Au final, le rendement sur capitaux propres (RoE) des banques françaises est en légère baisse entre le 30 juin 2016 et le 30 juin 2017, passant de 7,7 % à 7,1 %. La diminution du résultat net par rapport au 1^{er} semestre 2016 ainsi que l'augmentation des capitaux propres contribuent tous les deux à la baisse du RoE sur le 1^{er} semestre 2017. En retraçant les principaux éléments exceptionnels, le RoE resterait globalement stable autour de 7,7 %.

- **Les anticipations de marché sur la rentabilité des banques en 2018 sont optimistes.**

Les anticipations des marchés sur le résultat net des banques européennes en 2018 ont évolué à la hausse depuis novembre 2016.

Les déterminants de cette évolution varient toutefois selon les zones géographiques (Graphique 25) et les banques françaises sont pénalisées par le poids de leurs charges d'exploitation.

Les marchés ont révisé leurs anticipations de résultat net pour 2018 des banques françaises à la hausse de 16,6 % (+22,8 % pour la zone euro). Cette évolution résulte d'une révision à la hausse des revenus nets d'intérêt (contribution positive de 19,1 points de pourcentage - pp) et des autres revenus (+8,4 pp), d'une révision à la baisse du coût du risque (+8,2 pp), absorbées en partie par une révision significative à la hausse des charges d'exploitation (contribution négative de -19,1 pp). Ces anticipations sont en ligne avec le modèle d'affaires des banques françaises qui sont capables de diversifier leurs revenus mais portent de lourdes charges de structures. La révision à la hausse des anticipations de résultat des banques européennes hors France est tirée, comme pour les banques françaises, par les revenus d'intérêt (+18,1 pp) et la baisse attendue du coût du risque (+4,9 pp). En revanche, contrairement aux banques françaises, les marchés ont révisé leurs anticipations pour les autres revenus et les charges d'exploitation à la baisse (respectivement -7 pp et +6,8 pp).

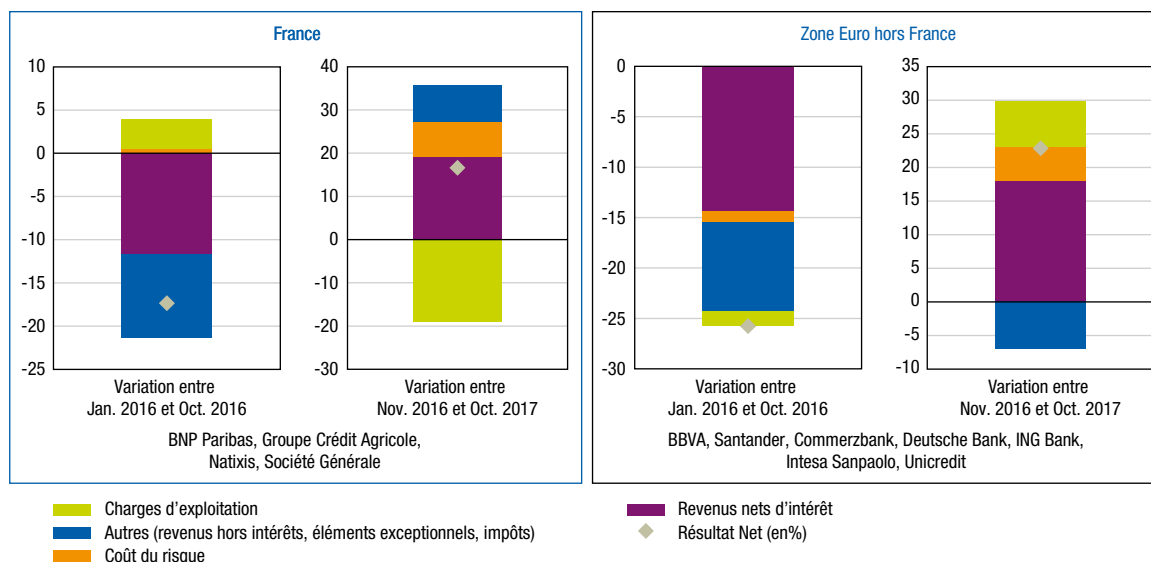
23 BNP Paribas, Groupe Crédit Agricole, Groupe BPCE, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale, Société Générale.

24 Principalement la plus-value réalisée sur la cession des titres Visa Europe au 1^{er} trimestre 2016 et la réalisation de coûts de litige pour certaines banques au 1^{er} semestre 2017.

Graphique 25

Évolution des anticipations de marché sur le résultat net des banques en 2018

(contribution en pp à la variation du RN pour les différentes composantes du RN)



Source : Bloomberg – calculs Banque de France.

- **Un coût du capital stable, qui reste supérieur au rendement sur capitaux propres des banques**

La baisse observée des primes de risques ne se reflète pas sur l'exigence de rentabilité des investisseurs.

Le Graphique 26 illustre la diminution des primes de risque pour les banques françaises (moyenne des estimations à 6,4 % en novembre 2017, en baisse de plus d'un point par rapport à l'été 2016), primes de risque dont le niveau est similaire à celui observé sur leurs homologues européennes mais supérieur à celui des banques aux États-Unis (3,8 % en novembre 2017). Cet écart sur les primes de risque entre les États-Unis et l'Europe reflète une hausse du taux sans risque plus forte aux États-Unis en fin de période. En dépit de cette évolution, le coût du capital (CoE²⁵), reste stable du fait d'une sensibilité au risque non diversifiable supérieure (beta plus élevé), notamment depuis 2012 (Graphique 27). Ainsi, en novembre 2017, le CoE moyen des banques françaises s'élève à 10 %, soit 3 pp au-dessus de la moyenne d'avant crise. L'incertitude sur l'évaluation du CoE a augmenté depuis la crise étant donné que cette fourchette s'est élargie depuis 2009. On observe tout de même une réduction de l'écart²⁶ entre l'exigence de rentabilité des investisseurs et la rentabilité des banques, RoE, (Graphique 27), du fait de l'amélioration des résultats des banques. L'écart entre la rentabilité comptable et la rentabilité exigée est encore négatif fin 2017.

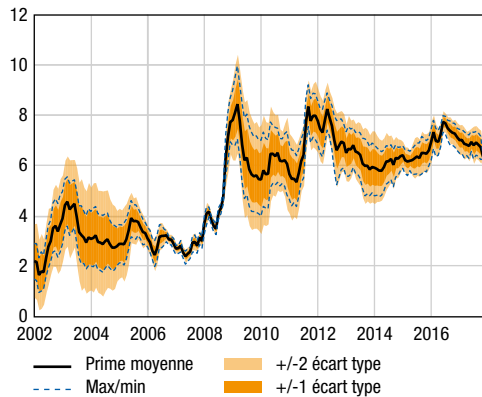
²⁵ Coût du capital (Cost of Equity) : n'étant pas une valeur observable (les anticipations des futurs flux de revenus (cash flows) sont par définition incertaines), nous utilisons un modèle d'évaluation des actifs financiers : à partir de l'estimation de la prime de risque de marché et du beta des banques (degré d'exposition des banques au risque systématique, c'est-à-dire non diversifiable), nous utilisons la formule du MEDAF pour calculer l'exigence de rentabilité des investisseurs pour les banques individuelles (CoE) : $E[r_{i,t}] = r_f + \beta_i * p_{M,t}$ où r_f est le taux sans risque à la date t , β_i le beta de la banque i à la date t et $p_{M,t} = k_t - r_f$ la prime de risque du marché M et enfin $E[r_{i,t}]$ l'espérance de rentabilité de l'actif i , au temps t , dans notre cas le coût du capital des banques. Nous assimilons donc $E[r_{i,t}]$ au CoE de la banque i à la date t .

²⁶ 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 de l'investissement, le prix de l'action de la banque doit baisser du fait de la fuite des investisseurs. Le prix baisse jusqu'à s'ajuster 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 rendement des investisseurs.

Graphique 26

Prime de risque des banques en France

(en %)

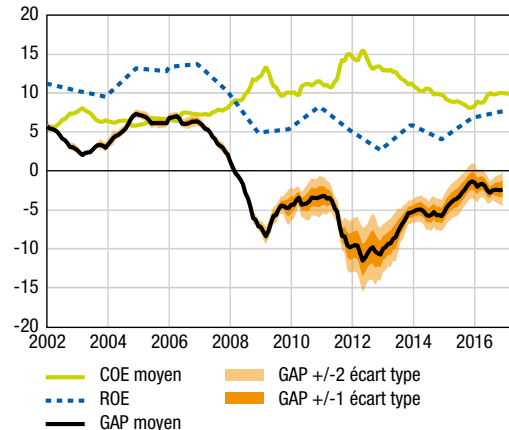


Source : Bloomberg, Calculs Banque de France.

Graphique 27

CoE moyen et RoE des banques en France

(en %)



Source : Bloomberg, Calculs Banque de France.

b. Impact d'une réévaluation des risques de marché sur les banques

Une augmentation brusque des taux d'intérêt et de la volatilité aurait une incidence sur : (i) le portefeuille bancaire, en influençant les revenus nets d'intérêts (MNI) et la valeur économique des fonds propres (EVE) à travers leurs actifs et passifs sensibles aux taux d'intérêt ; (ii) le portefeuille de titres pour les actifs détenus à la juste valeur.

• Résultats des exercices d'analyse en sensibilité sur le risque de taux dans le portefeuille bancaire conduits par la BCE et points de vigilance en termes de stabilité financière

La BCE a publié le 9 octobre 2017 les résultats de l'exercice de stress-test portant sur le risque de taux dans le portefeuille bancaire (IRRBB) concluant que le risque de taux était bien géré dans la plupart des banques européennes²⁷. Dans un scénario de hausse des taux d'intérêt, la plupart des banques de l'échantillon (76 %) verraient leur marge nette d'intérêt s'accroître. En moyenne, elle augmenterait de 10,5 % à horizon 2019 suite à un choc de +200 points de base sur l'ensemble de la courbe des taux. Dans le même temps, 77 % des banques du mécanisme de Supervision Unique (MSU) verraient la valeur économique de leurs fonds propres diminuer (*Economic Value of Equity* – EVE²⁸). Cette diminution atteindrait 2,7 % du CET1 en moyenne. Les résultats des banques françaises confirment globalement ces tendances mais celles-ci seraient toutefois moins bien positionnées en partie en raison des choix méthodologiques spécifiques à l'exercice.

Deux points de vigilance sont ainsi à relever : la robustesse de la modélisation par les banques des comportements de leurs clients et l'efficacité en termes de couverture du recours à des dérivés de taux d'intérêt dans la gestion actif/passif. Pour mesurer leur exposition au risque de taux d'intérêt, quelle que soit la métrique choisie, les banques doivent en effet se reposer en partie sur des hypothèses de comportement des clients pour estimer la déformation de leur bilan dans le temps. Elles doivent notamment modéliser l'évolution des volumes des dépôts au passif et ceux des crédits à l'actif, avec en particulier la problématique de l'estimation du niveau des remboursements anticipés des crédits.

²⁷ BCE, analyse de la sensibilité des portefeuilles bancaires axée sur les effets des variations de taux d'intérêt, février 2017

²⁸ Pour rappel, la valeur économique des fonds propres (EVE) se mesure par la différence entre la valeur actualisée des cash-flows de l'actif et celle du passif du portefeuille bancaire. La valeur actualisée des cash-flows diminue en cas de hausse de taux d'intérêt et inversement en cas de baisse. Le signe final du sens de variation de l'EVE suite à un choc de taux dépend de la durée respective de l'actif et du passif. Une durée de l'actif plus longue que celle du passif implique une variation négative (positive) de l'EVE en cas de hausse (baisse) de taux d'intérêts.

Le risque existe que ces modèles (souvent calibrés sur des périodes récentes et n'intégrant pas un cycle complet de remontée des taux d'intérêt) sous-estiment par exemple la réaction des déposants (réallocation de l'épargne des produits plus rémunérateurs) face à une remontée des taux d'intérêt. En outre, s'agissant de l'utilisation des dérivés, certaines banques pourraient employer ces derniers pour prendre une position directionnelle (par exemple pour profiter d'une hausse des taux d'intérêt). Il est important le cas échéant que ceci soit cohérent avec l'appétit des banques en matière de risque de taux.

- **Actifs de niveau 3 et risques liés à la valorisation en cas de remontée de la volatilité**

Si une réévaluation substantielle des risques devait avoir lieu sur les marchés financiers, les banques seraient aussi affectées par le biais de leurs actifs et passifs détenus à la juste valeur. La valorisation de ces instruments dépend de leur prix de marché, s'il existe, ou du recours à des modèles, éventuellement fondés sur des paramètres non observables dans le cas des instruments de niveau 3. En cas de remontée de la volatilité, la variation de valorisation de cette dernière catégorie d'instruments²⁹ – qui peuvent être enregistrés comptablement (i) en portefeuille de négociation, (ii) à la juste valeur par option ou (iii) disponibles à la vente – pourrait entraîner des pertes en résultat ou en capitaux propres (en fonction de leur enregistrement comptable³⁰).

Depuis 2014, les montants d'actifs de niveau 3 détenus par les banques françaises diminuent alors que les montants de passifs de niveau 3 restent stables. Ainsi, entre juin 2016 et juin 2017, les montants d'actifs de niveau 3 des portefeuilles à la juste valeur des cinq grands groupes français³¹ ont diminué de 18 %, ce qui s'explique principalement par la diminution des montants de valorisation pour la classe d'actifs des dérivés. Ces cinq établissements français enregistrent tous une baisse du ratio des actifs de niveau 3 sur CET1, qui passe en moyenne de 19,5 % à 15 % entre juin 2016 et juin 2017.

c. Incertitudes géopolitiques

- **Incidence du Brexit sur les banques françaises**

Le risque lié au Brexit concerne principalement les établissements de crédit et entreprises d'investissement français intervenant au Royaume-Uni, soit *via* une filiale, une succursale ou en libre prestation de services. Les incertitudes sur le scénario de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (« *soft* » ou « *hard* » Brexit) sont nombreuses et concernent notamment : (i) les modalités réciproques d'accès aux marchés dans le cadre du futur régime permanent d'association entre l'Union européenne et le Royaume-Uni ; (ii) la continuité des contrats financiers existants dont le terme dépasse mars 2019 ; (iii) l'impact de la relocalisation éventuelle en zone Euro de la compensation des contrats financiers libellés en Euros et (iv) l'existence et les modalités d'une période de transition à compter de mars 2019.

Les banques françaises opérant au Royaume-Uni font face à des risques stratégiques et opérationnels pour définir les coûts/bénéfices du maintien d'une implantation au Royaume-Uni et assurer la continuité de leurs activités. Elles devront définir les modalités juridiques d'exercice de leurs activités notamment si le Royaume-Uni était identifié comme pays tiers, respecter les processus d'enregistrement avec les autorités locales et en assumer les coûts financiers et opérationnels. Les établissements devront également mettre en place des dispositifs à même d'assurer la continuité des contrats et

²⁹ Actifs dont la juste valeur ne peut être déterminée que par un modèle dont même les paramètres d'entrée ne sont pas directement observables sur les marchés.

³⁰ Les variations de juste valeur des instruments enregistrés dans le portefeuille de négociation ou à la juste valeur par option impactent le compte de résultat tandis que les actifs disponibles à la vente impactent les capitaux propres.

³¹ BNPP, GCA, SG, GCM, BPCE.

transactions financières déjà conclus. Enfin, la relocalisation de structures et d'équipes en charge de la compensation des contrats financiers libellés en Euros est déjà envisagée par certains groupes.

- **Incidence pour les banques françaises de l'orientation de la politique américaine sur la déréglementation**

La volonté affichée par l'administration Trump de déréglementation du système financier aux États-Unis génère deux risques pour les établissements de crédit français :

- une inégalité de traitement entre les banques américaines et européennes ;
- une moindre capacité du système financier américain à absorber à l'avenir les chocs économiques, ce qui induirait une vulnérabilité plus importante aux cycles économiques et d'éventuels effets de débordement.

Concernant la réglementation existante, les *executive orders* signés par le Président D. Trump en février 2017 visent la remise en cause du *Dodd-Frank Act*, réforme réglementaire définie et mise en œuvre à la suite de la crise financière de 2008. Au regard des évolutions réglementaires internationale en cours, le rapport du département du trésor américain *A Financial System That Creates Economic Opportunities*³², publié en juin 2017, propose notamment : (i) de cantonner le *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) aux seules G-SIBs ; (ii) un report de la mise en œuvre aux États-Unis du *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), attendu au 1er janvier 2018 ; et (iii) un report de la *Fundamental Review of the Trading Book* (FRTB). De telles propositions, si elles étaient mises en œuvre, concourraient à des inégalités de traitement importantes entre établissements américains et européens.

d. Évolution et qualité des expositions

- **Un ratio de NPL en baisse sur les principales zones d'implantation des banques françaises et sur l'ensemble des contreparties**

À fin juin 2017, le taux des NPL de l'ensemble des grandes banques françaises significatives s'établit à 3,4 % pour une moyenne européenne à 4,5 %. Par ailleurs, le taux moyen de couverture des NPL est de 51 % pour les banques françaises contre 45 % pour les banques européennes. Au travers de ces indicateurs, la qualité des expositions des banques françaises apparaît relativement satisfaisante même si les valeurs moyennes peuvent masquer des situations moins satisfaisantes dans certains secteurs d'activité ou certaines filiales localisées à l'étranger. Le taux de NPL sur les expositions domestiques ou sur les principales zones d'implantation est en diminution bien qu'il reste encore très élevé sur les expositions italiennes.

S'agissant du délai de résolution des NPL, les procédures judiciaires en France sont relativement longues et conduisent les banques françaises à maintenir à leur bilan des montants significatifs de créances douteuses anciennes. Ainsi à fin 2016, près de la moitié des NPL des banques françaises ont plus de deux ans et près d'un quart ont plus de cinq ans d'ancienneté.

Des efforts apparaissent donc encore nécessaires pour améliorer leur traitement. À ce titre, la version mise à jour des orientations de la BCE³³, devrait inciter les banques à accélérer leurs processus de recouvrement et de réduction des NPL (Encadré 3 sur les différentes initiatives des autorités européennes).

³² Trésor américain, "A financial system that creates economic opportunities", Juin 2017

³³ Voir Addendum to the ECB Guidance to banks on non-performing loans: Prudential provisioning backstop for non-performing exposures, Octobre 2017.

Encadré 3

Initiatives des autorités européennes pour traiter le problème des NPL

Plusieurs instances européennes ont contribué en 2017 à la réflexion sur les NPL. Les travaux engagés ont mis l'accent sur l'établissement de bonnes pratiques et sur les mesures permettant de prévenir la réémergence de situations critiques.

Initiatives de la BCE : en tant que superviseur bancaire, la BCE a pris des mesures pour agir sur les banques à fort niveau de NPL tout en mettant en place des outils visant à promouvoir les meilleures pratiques en matière de gestion des NPL. En particulier, la BCE a :

(i) rédigé des orientations sur les attentes du superviseur en matière de gestion des NPL, qui ont fait l'objet d'une publication le 20 mars 2017. Le 4 octobre 2017, la BCE a mis en consultation un projet d'orientations complémentaires sur les attentes plus quantitatives du superviseur (eg : délais au-delà desquels le superviseur s'attend à ce que les dossiers NPL aient été traités et qu'en conséquence les risques résiduels s'y rattachant aient été intégralement couverts) ;

(ii) engagé avec les banques présentant les situations les plus dégradées des échanges approfondis sur le caractère suffisant et réaliste de leur plan de réduction des NPL à trois ans ;

(iii) publié en juin 2017 un rapport identifiant les facteurs qui, dans l'environnement légal et réglementaire des banques, peuvent influencer sur la résolution des NPL.

Initiatives de la Commission européenne : sur la base du plan d'actions approuvé par l'ECOFIN et publié le 11 juillet 2017, la Commission a lancé deux consultations (consultation du 10 juillet sur le développement des marchés secondaires et la protection des créanciers garantis et consultation du 10 novembre sur les exigences prudentielles minimales visant à traiter le risque de sous-provisionnement des nouveaux crédits) et devrait d'ici fin 2017 et courant 2018 faire plusieurs propositions afin d'avancer sur le traitement des NPL en Europe.

Initiative de l'ESRB : l'ESRB a publié le 11 juillet 2017 un rapport sur les enjeux macro-prudentiels liés aux NPL et devrait proposer, d'ici fin 2018, des approches macro-prudentielles visant à prévenir une éventuelle réémergence du problème des NPLs.

- **Les banques ont relativement réduit leurs expositions sur les contreparties SNF ayant des probabilités de défaut élevées**

Entre fin 2014 et juin 2017, les grandes banques françaises ont augmenté en relatif leurs expositions aux SNF ayant des probabilités de défaut plus faibles – moins de 2 % – et réduit leur exposition aux SNF ayant des probabilités de défaut plus élevées – plus de 2 % – (Graphique 28). Cette évolution de la qualité des portefeuilles peut refléter un recentrage des banques vers les SNF plus solvables mais cela peut aussi résulter d'une amélioration automatique de la solvabilité des emprunteurs en lien avec le cycle économique.

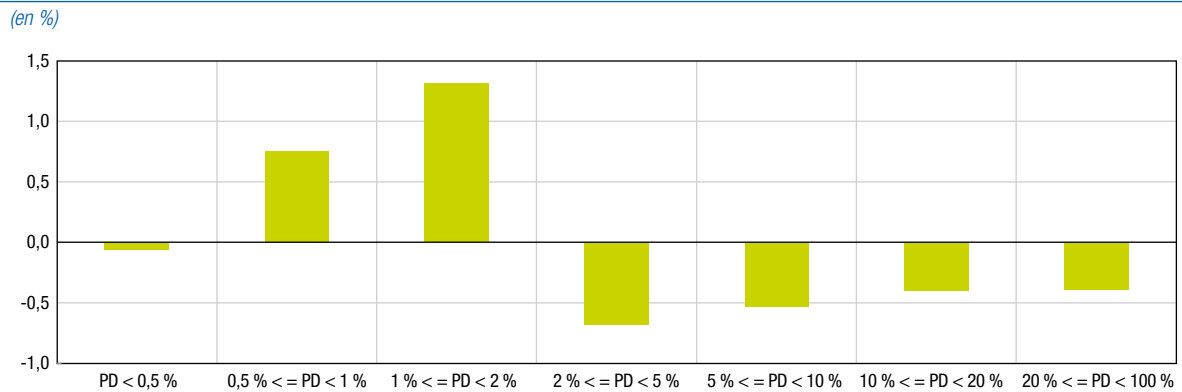
- **Évolution des conditions d'octroi de crédit**

Les résultats de l'enquête d'octobre 2017 de la Banque centrale européenne sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro³⁴ montrent que les conditions générales que les banques françaises ont appliquées à l'octroi de nouveaux prêts aux entreprises (c'est-à-dire les conditions et modalités du contrat de prêt) sont restées globalement inchangées lors du 3^e trimestre 2017 malgré un nouveau rétrécissement des marges sur les prêts aux entreprises ; cette dernière évolution est attribuable selon les banques à une pression concurrentielle forte. Concernant les prêts sur l'immobilier résidentiel, les banques ne reportent pas d'assouplissement significatif des conditions d'octroi sur le 3^e trimestre 2017.

³⁴ BCE, "Bank lending survey", Octobre 2017

Graphique 28

Variation de la part des expositions par segment de probabilité de défaut des banques françaises entre fin 2014 et juin 2017



Source : COREP, calculs ACPR. Note : échantillon des 5 grandes banques françaises et exclusion des expositions en défaut.

e. Des ratios de solvabilité et de liquidité en amélioration au cours du 1^{er} semestre 2017

Au cours du premier semestre 2017, le ratio CET1 agrégé des six principaux groupes français progresse de 30 points de base (pb) et atteint 13,6 % à fin juin 2017. Cette progression s'explique essentiellement par une légère hausse des fonds propres de base, faisant suite à la mise en réserve des résultats. Le niveau des RWAs reste relativement stable sur la période.

À fin juin 2017, le ratio de levier agrégé sans application des dispositions transitoires (« full Bâle III ») ressort en légère amélioration et s'élève à 4,8 % (en hausse de 10 pb par rapport à décembre 2016).

S'agissant des exigences de capacité d'absorption, le ratio TLAC agrégé des quatre G-SIBs françaises, en pourcentage des RWAs, enregistre une légère hausse et atteint 20,6 % à fin juin 2017. De même, le ratio TLAC en pourcentage de l'exposition levier augmente légèrement de 10 pb par rapport à fin décembre 2016 et s'établit à 6,7 %. Les écarts par rapport aux exigences du FSB qui s'appliqueront à partir de 2019 se sont fortement réduits ; ces exigences sont quasiment respectées pour les G-SIBs françaises dont la nouvelle liste a été publiée le 21 novembre³⁵, faisant apparaître un recul du niveau de systémicité de BNPP et de BPCE (qui n'est plus considéré comme un établissement systémique au niveau international³⁶ – mais le reste au plan national).

Le ratio de liquidité à court terme (LCR) demeure supérieur aux exigences minimales de 100 % pour tous les principaux groupes bancaires mais, au niveau agrégé, s'inscrit en légère baisse par rapport aux échéances précédentes ; le ratio agrégé atteint 130,4 % à fin juin 2017 contre 130,6 % à fin décembre 2016. Les six principaux groupes bancaires atteignent tous un niveau de NSFR supérieur à 100 %.

f. Évolution des modèles d'activité des banques françaises

L'adaptation des modèles d'activité des banques entamée depuis plusieurs années va devoir se poursuivre dans les prochains trimestres non seulement vers la diversification des sources de revenus mais aussi vers l'allocation des ressources en direction des activités présentant le potentiel de croissance le plus élevé et le ratio bénéfices/contraintes le

³⁵ Liste des G-SIB du FSB, novembre 2017

³⁶ https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/liste_eism_2017_au_titre_de_2016_0.pdf

plus favorable. Ces contraintes sont de plusieurs natures : impact des nouvelles réglementations (entrée en vigueur du NSFR en matière de liquidité, FRTB, MIF2) ; impact de la concurrence sur les marges.

La maîtrise des coûts constitue l'une des priorités stratégiques des banques françaises. Ceci s'est traduit par de nouveaux plans d'économies. Dans un environnement très concurrentiel, les banques vont rechercher une plus grande efficacité opérationnelle par l'accélération des investissements dans les nouvelles technologies. Un mouvement de restructuration visant la réduction du réseau d'agences est également en cours dans la banque de détail. Ces réorganisations génèrent des coûts à court terme et leurs effets ne se feront sentir qu'à moyen ou long terme.

3.2 RISQUES PESANT SUR LES ASSURANCES

Le **secteur de l'assurance dommages est confronté à des risques climatiques, financiers et commerciaux en augmentation**. Le coût des ouragans pourrait atteindre un chiffre proche de 100 milliards de dollars pour les réassureurs et les changements réglementaires (droit de résiliation des contrats d'assurance emprunteur et l'Accord national interprofessionnel de 2013 sur la généralisation des complémentaires santé pour les employés) et risquent d'accroître la pression concurrentielle sur les marges dans un contexte où les taux bas continuent de dégrader la rentabilité de l'actif. Pour autant, les (ré) assureurs disposent de marges financières confortables pour faire face à l'augmentation de ces risques à brève échéance.

À **plus long terme, un infléchissement du modèle d'affaire en assurance-vie est à l'œuvre**. L'infléchissement vers un plus grand transfert de risque aux assurés ainsi que le passage à une réglementation prudentielle fondée sur l'appréciation des risques (Solvabilité 2) devraient permettre de maintenir la résilience du secteur.

a. Rentabilité, résultats et tendances pour le secteur non-vie

• Quelle est l'évaluation de l'impact des récentes catastrophes naturelles faites par les (ré)assureurs ?

Les dégâts occasionnés par l'ouragan Irma au mois de septembre sur les îles de Saint-Martin et Saint-Barthélemy ont mis au centre de l'attention du public l'impact des catastrophes naturelles pour les assureurs. Selon la Fédération française d'assurance (FFA), suite au passage des ouragans Irma et Maria sur Saint-Martin, Saint-Barthélemy, la Martinique et la Guadeloupe, les assureurs ont enregistré à fin octobre 33 000 déclarations de sinistres pour un coût total estimé à 910 millions d'euros. Compte tenu de nombreuses déclarations tardives et de l'incertitude du coût final pour certains sinistres graves, ces chiffres sont susceptibles d'être revus à la hausse dans les prochaines semaines. Le montant total des sinistres déclarés pourrait ainsi atteindre 1,5 milliard d'euros (Source FFA). De fait, depuis plusieurs années, les catastrophes naturelles ont tendance à engendrer des coûts de plus en plus élevés : alors que depuis 2008, la moyenne annuelle des catastrophes naturelles s'établissait à 1,8 milliard d'euros en France, les intempéries de 2016 ont coûté 2,3 milliards d'euros. Par ailleurs, le coût des catastrophes naturelles pour le secteur de l'assurance pourrait atteindre des sommets en 2017, au niveau mondial.

Les assureurs disposent cependant de plusieurs mesures permettant de transférer une partie des risques pris, soit à des réassureurs soit via une couverture par des obligations particulières dont le remboursement est subordonné à la non survenance de cette catastrophe : les catastrophe bonds, ou *cat bonds*.

Les réassureurs sont particulièrement touchés par ces catastrophes naturelles de grande ampleur. Sur le troisième trimestre 2017, SCOR³⁷ estime son coût pour Irma, Harvey, Maria et les séismes au Mexique à 430 millions d'euros après rétrocessions et impacts fiscaux. De leur côté, les réassureurs allemands Munich Re et Hannover Re ont publié des avertissements concernant leur résultat. Munich Re, le deuxième réassureur mondial, pourrait ne pas atteindre son objectif d'un résultat net compris entre 2 et 2,4 milliards d'euros pour l'exercice 2017. Hannover Re a également indiqué qu'il risquait de ne pas atteindre son objectif d'un résultat net supérieur à 1 milliard d'euros pour l'exercice 2017.

Le recours au marché financier pour s'assurer contre les risques climatiques se développe depuis une dizaine d'années. Selon Artemis, à fin 2016, le niveau de capacité des *cat bonds*, soit le volume d'obligations permettant de couvrir le risque de catastrophes naturelles, s'élevait à 26,8 milliards de dollars. Le montant d'émissions s'est quant à lui élevé l'an dernier à 7,1 milliards de dollars.

En pratique, un assureur souhaitant se protéger contre une catastrophe naturelle peut par exemple émettre des *cat bonds*, dont le remboursement est subordonné à la non survenance de cette catastrophe. Par cette opération, l'assureur profite ainsi d'une solution alternative aux contrats de réassurance classique pour réduire son exposition aux très grands risques et préserver sa solidité financière. De leur côté, les investisseurs perçoivent des intérêts – souvent élevés – et trouvent une source de diversification pour leurs placements. Cependant suite aux récentes catastrophes naturelles, certains *cat bonds* seront exercés, réduisant leur rentabilité attendue, voire déclenchant des pertes. L'agence de notation S&P Global Ratings a notamment recensé 13 obligations catastrophes potentiellement soumises à des pertes du fait des dégâts causés par l'ouragan Irma. Plus généralement, les ouragans Harvey et Irma devraient permettre d'évaluer la robustesse de la réassurance alternative. L'indice *Swiss Re Cat Bond Price* qui vise à capturer le prix de marché des *cat bonds* a baissé de 16 %³⁸ début septembre en réaction à ces événements.

37 La Caisse centrale de réassurance (CCR) évalue à environ 1,2 milliard d'euros le coût des dommages assurés suite au passage de l'ouragan Irma sur les îles de Saint-Martin et de Saint-Barthélemy. En revanche, la CCR ne communique pas sur le coût qu'elle aura effectivement à supporter.
38 Source : Bloomberg.

Encadré 4

La modélisation des risques naturels

Les (ré)assureurs ont besoin de quantifier les risques que représentent les catastrophes naturelles et d'estimer les pertes qu'elles pourraient entraîner. Des modèles sont toutefois construits pour permettre d'accroître leur connaissance de ces types de risques, malgré l'imprévisibilité des phénomènes observés.

Traditionnellement, les premiers modèles de prévision des catastrophes naturelles dans le secteur de l'assurance étaient qualifiés de « modèles sur historiques » car fondés sur les données historiquement observées de fréquence de survenance et d'intensité des événements climatiques. Néanmoins, le climat n'étant pas stationnaire, ce d'autant plus dans la perspective d'un réchauffement climatique, l'analyse des seules données historiques s'avère insuffisante. C'est ainsi que se sont développés de nouveaux modèles d'anticipation des catastrophes naturelles pouvant être divisés en trois modules :

- le module aléas permet de caractériser l'événement climatique (inondation, intensité des pluies, localisation...).
- Ce module définit l'éventail des événements probables qui sont survenus ou qui pourraient survenir. Chaque événement est caractérisé par sa période de récurrence (ou fréquence) et ses principaux facteurs physiques de risque (par exemple, dans le cas d'une tempête, la vitesse du vent, le déplacement, la direction, la pression, etc.) ;

- le module vulnérabilité permet de convertir les dommages liés aux catastrophes naturelles en pertes monétaires ;
- le module finance permet de tarifier les produits d'assurance.

De plus, afin de mieux appréhender les risques climatiques à venir, l'interdisciplinarité est devenue indispensable pour les assureurs. Par exemple, la Caisse centrale de réassurance (CCR) a développé des partenariats avec des acteurs experts dans leur domaine comme Météo France.

- **Droit annuel de résiliation des contrats d'assurance emprunteur adossés à des crédits immobiliers : une baisse des tarifs attendue à partir du 1^{er} janvier 2018**

À compter du 1^{er} janvier 2018, tout emprunteur pourrait être autorisé à résilier le contrat d'assurance qu'il a souscrit pour garantir le remboursement du prêt³⁹. Cette nouvelle disposition, si elle est adoptée malgré le recours devant le Conseil constitutionnel déposé par les banques le 6 octobre dernier, s'inscrit dans la continuité des modifications apportées par les lois Lagarde en 2010 et Hamon en 2014⁴⁰ mais va plus loin puisqu'elle s'applique non seulement aux offres de prêts émises à compter de la date de publication de la loi, soit le 21 février 2017, mais surtout à l'ensemble des contrats d'assurance en cours d'exécution à compter du 1^{er} janvier 2018. L'objectif est de permettre aux emprunteurs de faire davantage jouer la concurrence en favorisant la délégation d'assurance auprès d'un assureur autre que celui proposé par défaut par l'établissement de crédit. Cette concurrence accrue pourrait entraîner une baisse des tarifs et donc des marges des assureurs. Les bancassureurs devront faire face à la pression des compagnies d'assurances traditionnelles, des courtiers voire des fintechs qui pourraient proposer des services d'aide au changement d'assurance et une offre simplifiée et plus digitalisée. À un horizon de deux ou trois ans, la plupart des emprunteurs intéressés devraient avoir effectué la substitution de leur contrat d'assurance. Ainsi, les prochains mois seront cruciaux et donneront une première indication significative de l'ampleur du phénomène. L'enjeu est de taille puisque en 2016, 87 % (5,8 milliards d'euros) des cotisations d'assurance des emprunteurs pour leurs prêts immobiliers (6,7 milliards d'euros) correspondaient à des contrats souscrits par un établissement de crédit pour le compte de ses clients contre seulement 13 % (0,9 milliard d'euros) au titre des contrats souscrits en délégation d'assurance.

- **Accord national interprofessionnel de 2013 : un risque de concurrence accru deux ans après l'entrée en vigueur de la généralisation de la complémentaire santé pour les salariés**

La loi de sécurisation de l'emploi adoptée le 14 juin 2013 et initiée par l'Accord national interprofessionnel (ANI) du 11 janvier 2013 engage les entreprises privées françaises dans la généralisation de la complémentaire santé pour leurs salariés. Ainsi, depuis le 1^{er} janvier 2016, toute société privée employant au moins un salarié (dirigeant compris) doit mettre en place un contrat collectif d'assurance santé complémentaire auquel tous ses salariés doivent obligatoirement adhérer (quelques dispenses d'adhésion sont prévues par la loi, pour les bénéficiaires de la CMUC ou de l'ACS par exemple). Les statistiques disponibles dans les états comptables indiquent que l'assurance individuelle a représenté 55 % (21 milliards d'euros) des primes d'assurance frais de soins en 2016 contre 45 % (17 milliards d'euros)

³⁹ En vertu de l'article 10 de la loi n° 2017-203 du 21 février 2017 ratifiant deux ordonnances sur les contrats de crédit aux consommateurs relatifs aux biens immobiliers à usage d'habitation et simplifiant le dispositif de mise en œuvre des obligations en matière de conformité et de sécurité des produits et services.

⁴⁰ Pour mémoire, la loi Lagarde a permis à tout emprunteur de contracter une assurance de prêt auprès de l'établissement de son choix. Ainsi, depuis le 1^{er} septembre 2010, l'établissement de crédit doit informer l'emprunteur qu'il peut souscrire l'assurance auprès de l'intermédiaire de son choix dès lors que celle-ci présente un niveau de garanties équivalent au contrat proposé par l'établissement de crédit. De plus, depuis le 26 juillet 2014, la loi Hamon offre la possibilité aux emprunteurs de changer d'assurance de prêt sans frais ni pénalités pendant les 12 mois qui suivent la signature de l'offre de prêt. Cela permet de donner un nouveau temps de réflexion aux contractants pour éventuellement changer d'assurance emprunteur à condition qu'elle présente un niveau de garanties équivalent.

pour la partie collective. De plus, le ratio sinistres sur primes de l'assurance frais de soins est plus favorable aux organismes d'assurance en assurance individuelle (78 %) qu'en assurance collective (91 %). Les évolutions de ces indicateurs doivent faire l'objet d'une surveillance accrue, car les organismes positionnés sur l'assurance santé individuelle pourraient enregistrer une baisse de leurs primes sans être à même d'ajuster proportionnellement leurs frais. La baisse de la collecte pourrait aller jusqu'à mettre en péril la pérennité de certains organismes. De plus, les organismes mieux représentés sur le marché des contrats collectifs pourraient de leur côté sous-estimer les tarifs pour être plus concurrentiels, dégradant ainsi leur ratio de sinistralité et à terme leur rentabilité.

b. Rentabilité, résultats et tendances pour le secteur vie

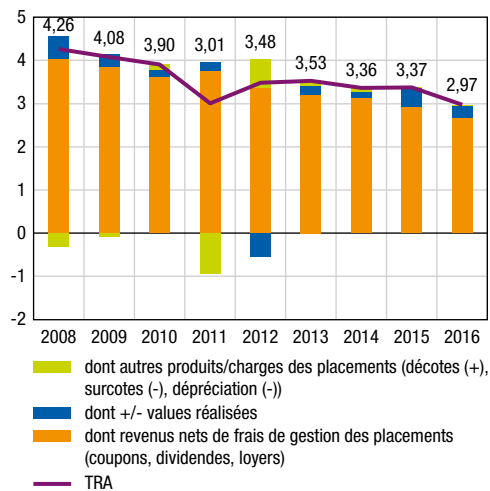
• Environnement de taux bas : les assureurs-vie s'adaptent mais de nouveaux risques émergent

Après une certaine stabilité depuis 2013, le taux de rendement de l'actif (TRA) baisse significativement en 2016. Directement impacté par la baisse des revenus récurrents correspondant aux coupons obligataires, le TRA enregistre une baisse significative en 2016 à 2,97 % contre 3,37 % en 2015 (Graphique 29). Le TRA varie fortement d'un organisme à l'autre, en fonction notamment de l'ancienneté du portefeuille et de la politique de réalisation de plus ou moins-values. Globalement, la réalisation de plus-values continue de soutenir le TRA mais dans une moindre mesure qu'en 2015.

Graphique 29

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

(en %)



Source : Données comptables (périmètre : Top 16).

Sous l'hypothèse forte d'un réinvestissement des titres à taux fixe arrivant à échéance dans des obligations à taux 0 %, le TRA continuerait de diminuer à un rythme de l'ordre de 20 points de base par an sur un horizon de dix ans⁴¹ (Graphique 30).

Par ailleurs, la baisse des taux de revalorisation s'accélère.

Bien que les distributions de participation aux bénéfices puissent découler de clauses contractuelles contraignantes ou par l'obligation réglementaire d'une distribution des bénéfices dans les huit ans (via le mécanisme de mise en réserve – la provision pour participation aux bénéfices ou PPB – pour une distribution différée dans le temps), **le taux de revalorisation des contrats garantis en euro a**

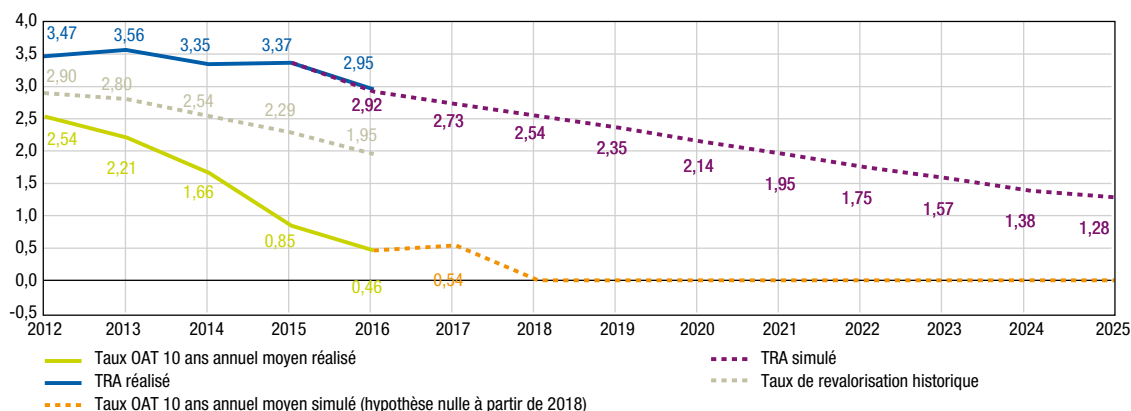
⁴¹ Le taux de rendement à l'actif, provenant des placements hors ceux en représentation des contrats en unités de compte, est projeté sur l'horizon 2016 à 2025 à partir des placements titres à titres à fin 2015, pour les 15 principaux organismes d'assurance vie ou mixtes. Les hypothèses suivantes encadrent les simulations :

- courbe des taux OAT 10 ans prolongée à 0 % ;
- deux types d'actifs sont considérés : les actifs amortissables à coupons fixes et les autres (actifs amortissables à coupons variables et actifs non amortissables) ;
- réinvestissement des liquidités (titres à taux fixes arrivant à échéance, revenus des placements) issues des placements en portefeuille entre les deux types d'actifs de sorte à conserver une stratégie d'allocation d'actifs constante ;
- collecte nette annuelle nulle ;
- conservation des titres non remboursables (absence de réalisation de PMV), absence de risque de crédit avéré portant sur les émetteurs des titres amortissables à coupons fixes, non variation de la valeur nette comptable des autres titres en portefeuille ;
- produits financiers sur actifs amortissables à coupons variables et actifs non amortissables calculés sur la base d'un taux constant et égal à sa valeur observée sur la période 2014-2015 ;
- part des frais des placements dans le TRA constante sur l'horizon de projection, égale à la moyenne 2014-2015.

Graphique 30

Projection du TRA (hors unités de compte)

(en %)



Source : Données comptables pour TRA et déclaratives pour taux de revalorisation (périmètre : Top 15).

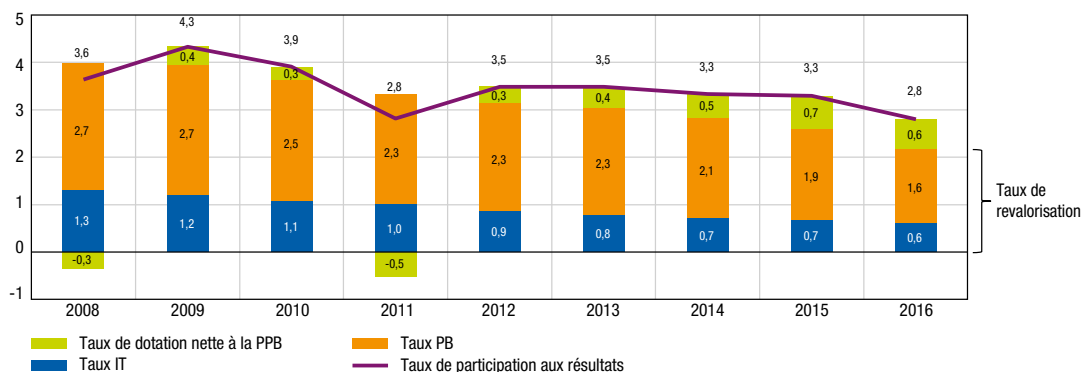
Note : La projection du taux de revalorisation dépendant de stratégies propres aux assureurs, elle ne peut être réalisée à partir des seuls éléments de passifs.

fortement baissé en 2016 (2,2 % contre 2,6 % en 2015, Graphique 31)⁴². La contrainte liée aux intérêts techniques continue notamment de baisser progressivement : environ 80 % des provisions mathématiques des contrats d'assurance-vie ont un taux d'intérêt technique inférieur à 0,5 % en 2016⁴³. Dans le même temps, la dotation nette à la PPB est restée proche de celle observée en 2015 (0,63 % vs 0,69 %). Ainsi, **le stock de PPB a augmenté pour la 5^e année consécutive** tant en valeur absolue qu'en pourcentage des provisions mathématiques. Il est passé de 2,8 % des provisions mathématiques à fin 2015 à 3,5 % à fin 2016. D'une manière générale, la participation aux résultats des portefeuilles les plus anciens est souvent plus forte en raison à la fois de taux techniques plus élevés et d'actifs aux rendements supérieurs.

Graphique 31

Décomposition de la participation aux résultats depuis 2008

(en %)



Source : Données comptables (périmètre : Top 16).

Note : Par souci de cohérence, PPB (provisions pour participation aux bénéfices) et réserve de capitalisation en proportion des PM (provisions mathématiques) et PMVL (plus ou moins-values latentes) en proportion de la valeur nette des placements.

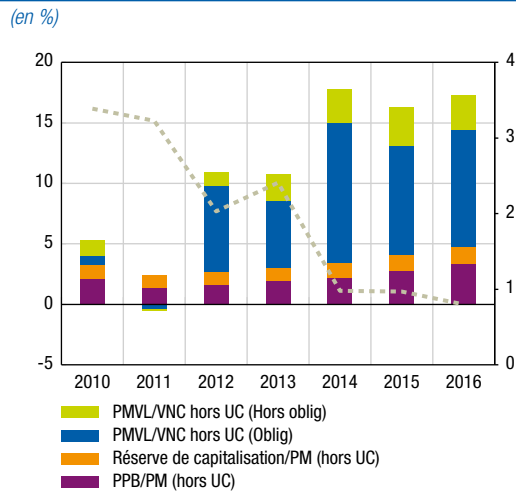
42 En raison de décalages comptables, le taux de revalorisation calculé ici diffère de celui déclaré par les organismes.

43 Voir sur ce sujet l'Analyses et Synthèses n° 84.

- **Les fortes plus-values latentes obligataires baisseraient nettement en cas de remontée brutale des taux :**

Graphique 32

Historique du niveau de richesse des assureurs



Source : Données comptables (périmètre : Top 16).

Le niveau de richesse des assureurs a fortement progressé depuis 2011 (Graphique 32). Toutefois, les plus-values latentes obligataires, très fortes depuis 2014, connaîtraient une nette diminution en cas de remontée importante des taux. Dans cette éventualité, la réserve de capitalisation permettrait cependant d'absorber une partie des éventuelles moins-values réalisées en cas notamment de vague de rachat. À l'image du taux de rendement de l'actif et du taux de participation aux résultats, le niveau de richesse est inégal selon les organismes, en raison, en partie, de l'ancienneté des portefeuilles.

- **Les mesures de pilotage mises en place par les assureurs font émerger de nouveaux risques**

Une partie des mesures concerne la souscription des contrats en euros avec la baisse de la garantie en capital sur les nouveaux contrats (garantie d'un capital brut de frais), l'augmentation des droits d'entrée et des prélèvements annuels au titre des frais de gestion, la

baisse du commissionnement et la renégociation de certains contrats. Dans le même temps, les assureurs mettent l'accent sur l'augmentation de la proportion des unités de compte dans la collecte (à fin septembre 2017, en cumul depuis le début de l'année, la collecte nette sur les supports rachetables en unités de compte s'établissait à près de 20 milliards d'euros contre une décollecte d'environ -14 milliards d'euros pour les supports euros –ces derniers représentant cependant toujours 80 % des encours d'assurance-vie) ce qui permet le transfert du risque financier aux assurés et une amélioration mécanique du ratio de solvabilité via la prise en compte de produits futurs supplémentaires. Enfin, certains assureurs diversifient leurs risques en réorientant leur activité vers l'assurance santé et la prévoyance.

Du côté des **mesures concernant l'actif**, certains assureurs augmentent la part des actions, de titres non cotés, d'immobilier ou encore de projets d'infrastructure afin d'améliorer le rendement de leurs placements. Ils recherchent également de la rentabilité sur les obligations en allongeant la maturité, en augmentant l'exposition aux obligations d'entreprises et via une plus grande diversification géographique. Les assureurs mettent également en place une politique de couverture du risque de taux à la hausse par l'utilisation de produits dérivés notamment. Enfin, certains réalisent systématiquement une quote-part des plus-values latentes générées dans l'année.

Ainsi, il y a une prise de conscience générale de l'industrie (gestion du bilan, politique de souscription...) des risques liés aux niveaux très bas des taux et à une possible remontée brutale de ces derniers⁴⁴. Toutefois, **les mesures mises en place peuvent faire émerger de nouveaux risques**. C'est le cas notamment du risque commercial lié à la promotion des unités de compte et à la renégociation des contrats qui nécessitent une vigilance accrue sur le respect des règles en matière de devoir de conseil. La forte concurrence sur l'assurance santé et prévoyance s'accompagne par ailleurs d'un risque de perte de marge. De plus, le risque financier augmente avec la politique de placements axée sur la recherche de rendement.

⁴⁴ Voir l'ERS du 1^{er} semestre 2017.

Enfin, de nombreuses incertitudes entourent l'efficacité de ces mesures : incertitude sur le comportement des assurés, diminution progressive des rendements obligataires et inertie du bilan, conséquence d'une remontée des taux d'autant plus importante que la situation de taux bas perdure. De surcroît, ces incertitudes se trouvent amplifiées dans le contexte actuel de réforme de la fiscalité.

- **L'impact de la modification du cadre fiscal et réglementaire sur le comportement des assurés demeure incertain**

La baisse de la collecte nette observée sur les placements en assurance-vie depuis septembre 2016 (Graphique 33) semble être prioritairement liée à la stratégie commerciale des assureurs (orientant les assurés vers les unités de compte), à laquelle s'est ajouté l'impact de la loi Sapin 2 sur la limitation temporaire des rachats en fin d'année 2016. Les mesures fiscales prévues dans la loi de finances pour 2018 sont également de nature à influencer les détenteurs de contrats d'assurance-vie.

En effet, la loi de finances 2018 introduit un prélèvement forfaitaire unique (PFU) de 30 % quelle que soit la durée de détention du contrat. Cela revient donc à réduire la fiscalité des contrats de maturité inférieure ou égale à huit ans et d'augmenter celle des contrats de plus de huit ans. Le relèvement de 24,7 % à 30 %, de l'imposition des contrats de plus de huit ans ne s'applique toutefois qu'aux personnes seules détenant plus de 150 000 euros de contrats d'assurance-vie et aux couples détenant plus de 300 000 euros. Si l'assiette visée est large (environ 60 % des encours de contrats selon des calculs réalisés à partir des données de l'enquête Patrimoine de l'Insee 2014), le surplus de taxation restera très marginal : les nouvelles règles fiscales ne s'appliqueront qu'au produit des versements intervenus à compter du 27 septembre 2017 quand les montants disponibles sur les contrats d'assurance-vie excèdent le seuil des 150 000/300 000 euros. En outre, les abattements sur les gains des contrats d'assurance-vie (4 600 euros renouvelables chaque année pour une personne seule, 9 200 euros pour un couple) seront maintenus.

Ainsi, la mise en place du PFU pourrait malgré tout avoir pour effet de réduire la durée moyenne de détention des contrats, la nouvelle fiscalité incitant beaucoup moins à une détention longue. Une diminution de la durée des passifs des assureurs les conduirait à modifier leurs allocations d'actifs en conséquence.

Au-delà de l'impact fiscal qui paraît faible, la rémunération des contrats pourrait être un déterminant beaucoup plus important des flux de collecte des prochains mois. La baisse constante de la revalorisation des contrats d'assurance-vie en euros (qui en dix ans est passée de 4,10 % à 1,93 % pour les contrats individuels) pourrait conduire à une moindre attractivité de ces produits vis-à-vis d'autres supports d'épargne, moins inertes en cas de remontée des taux.

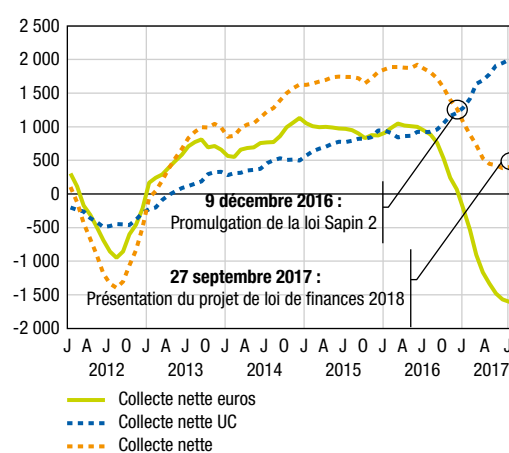
c. Premières constatations sur la mise en œuvre de Solvabilité II

Le cadre prudentiel Solvabilité II, issu de la directive du même nom votée par le Parlement européen le 22 avril 2009 et entrée en application le 1^{er} janvier 2016 s'applique en France aux trois quarts des assureurs, qui représentent plus de 99% des actifs du marché

Graphique 33

Évolution de la collecte nette mensuelle des supports rachetables (moyenne 12 mois glissants)

(EUR millions)



Source : Données ACPR – collecte hebdomadaire des flux d'assurance-vie.

français de l'assurance. **Il place la gestion des risques au cœur du système prudentiel applicable aux assurances.** Il se caractérise notamment par des exigences prudentielles visant à mieux refléter les risques supportés par les organismes d'assurance selon trois piliers :

- la valorisation, en valeur de marché, des provisions techniques et deux niveaux d'exigences en capital (MCR et SCR, ce dernier s'évaluant en fonction du profil de risque de l'assureur) constituent le pilier 1;
- le pilier 2 énonce les règles à respecter en matière de gouvernance, y compris celles relatives aux placements (selon le principe de la personne prudente);
- le pilier 3 énonce les exigences en matière d'information prudentielle et de publication. Enfin, Solvabilité II introduit un contrôle renforcé des groupes d'assurance.

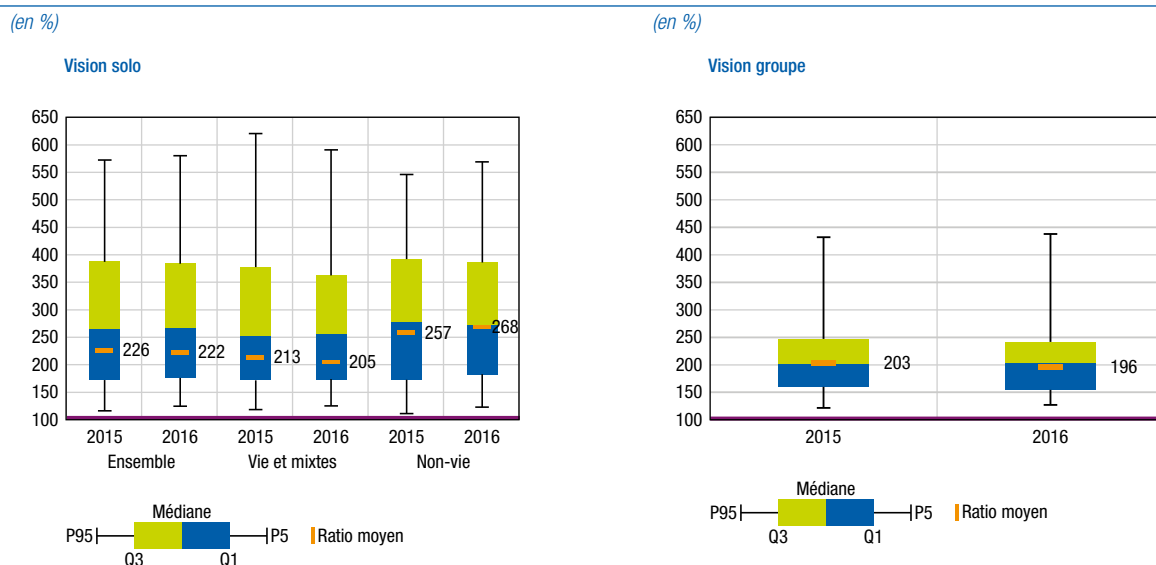
• **Le passage à Solvabilité II n'a pas entraîné de « choc » de solvabilité**

Le premier reporting annuel sous Solvabilité II (à fin 2016) révèle un niveau de solvabilité du marché confortable⁴⁵ (Graphique 34).

Les taux de couverture moyens de l'exigence en capital (SCR – *Solvency Capital Requirement*) ont peu évolué entre 2015 (reporting d'ouverture lors de la mise en place de Solvabilité II) et fin 2016 et restent très largement supérieurs à 100 % : fin 2016, ils s'établissent à 222 % en vision solo et à 196 % en vision groupe. Les situations individuelles sont très variables : si certains organismes se maintiennent proches des 100 % de couverture, d'autres conservent des montants de fonds propres couvrant jusqu'à cinq ou six fois leur exigence en capital. En particulier, les organismes exerçant une activité non-vie sont caractérisés par des taux de couverture du SCR globalement supérieurs à ceux des organismes vie, qui conservent des montants de fonds propres plus

Graphique 34

Taux de couverture du SCR des organismes et groupes d'assurance soumis à Solvabilité 2 au 31/12/2016



Périmètre : ensemble des organismes S2, taux de couverture calculé en tenant compte des mesures transitoires et de la correction pour volatilité.
Source : ACPR.

⁴⁵ Les 494 organismes d'assurance établis en France et soumis sur base sociale (« solo ») à Solvabilité II au 31 décembre 2016 représentent 99,9 % du total de bilan du secteur.

proches de l'exigence réglementaire (notamment, le mécanisme de la participation aux bénéfices conduit à un lissage du taux de couverture du SCR à travers le temps).

Pour les 153 organismes qui demeurent soumis à Solvabilité I, la couverture de l'exigence minimale de marge de solvabilité s'établit à des niveaux beaucoup plus élevés que ce qui était observé auparavant. En effet, la population se limite désormais à des organismes de très petite taille, qui se ménagent une marge de manœuvre plus importante en raison de la volatilité de leur risque. Elle est également composée essentiellement de mutuelles, qui conservent leurs résultats dans leur structure et disposent ainsi de fonds propres en général très importants.

• Bilan des premières publications

La mise en œuvre de Solvabilité II s'est caractérisée par une augmentation des exigences de reporting pour les assureurs : les données à produire sont plus nombreuses, plus complexes et à remettre plus fréquemment. Or, la qualité des données fait partie intégrante de la cartographie des risques. Cette dimension est de plus en plus intégrée par les organismes d'assurance. Du point de vue de l'ACPR également, les données quantitatives fournies annuellement et trimestriellement sont soumises à des contrôles de cohérence qui visent à fiabiliser l'information délivrée.

L'année 2017, avec les premières remises complètes de plein exercice (aussi bien du reporting quantitatif que narratif), a représenté un véritable enjeu. Des progrès sont encore nécessaires, tant du point de vue des systèmes d'information des assureurs que de la capacité du superviseur à recevoir et traiter les données, afin de disposer d'une information d'une qualité optimale et pertinente.

Fait nouveau avec Solvabilité II, les assureurs sont soumis à des exigences de publication, afin d'améliorer la transparence de leurs choix stratégiques. L'information consultable par le public, sous la forme d'un rapport nommé SFCR (*Solvency and Financial Condition Report*), reste cependant perfectible. Parmi les points particuliers d'attention, figurent la consistance et la cohérence globale des informations portées à la connaissance du public (publication parfois difficile à localiser sur le site internet de l'organisme, précision insuffisante des données relatives à l'impact des mesures du paquet branches longues, absence des états limitativement énumérés en annexe, etc.).

À cet égard, si les principaux acteurs du marché paraissent globalement plutôt respectueux des obligations de conformité, sur l'ensemble du marché, il demeure une proportion significative de failles de conformité (rapports non remis, non signés, incomplets, absence totale ou partielle des états annexés, publication internet défailante, etc.). Au-delà des seuls attendus réglementaires, qui fixent le plan et une partie du contenu, certains rapports apparaissent relativement désincarnés et peu accessibles pour un public non averti.

Ce constat est démontré par des rapports qui n'illustrent pas suffisamment l'activité, le fonctionnement, la gouvernance ou le profil de risques de l'organisme ou du groupe. Par ailleurs, les informations délivrées ne sont pas suffisamment granulaires et une mise en perspective des données de l'exercice avec les exercices passés et futurs est souhaitable. Sont également absentes de certains rapports publics les informations sur la politique et les pratiques de rémunération (dont les régimes de retraite anticipée et complémentaire de l'organe de gouvernance de l'organisme ou groupe). Enfin, les modalités d'accès des responsables de fonctions clés aux dirigeants effectifs ne sont pas toujours suffisamment décrites.

Ce constat est par ailleurs conforté par l'examen approfondi des SFCR d'organismes bénéficiant d'un modèle interne qui confirme une conformité relative, en dépit

d'insuffisances variées, mais surtout une grande hétérogénéité dans le niveau de détail de l'information délivrée au public. En particulier, il est apparu que la granularité des informations fournies peut être améliorée pour saisir les principaux enjeux et choix méthodologiques des modèles internes des organismes d'assurance.

Le SFCR n'est donc pas encore uniformément l'instrument de discipline de marché voulu par les législateurs. Cette première publication n'a fait l'objet que de peu de réactions du point de vue des observateurs qui semblent avoir eu une attitude attentiste : leurs exigences pourraient cependant augmenter au fil des ans.

3.3 DIGITALISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES, BANQUE OUVERTE ET CYBER-RISQUE

a. Vers une analyse des conséquences systémiques du cyber-risque

Les institutions financières sont la cible favorite des cyber-attaques (36 % des cas d'attaques passés en revue par FireEye en 2016 pour la région Europe Moyen-Orient⁴⁶), une tendance observable depuis plusieurs années. Or le coût de la cybercriminalité pour l'économie mondiale, de l'ordre de 450 milliards de dollars en 2016⁴⁷, est considérable et devrait augmenter exponentiellement⁴⁸.

Le cyber-risque, risque de perte – avérée ou potentielle – résultant d'une organisation inadéquate, d'un défaut de fonctionnement, ou d'une insuffisante sécurité du système d'information, prend de l'ampleur. Initialement risque opérationnel d'ordre idiosyncrasique pesant inégalement sur les institutions (l'incidence pour les activités de détail étant

Graphique 35

Le risque informatique devient systémique par la combinaison de trois facteurs¹⁾

Évolution de la nature du risque	Interconnexions entre les systèmes d'information	Innovations technologiques et prépondérance des prestataires
<ul style="list-style-type: none"> Des attaques qui visent les environnements informatiques des institutions (et plus seulement les équipements des clients) pour les voler et/ou pour les détruire Des procédés qui eux-mêmes se complexifient : <i>Dark Net</i>, <i>social engineering</i>, <i>Exploit Kits</i>, puissance de calcul informatique plus forte, préparation inadéquate des employés en interne à l'utilisation des outils informatiques... 	<ul style="list-style-type: none"> Entre les acteurs : présence au sein d'un même groupe, relations interbancaires, (ré)assurance, externalisation, caractère intrinsèquement systémique de certains acteurs... Nature transfrontalière des outils/ infrastructures utilisés (Internet, réseau SWIFT, chambres de compensation...) eux-mêmes systémiques 	<ul style="list-style-type: none"> Arrivée de nouveaux intermédiaires et technologies (FinTech ou GAFA/BATX), zones de fragilités supplémentaires possibles en lien avec les institutions financières Croissance du recours à l'externalisation par des services de <i>Cloud Computing/Big Data</i>, impliquant des flux numérisés d'informations essentielles qui peuvent être interceptées et moins aisément contrôlables par les entités clientes souvent tributaires de leurs prestataires

Source : Banque de France.

1) *Éléments définitionnels* : Social engineering : manipulation à des fins d'escroquerie, comme les « rançongiciels » ou l'hameçonnage ; Exploit Kits : outils permettant d'exploiter des failles de sécurité dans un système d'exploitation ou un logiciel ; SWIFT : Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, système de traitement des opérations bancaires internationales ; GAFA / BATX : Google, Amazon, Facebook, Apple / Baidu, Alibaba, Tencent et Xiaomi ; Cloud Computing : voir « Les risques associés au Cloud computing », Analyses et synthèses n°16, Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution, juillet 2013

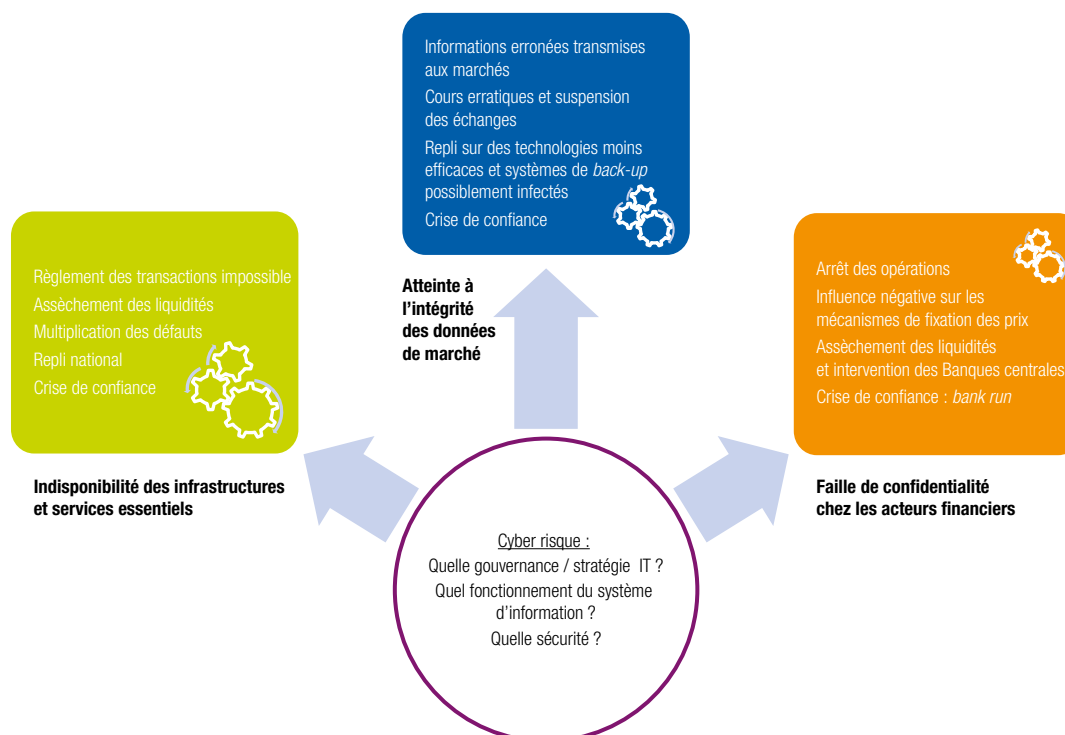
46 Rapport M-Trends 2017. Au niveau mondial, un cinquième des attaques viseraient le secteur de la Finance, premier secteur touché devant les administrations et les collectivités (9 %).

47 Selon l'assureur Hiscox Insurance.

48 Le cabinet Cybersecurity Ventures avance le chiffre de 6 000 milliards d'USD à l'horizon 2021.

Graphique 36

Canaux de transmission du cyber-risque au système financier



Source : Banque de France, Conseil de Stabilité Financière, Office of Financial Research.

notamment relative à la réputation), il évolue vers un niveau d'importance systémique pour au moins trois raisons : i) une augmentation des capacités de nuisance liée à l'évolution de la nature du risque, ii) les interconnexions entre les systèmes d'information des institutions financières et des infrastructures de marché et iii) les innovations technologiques et la place de plus en plus prépondérante des prestataires techniques (Graphique 35).

De surcroît, si le cyber-risque est au départ un risque opérationnel pour une entité, il peut avoir des conséquences en cascade sur l'ensemble du système financier via au moins trois canaux de transmission pouvant entraîner une perte de confiance voire un risque de *run* : i) l'indisponibilité d'infrastructures et de services critiques, ii) l'atteinte à l'intégrité des données de marché et iii) des failles de confidentialité (Graphique 36).

Il faut enfin remarquer qu'il n'est pas nécessaire que la faille initiale provienne d'un acteur systémique ou d'un opérateur d'importance vitale (OIV) pour provoquer une réaction en chaîne. À titre d'exemple, une attaque simultanée de plusieurs acteurs différents peut en effet tout autant affecter le système financier.

Plusieurs instances internationales ont publié ou commencé à travailler sur des orientations visant à garantir la résilience des systèmes et des acteurs financiers et à amoindrir l'incidence du risque informatique (G7, Banque des règlements internationaux, Association internationale des contrôleurs d'assurance, Organisation internationale des commissions de valeurs...). Anticiper le cyber-risque revient, pour les établissements financiers, en particulier à veiller à la gouvernance, au fonctionnement et à la sécurité de leurs systèmes d'informations, donc à former leurs effectifs.

b. La « banque ouverte », favorisée par l'arrivée de la DSP2, pose de nouveaux défis en matière de cyber-risque

Ouvrir l'accès aux données bancaires, les faire circuler plus facilement et connecter les systèmes d'information des banques avec l'extérieur doit permettre de répondre à l'évolution des pratiques et des besoins. La seconde directive sur les services de paiement dite « DSP2 », qui entrera en vigueur en 2018, promeut autant qu'elle encadre ces transformations (Encadré 5). Pour autant, il importe de bien anticiper les défis en matière de cyber-sécurité que pose le modèle de « banque ouverte », dont deux sont particulièrement saillants :

- un risque sur la protection des données. Les données personnelles, y compris les données sensibles de paiement, historiquement confinées chez les établissements gestionnaires de compte pourront être légalement partagés avec les agrégateurs (légalement appelés les prestataires de services d'information sur les comptes) ou les initiateurs de paiements. Il appartiendra donc à ces acteurs tiers de se conformer rigoureusement aux exigences de protection des données portées par la DSP2 et par le nouveau règlement européen sur la protection des données personnelles qui entrera en vigueur en mai 2018 (RGPD). À noter que ce dernier règlement ne couvre toutefois que les données personnelles des personnes physiques et nullement les données des personnes morales comme les entreprises ou les associations qui sont aussi concernées par DSP2.
- d'autre part, un risque sur la sécurité des systèmes d'information. Premièrement, les acteurs tiers représentent de potentielles cibles pour les cyber-attaques, dans la mesure où ces acteurs recueillent et stockent un grand nombre de données sensibles (et notamment les identifiants de banque en ligne et mots de passe). Deuxièmement, la DSP2 implique une interconnexion régulière entre les établissements gestionnaires de comptes, les acteurs tiers et les utilisateurs. Ces interconnexions représentent de potentiels points de passage pour les cyber-attaques ou zones de fragilité pour la sécurité des systèmes d'information. La DSP2 prévoit l'obligation de procédures d'authentification forte de l'utilisateur au moyen d'interfaces sécurisées (*Application Programming Interface*, API) mais les modalités doivent être précisées par une norme technique réglementaire (*Regulatory technical standards*, RTS) qui ne sera pas applicable avant le second semestre 2019⁴⁹.

À terme, tout l'enjeu consiste à assurer un cadre de communication sécurisée entre les différentes parties sans remettre en cause la facilité d'usage de ces nouveaux services. À court terme, il s'agit d'assurer la maîtrise des risques de cybersécurité pendant cette période transitoire de 18 mois. C'est en raison de ces risques multiples pour la cybersécurité que l'ensemble des établissements financiers, y compris les nouveaux acteurs régulés dans le cadre de la mise en œuvre de DSP2, sont invités à prendre en compte les recommandations publiées par l'ACPR sur l'utilisation du *cloud computing* en juillet 2013⁵⁰ ainsi que les projets de recommandations de l'Autorité bancaire européenne (ABE)⁵¹

49 Le RTS, qui devrait être adopté fin 2017 ou début 2018, prévoit une période transitoire de 18 mois.

50 « Les risques associés au Cloud computing », *Analyses et synthèses* n° 16, Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution, juillet 2013.

51 European Banking Authority, *Recommendations on outsourcing to cloud service providers*, ABE/CP/2017/06.

Encadré 5

La directive DSP 2 en bref

La DSP2 cherche ainsi à promouvoir tout à la fois la concurrence, la compétitivité et la sécurité des services de paiements sur le marché européen. Elle permettra en particulier d'encadrer des activités à risque fournies jusqu'à présent par des acteurs non régulés. Ainsi, à compter de 2018, les agrégateurs de comptes, qui auront été enregistrés par l'ACPR ou par des autorités européennes équivalentes, pourront, en se fondant sur le consentement explicite du client, collecter gratuitement les informations contenues sur les comptes de paiement en recourant à l'interface de connexion (*Application Programming Interface*, API) que doivent mettre à disposition les prestataires de services de paiement gestionnaires de compte (c'est-à-dire les établissements de crédit, les établissements de paiement ou les établissements de monnaie électronique). Tandis que la DSP2 ne couvre que les comptes de paiement, il est cependant noté que les services d'agrégation proposés sur le marché français couvrent dans les faits une variété assez large de comptes et de produits (crédit, épargne, assurance-vie etc.). D'autre part les initiateurs de paiement, l'autre catégorie reconnue et encadrée par la DSP2, qui auront été agréés par l'ACPR, ou qui auront accompli les formalités du passeport européen pour agir en France, permettront à leurs utilisateurs de régler des achats en ligne par virement par exemple.

3.4 QUEL AVENIR POUR LA TITRISATION EN EUROPE ?

- **Le nouveau cadre réglementaire promeut une titrisation saine et transparente**

Stigmatisée depuis la crise financière de 2007-2008, la titrisation connaît récemment des évolutions réglementaires dont l'objectif est de relancer un marché atone⁵² (Graphique 38), notamment en introduisant un nouveau cadre européen qui vise à favoriser l'émergence de produits plus simples, transparents et standardisés (ci-après « STS ») permettant aux établissements investisseurs de bénéficier d'un allègement des charges en capital conforme à la révision des pondérations bâloises en juillet 2016⁵³.

L'adaptation du droit communautaire s'est inscrite dans le contexte plus général de l'UMC et se décline en deux règlements adoptés le 26 octobre 2017 par le Parlement européen :

- le premier, dit « règlement transversal », modifie plusieurs textes sectoriels (banques, assurances et marchés) avec (i) une harmonisation des définitions, (ii) une simplification des règles de diligence, (iii) la mise en œuvre de l'approche « directe » pour la rétention du risque par l'initiateur ; ce règlement précise par ailleurs les critères d'auto-certification ou tiers-certification des titrisations labélisées « STS »;
- le second, modifiant le règlement n° 575/2013 (« CRR ») est spécifique au secteur bancaire et met en place dans l'Union européenne le nouveau cadre prudentiel sur les méthodes de calcul de fonds propres réglementaires. En particulier, il définit la hiérarchie des approches à utiliser en fonction de la situation de l'investisseur et des caractéristiques de l'opération et précise le traitement prudentiel général ainsi que celui, plus favorable, appliqué aux titrisations STS.

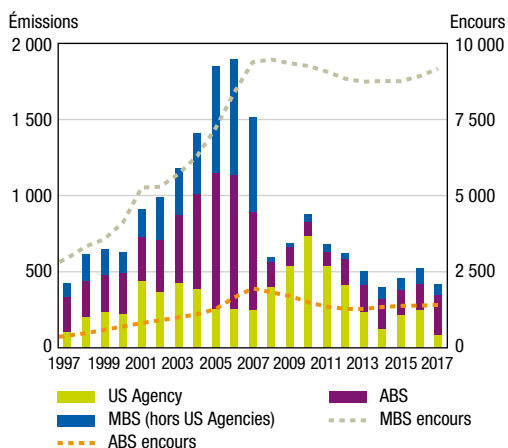
Ce nouveau cadre réglementaire européen vise à renforcer, par ce label STS, la confiance des investisseurs en créant des obligations de transparence supérieures à celles du cadre actuel. Il existe cependant une tension entre (i) le souhait des investisseurs comme des initiateurs d'obtenir avec certitude le label STS rattaché à leurs opérations, notamment

⁵² Le montant des émissions annuelles de la titrisation au niveau mondial reste modeste en 2016 et peine à atteindre 900 milliards de dollars soit moins du tiers du montant de l'année 2006.

⁵³ BCBS, "Revisions to the securitisation framework", décembre 2014

Graphique 37

Émissions et encours (USA) en milliards d'USD



Sources : Dealogic, SIFMA.

du fait des conséquences sur la réputation, de l'impact en termes de coûts encouru par une requalification de l'opération en cas de non-respect des critères requis⁵⁴ et (ii) l'objectif du régulateur de responsabiliser les acteurs du marché (publications sincères pour les initiateurs et obligations de *due diligence* pour les investisseurs).

Il convient de noter que les titrisations synthétiques ne bénéficient en général pas du cadre STS⁵⁵ alors qu'elles représentent pourtant une part significative des titrisations avec transfert significatif de risque actuellement réalisées par les banques françaises dans la zone euro.

• **Le marché européen demeure atone**

L'appréciation de l'évolution des émissions de titrisation postcrise, suite à la mise en œuvre de ce nouveau cadre européen, est à ce stade difficile

à anticiper du fait (i) de l'atonie du marché primaire, (ii) de la part importante des titrisations « hors marché », soit sous forme de titrisations classiques initiées dans le seul but du refinancement Eurosysteme, soit sous forme de titrisations synthétiques qui permettent un gain « immédiat » en capital réglementaire.

Le marché de la titrisation reste déprimé en Europe avec environ 200 milliards d'euros d'émission publique en 2016⁵⁶, principalement au Royaume-Uni (34 milliards d'euros) et en Allemagne (10 milliards d'euros). Une part importante des prêts titrisés est conservée au bilan de la banque émettrice (68 % en 2016) et fournit aux banques une source de collatéral pour le refinancement auprès de l'Eurosysteme. Les émissions restent à un niveau inférieur au niveau pré-crise et ne compensent pas les tombées des titres remboursés. En conséquence, l'encours en zone euro est en recul depuis 2009 (Graphique 38).

En outre, on observe un retour de la titrisation synthétique en Europe, principalement « hors marché » : l'émission de titrisation synthétique bilatérale est estimée à 94 milliards d'euros en 2016 (contre 60 en 2015). Ce phénomène n'est cependant pas observé au sein des organismes de titrisation de droit français, où ce type de montage ne représente que 0,1 % de leur total bilan⁵⁷.

• **Un marché français plus lisible grâce à un cadre réglementaire rénové**

S'agissant du marché français, l'encours est quasiment stable depuis quatre ans (228 milliards d'euros à fin juin 2017⁵⁸ dont 22 % sont éligibles aux opérations de refinancement de la BCE). Cet encours incorpore des véhicules émettant des titres non subordonnés et ayant le même niveau de séniorité, ce qui représente un périmètre plus large que les seuls véhicules répondant aux acceptations bâloises et européennes de la titrisation⁵⁹, plus conservatrices. S'agissant de la nature des sous-jacents en France, le

54 Les sanctions administratives encourues par l'initiateur en cas de requalification de l'opération pouvant aller jusqu'à 10 % du chiffre d'affaires de l'établissement.

55 Une clause de revue portant sur l'éligibilité des titrisations synthétiques au cadre STS est prévue dans le règlement transverse. Dès à présent celles-ci sont possibles dans des conditions particulières pour des portefeuilles de crédits aux PME.

56 À titre indicatif, à fin 2016 la BCE avait acheté, sur le marché primaire, 8,3 milliards d'euros d'ABS sur un encours total acheté de 22,8 milliards d'euros.

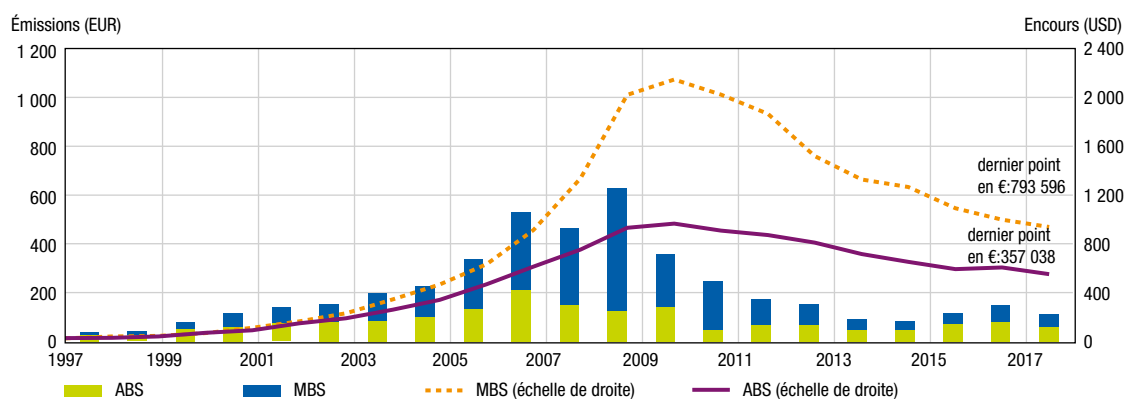
57 Source : Banque de France.

58 Source : Banque de France, collecte statistique BCE.

59 Selon la définition bâloise et celle de CRR, pour être considérées comme une titrisation, les émissions doivent être tranchées et offrir à l'investisseur un ordre de subordination correspondant au niveau de risque des actifs sous-jacents.

Graphique 38

Émissions en Europe (UE) en milliards d'USD



Sources : Dealogic, SIFMA.

financement des ménages représente 64 % des actifs titrisés, tandis que les crédits à l'habitat voient leur part se réduire depuis plusieurs années passant en dessous des 50% à partir du T1 2017 (-8,6 % depuis 2011). Cette tendance baissière est compensée par une hausse des crédits automobiles et crédits à la consommation (+7 % depuis 2011).

Parallèlement à ce nouveau cadre européen, **une réforme du régime de la titrisation vient également de voir le jour au niveau national** avec l'adoption, le 4 octobre 2017, de l'ordonnance modernisant la titrisation et la gestion d'actifs⁶⁰. Celle-ci précise le contour des organismes de titrisation⁶¹ et en modernise le régime en le rendant plus lisible à l'international. Une catégorie de véhicules dits « organismes de financement-OF » regroupe les **organismes de financement spécialisés nouvellement créés** (OFS, il s'agit des Fonds d'investissement alternatifs, non tranchés soumis à la Directive AIFM donc susceptibles de bénéficier du passeport de commercialisation AIFM au sein de l'UE) et **les organismes de titrisation** (OT, régime dérogatoire à AIFM). Ces deux types d'organismes pourront consentir des prêts directement aux entreprises non financières. Le Tableau 2 montre que les OFS constituent ainsi une catégorie hybride entre les fonds de dette et les organismes de titrisation (OT).

Ce nouveau régime des OF, plus flexible, répond à une demande des professionnels des fonds d'investissement et de leurs investisseurs. Ils obtiennent ainsi un accès à un nouveau marché de sous-jacent, dont une partie était réservée auparavant au monde bancaire.

⁶⁰ L'ordonnance 2017-1432 du 4/10/2017 entrera en application à partir du 3 janvier 2018, à l'exception des réformes concernant les dépositaires des organismes de titrisation dont l'application prendra effet en 2019.

⁶¹ Les organismes de titrisation se présentent comme une population hétérogène couvrant deux types d'entités dont l'objet est très différent :

- les organismes de titrisation classiques répondant à la définition bâloise et/ou ayant pour but le refinancement bancaire ;
- les organismes au passif non tranché ayant pour objectif le financement d'infrastructures ou qui sont des Fonds de prêts à l'économie (FPE), seuls organismes pouvant demander l'agrément en tant que Fonds européens d'investissement à long terme (FEILT ou ELTIF selon le sigle anglais) sous certaines conditions (respect notamment des dispositions de la Directive AIFM).

Tableau 2

Les organismes de financement : deux catégories juridiques distinctes		
Principales lignes de démarcation	OT	OFS
Émission de titres de créances	✓	✓
Obtention du Label FPE	✓	✓
Octroi de prêts aux sociétés non financières	✓	✓
Transfert de risque d'assurance	✓	X
Passif Tranché	✓	X
Obtention du Label ELTIF	X	✓
Rachat des titres des porteurs	X	✓
Acquisition de titres de capital / capitaux propres / Quasi-capital	X	✓
La société de gestion peut être une société étrangère	X	✓

4 Risques des marchés financiers

4.1 RISQUE DE RETARIFICATION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

a. La phase d'expansion des prix des actifs se poursuit

Depuis la dernière édition de l'ERS, les marchés actions ont poursuivi leur progression avec de nouveaux records pour les indices américains, japonais et européens. Sans atteindre les sommets du marché action américain, qui évolue à un niveau supérieur de 2,5 écart-type à sa moyenne depuis 1987, les marchés actions de la zone euro connaissent une poussée (+11 % depuis le début de l'année 2017), tirée par les valeurs technologiques (+20 %), qui les rapprochent des niveaux d'avant-crise.

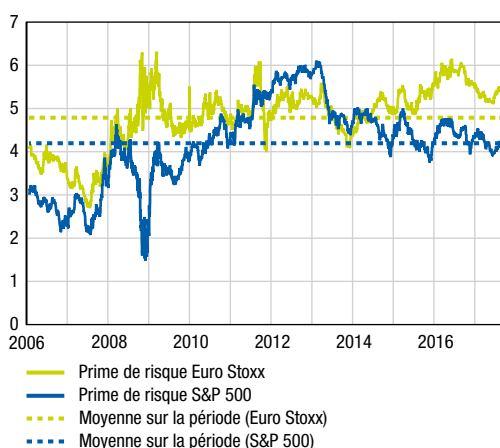
Sur fond d'amélioration des perspectives macroéconomiques, le marché anticipe une croissance des bénéfices par action en zone euro de +54 % sur trois ans, supérieure à celle du marché américain (+36 %), mais toujours insuffisante pour réduire l'écart considérable de bénéfices par action entre les zones. Dans le même temps, la compression des primes de risque aujourd'hui proches de leur moyenne de long terme favorise la hausse du marché action (Graphique 39), malgré une inflexion à la hausse sur l'Euro Stoxx à partir de juillet. Si cette compression se poursuit, les pronostics de dividendes par action porteraient l'Euro Stoxx à un niveau proche de 460 points en 2019, contre 374 aujourd'hui⁶².

Les marchés de crédit en zone euro attirent massivement les investisseurs depuis début 2016, à la recherche de rendements plus attractifs. Ces mouvements de réallocations d'actifs vers les marchés du crédit ont ainsi permis de réduire le niveau et la volatilité des marges de crédit (Graphique 40). À fin octobre 2017, les marges de crédit se sont stabilisées sur des niveaux proches de ceux observés début 2007. Dans un environnement de taux et volatilité particulièrement faibles, les investisseurs ont privilégié les obligations à haut rendement afin de dynamiser la rentabilité de leurs portefeuilles obligataires. En conséquence, la prime moyenne de crédit de cette classe d'actifs est historiquement basse autour de 2 % reflétant une sous-rémunération du risque encouru.

Graphique 39

Primes de risque actions

(en %)

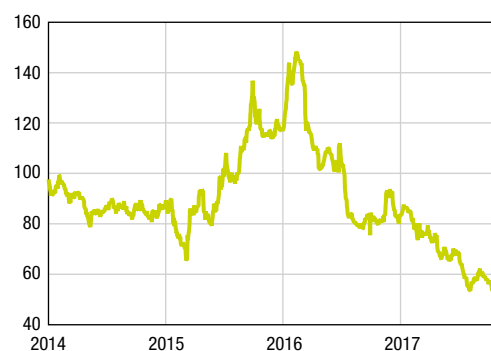


Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Graphique 40

Indice corporate iboxx (marge contre swap, en points de base)

(indice)



Source : Bloomberg.

62 Estimations Banque de France dérivées du modèle d'actualisation des dividendes dit « DDM » ou de « Gordon Shapiro ».

b. Les marchés actions américains, européens et français sont-ils surévalués ?

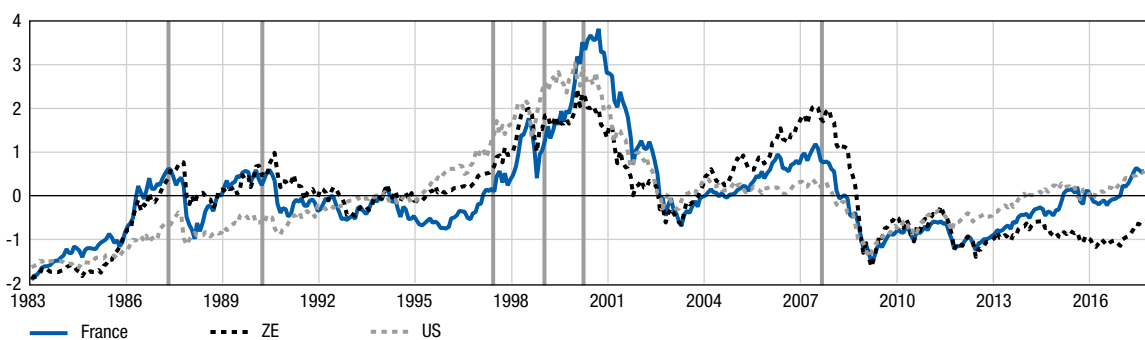
La très forte progression des cours boursiers depuis 2009, notamment aux États-Unis (x3,5) dont le niveau est bien au-dessus des deux pics précédents (2000 et 2007), peut suggérer un excès d'optimisme des marchés vis-à-vis du cycle économique et notamment de la progression des profits, qui semblent à première vue avoir déjà atteint un niveau très élevé aux États-Unis et en France. Pour analyser le niveau de valorisation boursière, nous utilisons le ratio du cours boursier sur bénéfices (ou Price Earning Ratio⁶³, PER) corrigé du cycle⁶⁴.

Aux États-Unis, le PER corrigé du cycle est en hausse depuis 2009 et se situe désormais à un niveau élevé (25⁶⁵ en octobre 2017), indiquant un début de surévaluation. La croissance des bénéfices est moins dynamique que celle des cours boursiers conduisant le PER ajusté du cycle à un premier seuil critique défini comme un Z-score⁶⁶ de 0,5⁶⁷ (ligne grise sur le Graphique 41) : seuil caractérisant des corrections boursières par le passé.

En France, le ratio du cours boursier⁶⁸ sur bénéfices (PER) corrigé du cycle est également en hausse depuis 2009 et se situe désormais à un niveau élevé (20 en octobre 2017). Le niveau actuel a conduit historiquement (depuis 1983) à un rendement moyen annualisé de 6 % lors des dix années suivantes. Pour autant, des premiers signes de surévaluation commencent à émerger. Le niveau actuel de PER se trouve sur la queue de droite de la distribution et la décorrélation entre la croissance des bénéfices et de l'indice boursier est à surveiller : en effet, depuis 1973, la tendance haussière de l'indice boursier a divergé de celle des bénéfices avant 1987, 2000 et 2007 pour ensuite aboutir à une forte correction. Or, il apparaît que depuis 2009, l'indice boursier a été multiplié par 2,5 alors que les bénéfices ont connu une croissance légèrement inférieure (x2). Le PER ajusté du cycle se trouve à un premier seuil critique (soit un Z-score de 0,5⁶⁹ ; ligne grise sur le Graphique 41).

Graphique 41

PER ajusté en France, zone euro et États-Unis (centré réduit)



Sources : Datastream, calculs Banque de France.

63 Le PER se définit au niveau de l'entreprise comme le prix de l'action rapporté au bénéfice par action (bénéfice net divisé par le nombre d'actions). Il peut se définir comme le ratio de capitalisation boursière sur le bénéfice net de l'entreprise. Le PER est relativement neutre au rachat d'actions par les entreprises puisque le cours de l'action l'est aussi.

64 Ou CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings), indicateur développé par Campbell et Shiller (1988) 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.

65 L'indice calculé par Shiller est supérieur à 30 car celui-ci utilise une série de bénéfices différente. L'indice de Shiller s'appuie sur les « reported earnings » qui tient compte des événements comptables exceptionnels (restructuration, dépréciation de goodwill...) alors que des « operating earnings » sont utilisés dans notre calcul.

66 Le Z-score consiste à centrer la variable autour de sa moyenne et à la réduire par son écart-type = $[PER \text{ ajusté du cycle} - \text{Moyenne (PER ajusté du cycle)}] / \text{Écart-type}$.

67 Depuis 1983, lorsque les PER ajustés ont franchi le seuil de 0,5 σ , il y a eu une correction des marchés boursiers (en 1987, 1990, 1997) qui s'est avérée encore plus importante lorsque le seuil de 1 était franchi (1998, 2000 et 2007).

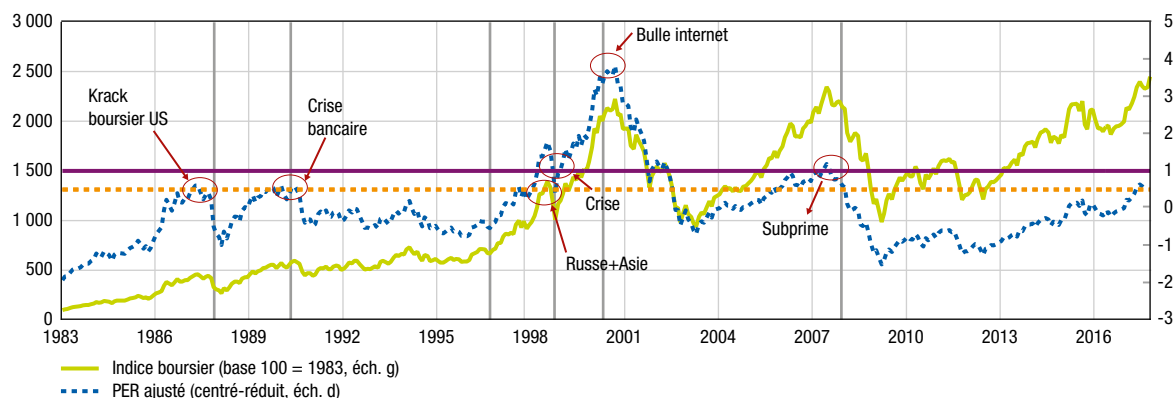
68 Indices boursiers fournis par Datastream, offrant une plus grande profondeur historique que le CAC 40 et l'Eurostoxx.

69 Depuis 1983, lorsque les PER ajustés ont franchi le seuil de 0,5 σ , il y a eu une correction des marchés boursiers (en 1987, 1990, 1997) qui s'est avérée encore plus importante lorsque le seuil de 1 était franchi (1998, 2000 et 2007).

Graphique 42

Indice boursier et PER ajusté en France

(indice)



Sources : Datastream, calculs Banque de France. Note de lecture : depuis 1983, on note une correction du PER dès que le seuil de 0,5 sigma (écart centré réduit) est franchi.

L'indice boursier européen ne présente pas, quant à lui, de signes de surévaluation, son niveau étant similaire à celui de 2014 (Graphique 41), mais les bénéfices par action sont assez peu dynamiques. Le PER ajusté du cycle n'indique pas de surévaluation.

Néanmoins, le niveau de PER ajusté du cycle en France et aux États-Unis peut sembler élevé du fait d'un effet de base. En effet, le PER ajusté du cycle étant calculé à partir d'une moyenne de bénéfices sur dix ans, l'indicateur devrait, toute chose égale par ailleurs, mécaniquement baisser lorsque les points bas de 2008 et 2009 sortiront de la fenêtre de lissage.

c. Le régime de basse volatilité a des effets procycliques

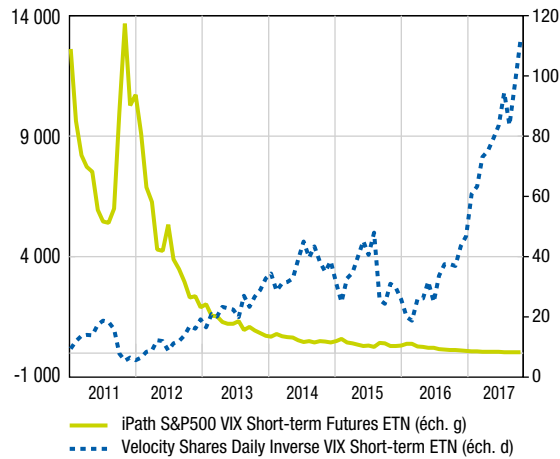
La volatilité des indices action aux États-Unis (S&P 500) et dans la zone euro (Euro Stoxx 50) a atteint son plus bas niveau historique en octobre. Au-delà de ces records, la faible volatilité est un phénomène global que l'on observe sur la plupart des classes d'actifs à travers le monde depuis le début de l'année 2017. De même que pour la compression des primes de risque, plusieurs hypothèses sont avancées pour expliquer ce régime, à commencer par la stabilisation des anticipations macroéconomiques. Est également évoqué le *put* que les marchés auraient sur les banques centrales, c'est-à-dire la croyance en leur soutien en cas de scénario adverse.

Toutefois, la faiblesse de la volatilité n'est pas synonyme d'une diminution des risques pour la stabilité financière. En altérant la mesure du risque, la baisse de la volatilité peut au contraire favoriser une prise de risque excessive entraînant, en cas de retournement, un débouclage procyclique des positions. On notera quatre conséquences d'une baisse de la volatilité :

- les stratégies d'investissement pariant sur le maintien d'un régime de basse volatilité deviennent très profitables (Graphique 43). Or celles-ci accentuent mécaniquement la baisse du prix de la volatilité compte-tenu de l'augmentation de l'offre de positions vendeuses de protection. Si ces stratégies poussent la volatilité à la baisse lorsque celle-ci est faible, elles poussent au contraire la volatilité à la hausse lorsque la volatilité remonte. Elles ont donc un effet procyclique ;

Graphique 43

Rendement des stratégies vendeuses ou acheteuses de protection contre la volatilité



Source : Bloomberg.

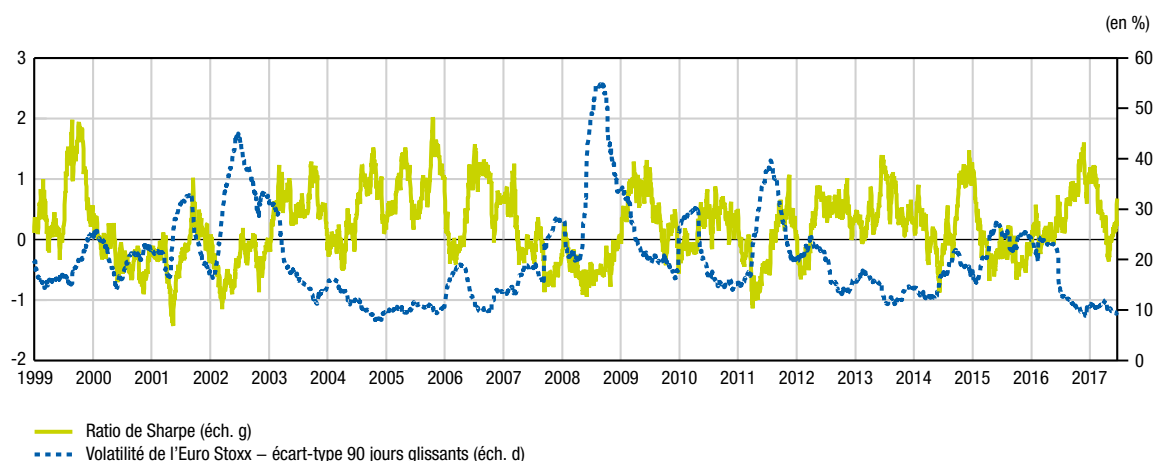
Note de lecture : Contrat Future VIX : 1 tick = 1000 USD

- l’environnement de faibles rendements rend la couverture contre le risque de volatilité relativement plus coûteuse et la faible volatilité en diminue l’utilité perçue, désincitant les investisseurs à protéger leurs positions ;
- la faible volatilité encourage les stratégies à fort effet de levier. On observe ainsi que le ratio de dette de marge, c’est-à-dire le montant emprunté pour acheter des actions, par rapport à la capitalisation de la bourse de New York (NYSE) a atteint un record historique à 2,8 % en 2017, supérieur au niveau précédant le déclenchement de la crise financière de 2008 ;
- Les modèles de gestion des risques de type *Value-at-Risk* sont sensibles à la volatilité et autorisent une plus grande prise de risque lorsque celle-ci diminue. Il en va de même pour les mesures du couple rendement-risque de type ratio de Sharpe⁷⁰ (Graphique 44) ou les stratégies ciblant un niveau donné de volatilité de type *Risk Parity* ou *Volatility Control Funds*. La baisse de la volatilité autorise une plus grande prise de risque. Inversement, un retour de la volatilité rend les limites des modèles mordantes et oblige à vendre les actifs risqués de manière procyclique.

Un régime durable de basse volatilité est donc susceptible d’accroître les cycles financiers et la probabilité de crise⁷¹.

Graphique 44

Ratio de Sharpe de l’Euro Stoxx



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

⁷⁰ Ratio de Sharpe : Comparaison entre les rendements ajustés du risque pour différentes classes d’actifs. Un ratio de Sharpe négatif, comme celui pour les actions en 2016, indique que la classe d’actif sous-performe un placement sans risque alors qu’un ratio supérieur à un indique une surperformance par rapport au placement sans risque.

⁷¹ J. Danielsson, M. Valenzuela, I. Zer (2016). Learning from History: Volatility and Financial Crises », Finance and Economics Discussion Series 2016-093. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

d. Risque important de retarification des primes de risque

Le niveau élevé des valorisations sur certains segments de marché – notamment les marchés actions américains et les obligations d’entreprise en Europe – associé aux effets procycliques de la faible volatilité, entraînent un risque important de retarification des primes de risque. Ainsi, les marchés actions en zone euro et aux États-Unis laissent apparaître une sensibilité du cours de -0,3 % et -0,5 % respectivement pour toute augmentation de 1 point de base de la prime de risque. En revanche, l’effet d’une hausse de 1 point de base de la prime de risque est neutre sur le cours si les dividendes par action augmentent parallèlement de 3 % et 5 % respectivement.

Dans un contexte de volatilité historiquement faible, reflétant les anticipations des participants de marché quant au maintien de politiques monétaires accommodantes ou à tout le moins d’un scénario de normalisation graduelle et prévisible de ces politiques, le retour de l’aversion au risque provenant de facteurs externes (géopolitiques, politiques, macroéconomiques) ou financiers (modification des anticipations de marché) pourrait entraîner une retarification des primes de risque et, partant, favoriser l’apparition de nouveaux risques en termes de stabilité financière.

Encadré 6

Les ICOs

Les *Initial Coin Offerings* (ICO) connaissent un boom depuis le début de l’année, à l’instar de l’ICO de Filecoin dont la levée de fonds a atteint 186 millions USD en une heure. Depuis le début de l’année, les ICOs auraient permis de collecter 2,3 milliards USD, soit 20 fois plus qu’en 2016. Le phénomène, mondial, touche aussi la France où des ICOs ont été organisées avec succès.

Les ICOs constituent la transposition en monnaie virtuelle du concept de financement participatif : dans ce type de montage, les internautes qui contribuent à un projet par l’apport de fonds en monnaies (virtuelles ou ayant cours légal) reçoivent en contrepartie des actifs digitaux, encore appelés *tokens*. En pratique, ces *tokens* représentent une forme d’intérêt économique dans le projet et offrent à leurs détenteurs certains droits, comme celui d’utiliser en primeur la plateforme ou l’application financée (comme dans le financement participatif classique), ou de recevoir une partie des bénéfices générés par l’entreprise ou d’exercer un droit de vote (comme des actions).

La gestion des tokens émis lors des ICOs étant elle-même assurée au travers de la *blockchain* utilisée pour l’ICO, elle repose sur des mécanismes d’échange en tous points similaires à ceux des monnaies virtuelles et sont généralement échangeables sur les mêmes plateformes. Ces *tokens* s’apparentent ainsi à des monnaies virtuelles sont supplémentaires, de type Bitcoin ou Ether, enrichies le cas échéant de droits spécifiques. Le développement exponentiel des ICOs, qui fait écho à celui des monnaies virtuelles, a fait naître un marché qui se déploie en parallèle du marché traditionnel mais se structure de la même façon.

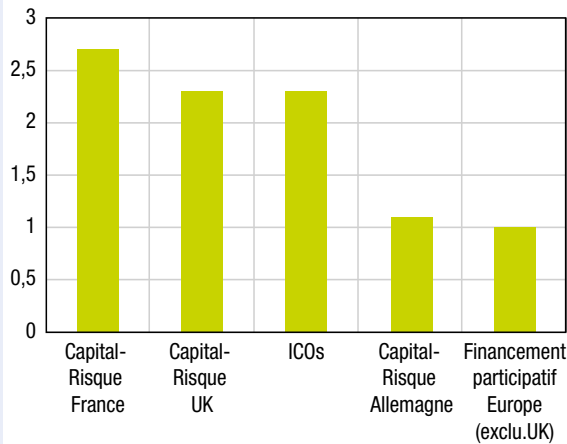
Les ICOs se sont initialement développées en dehors de tout cadre réglementaire alors qu’elles présentent des risques évidents :

- pour les investisseurs : i) elles échappent à la réglementation applicable en matière de protection : il n’existe aucune garantie quant à la fiabilité des informations disponibles sur les projets financés, voire l’existence même de ces derniers ; ii) dans la mesure où, à l’instar des monnaies virtuelles, les *tokens* ne remplissent pas les conditions pour être qualifiées de monnaies légales, ils n’offrent à leurs détenteurs aucune garantie de sécurité, de convertibilité et de valeur ; iii) ces actifs restent sujets à la volatilité du prix des actifs virtuels voire à la formation de bulles spéculatives ; iv) la sécurité des technologies utilisées pour la gestion de l’ICO ou la conservation des *tokens* ne peut être garantie.

Graphique 1

Levées de fonds en capital-risque versus ICOs sur les 3 premiers trimestres 2017 et *crowdfunding/funding* sur les années 2013-2015

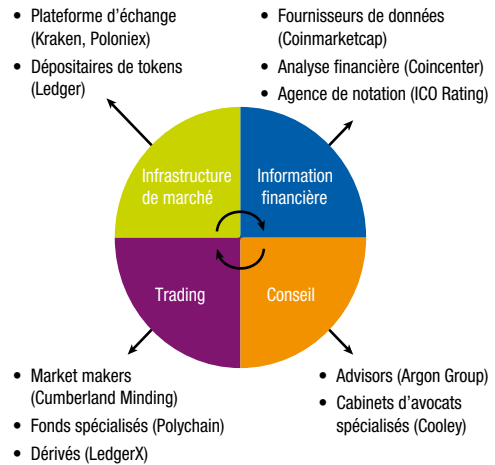
(EUR Mds)



Source : Bloomberg, dernière observation au 12/10/2017.

Graphique 2

La structuration d'un marché financier des crypto-actifs (exemples donnés à titre indicatif)



Sources : Coinschedule, Dealroom, Cambridge Center for Alternative Finance.

– pour la société : l'anonymat qui caractérise les mécanismes d'émission et de transfert de la plupart des monnaies virtuelles (y compris des *tokens* émis lors des ICOs), constitue un risque d'utilisation i) à des fins criminelles (vente sur internet de biens ou services illicites) ou ii) à des fins de blanchiment ou de financement du terrorisme.

À terme, et en cas d'entrée d'acteurs financiers traditionnels (établissements de crédits, gestionnaire d'actifs, investisseurs institutionnels, infrastructures de marché) sur le marché des actifs et monnaies virtuelles, le développement de ces instruments pourrait induire des risques pour la stabilité financière.

4.2 RISQUES RÉGLEMENTAIRES POUR LES MARCHÉS

a. Revue de l'architecture de supervision des CCP (EMIR 2)

Le 13 juin dernier, la Commission européenne a publié une proposition de règlement visant à refondre l'architecture de supervision des contreparties centrales (CCP) dans l'Union européenne, en modifiant le règlement fondateur de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et le règlement EMIR, qui régit les marchés de dérivés de gré à gré et les CCP. Cette révision concernerait à la fois les CCP établies dans l'UE et les CCP de pays tiers qui fournissent des services de compensation au sein de l'Union européenne. Dans le contexte du retrait du Royaume-Uni de l'UE, le volet qui concerne les CCP de pays tiers a une dimension particulièrement critique compte tenu de l'importance systémique pour l'UE des services de compensation britanniques. La Commission propose de mettre en place une architecture de supervision des CCP de l'Union européenne dont l'objectif est de renforcer l'harmonisation de la supervision des CCP au niveau européen, grâce à une dévolution plus grande de pouvoirs à l'AEMF et à un comité indépendant spécialisé qui lui serait rattaché. Les autorités nationales compétentes seraient donc amenées à partager l'exercice de la supervision des CCP avec cette instance européenne. En outre, les banques centrales d'émission des devises dans lesquelles les CCP compensent des transactions disposeraient également d'un pouvoir contraignant de revue des décisions qui les concernent. La Banque de France accueillerait favorablement une plus grande convergence des pratiques de supervision qui renforcera

la résilience des CCP européennes, tout en s'appuyant sur l'expérience et l'expertise acquises par les autorités nationales.

Par ailleurs, le retrait du Royaume-Uni de l'UE entraîne une nécessaire revue du dispositif européen de supervision des CCP de pays tiers. Les CCP britanniques compensent plusieurs marchés d'importance systémique pour l'UE⁷² et vont devenir, une fois le Royaume-Uni sorti de l'Union européenne, des « CCP de pays tiers » au sens du droit de l'UE. Le dispositif de reconnaissance des CCP de pays tiers prévu actuellement par EMIR ne confère aucune marge d'appréciation ni véritable pouvoir de contrôle à l'AEMF, alors même que certaines CCP reconnues ont de fortes interdépendances avec le système financier de l'UE. La Commission propose donc un traitement différencié des CCP de pays tiers en fonction de leur importance systémique pour l'UE :

- pour les CCP non systémiques, le dispositif de reconnaissance actuel fondé sur l'équivalence des cadres réglementaires nationaux serait maintenu mais l'équivalence du cadre réglementaire et la reconnaissance de chaque CCP seraient revues régulièrement et pourraient être assorties de conditions à remplir ;
- pour les CCP d'importance systémique pour l'UE, la conformité aux exigences d'EMIR serait obligatoire et vérifiée par une supervision directe de l'AEMF. Un dispositif de « conformité à des exigences comparables » permettrait à chaque CCP de demander une exemption lorsqu'une exigence d'EMIR peut être satisfaite par la conformité à la réglementation locale ;
- si certaines activités de compensation sont jugées d'une « importance systémique si substantielle pour l'UE » que la stabilité financière de l'UE ne peut être garantie que si la CCP concernée établit ses activités dans l'UE, un pouvoir discrétionnaire de refus de reconnaissance (qui imposerait une relocalisation) est confié à la Commission, sur recommandation de l'AEMF après accord des banques centrales d'émission concernées.

La Banque de France soutient fortement le dispositif proposé par la Commission sur le cadre applicable aux CCP de pays tiers souhaitant servir le marché de l'Union européenne, et donc le renforcement du dispositif de supervision des CCP de pays tiers, ainsi qu'une exigence de localisation appliquée spécifiquement aux activités de compensation d'importance systémique portant sur des transactions libellées dans des devises de l'UE, en particulier l'euro.

b. Bénéfices d'une exigence de localisation des activités de compensation d'importance systémique libellées en euros

Le dispositif proposé par la Commission sur les CCP de pays tiers repose sur une approche proportionnée tout à fait adéquate.

La supervision extraterritoriale des CCP de pays tiers par une autorité européenne est pertinente pour les activités de compensation d'importance systémique pour l'UE, mais seulement lorsqu'elles sont libellées dans d'autres devises que celles de l'UE : dans ce cas, rien ne justifie une relocalisation. Cependant, pour les activités libellées dans les devises de l'UE, qui sont essentielles au financement de l'économie, à la mise en œuvre de la politique monétaire et à la stabilité financière, il est essentiel que les autorités européennes puissent exercer un contrôle non seulement direct mais également de premier rang. Elles ne peuvent en effet se reposer sur des autorités de pays tiers, dont le mandat est d'abord de s'assurer de la stabilité financière de leur propre zone monétaire, pour préserver la

72 LCH Ltd compense notamment les marchés des swaps de taux dans 18 devises, dont 6 devises de l'UE et des repos sur les dettes souveraines de nombreux États membres. ICE Clear Europe Ltd compense les marchés des CDS, notamment les CDS en euros (contrats iTraxx), et des dérivés listés de taux courts.

stabilité financière de l'Union européenne. L'expérience montre, notamment en cas de crise, que les intérêts entre autorités peuvent diverger.

L'objectif de l'exigence de localisation sera de placer les activités de compensation substantiellement systémiques, libellées dans les devises de l'Union (et particulièrement en euros) sous la supervision directe et de premier ressort d'autorités compétentes de l'Union, et notamment des banques centrales qui émettent les devises concernées. L'implication des banques centrales d'émission est essentielle dans la mesure où ces activités de compensation génèrent un risque de liquidité dans ces devises, créant un aléa moral pour les banques centrales d'émission de celles-ci si ce risque n'est pas correctement géré et peuvent également avoir, pour certaines classes d'instruments financiers comme les repos ou les dérivés de taux (de gré à gré et listés), des implications importantes pour la politique monétaire.

La mise en œuvre d'une exigence de localisation des activités de compensation suscite plus particulièrement l'attention tant du marché que des autorités européennes et non européennes s'agissant du marché des swaps de taux. Ce segment de marché est d'une grande importance systémique au regard des volumes compensés, qui atteignent près de 300 000 milliards d'euros, dont 95 % sont compensés par la CCP britannique LCH Ltd – laquelle compense ces produits dans 18 devises, dont six devises de l'UE qui représentent un tiers des volumes.

Ces débats ont principalement trait aux impacts de la relocalisation pour les acteurs de marché :

Une augmentation des exigences en collatéral, liée à la séparation des portefeuilles de swaps compensés actuellement dans une seule CCP (LCH Ltd) en deux CCP, dont l'une serait localisée dans l'UE : les adhérents compensateurs devraient poster des marges calculées sur la base de deux portefeuilles séparés, plutôt que sur un portefeuille unique, qui bénéficient d'un périmètre de *netting* plus important. Cependant, cette augmentation apparaît comme relativement limitée au regard des encours de collatéral actuellement disponibles pour les *clearing members* et clients concernés. Par ailleurs, l'élément à prendre en compte, plutôt que les encours notionnels de collatéral, est le coût de son financement, qui est modeste, en particulier dans un environnement de taux bas.

Une fragmentation du marché des swaps de taux entre deux CCP : certains acteurs évoquent un risque que seules les transactions des banques établies dans l'UE soient relocalisées, ce qui représenterait moins de 15 % des volumes. La moindre liquidité due aux volumes plus faibles et à un moindre nombre d'intervenants de marché conduirait à une dégradation relative des prix dans la CCP compensant de moindres volumes, phénomène appelé « risque de base ». Il existe des incitations importantes pour que l'ensemble du marché compense toutes les transactions libellées dans une devise de l'UE au sein d'une CCP de l'UE : d'une part, cette CCP bénéficierait d'un cadre de gestion du risque de liquidité plus sécurisé en raison de son agrément dans l'UE, de sa surveillance par les banques centrales d'émission compétentes et du financement en dernier ressort qu'elles peuvent apporter le cas échéant ; d'autre part, séparer les flux d'une même devise en deux CCP serait préjudiciable aux acteurs non européens également, car ils devraient multiplier les canaux de transactions avec de multiples CCP et donc les exigences de marges associées. Par ailleurs, ce « risque de base » ne se manifeste pas systématiquement sur tous les segments de marchés compensés par plus d'une CCP, comme en atteste la situation sur le marché des dérivés de crédit.

La gestion de la transition pourrait également revêtir une certaine complexité. Néanmoins des services de compensation qui existent déjà sur le continent pourraient prendre le relais des services de compensation situés au Royaume-Uni, facilitant ainsi la transition.

Par ailleurs, si la maturité des swaps de taux déjà compensés au Royaume-Uni dans les devises de l'UE avant l'entrée en vigueur de l'exigence de localisation est pour une partie significative de long terme, une clause de grand-père devrait permettre d'accompagner l'arrivée à maturité d'une partie des stocks avant de rendre obligatoire la relocalisation des encours compensés pré-existants aux nouvelles exigences.

Au total, les bénéfices collectifs de long terme et structurels apportés par la politique de localisation en termes de stabilité financière et de sécurité des opérations sur les marchés correspondants l'emportent sur ces éléments de complexité transitoires, et pour lesquels des réponses techniques ont d'ores et déjà été apportées.

Encadré 7

Risques sur les marchés financiers d'un Brexit sans accord

Le 20 octobre, le Conseil européen a estimé que les discussions de la première étape de négociations sur les contours de l'accord de retrait n'ont pas suffisamment avancé. La décision de démarrer la phase 2 des négociations sur l'accord pour un nouveau partenariat a ainsi été repoussée au mois de décembre. Ce faisant, la probabilité d'un scénario de sortie sans accord, soit un « saut de la falaise » (*cliff-edge*), est renforcée. Dans un tel cas, le Royaume-Uni perdrait les passeports de gestion et de commercialisation, deviendrait un pays tiers vis-à-vis de l'UE et pourrait au mieux bénéficier des régimes d'équivalence qui n'offrent toutefois pas de garantie à long terme. Les principaux risques concernent la rupture de la production et de la distribution des services financiers, ainsi que la bonne supervision des nouveaux flux mis en place.

L'accès réciproque des acteurs aux marchés britannique et européen dépendra des accords de coopération à venir, des possibilités de délégation de la gestion et de la continuité des contrats en cours. Pour la gestion collective, un régime européen de passeport de commercialisation « pays tiers » est prévu par la directive AIFM mais n'a pas encore été activé par la Commission et est absent de la directive OPCVM. Les gérants britanniques seront ainsi contraints d'ouvrir une succursale et ne pourront commercialiser que dans les États membres ayant donné leur agrément. La gestion de portefeuille pourrait toutefois être déléguée au Royaume-Uni sous réserve de la bonne application des dispositions prévues dans les textes. Pour les prestations de services d'investissement, la directive MIF 2 prévoit un régime différencié selon que le client de l'entreprise d'investissement est un client de détail ou un client professionnel.

Les pratiques de délégation et d'externalisation devront faire l'objet d'une supervision réelle sur les risques et sur la matérialité de l'activité d'un fonds afin d'éviter la présence de coquille vide. Les contrats en cours s'appuient principalement sur le droit anglo-saxon, ce qui pose une problématique transversale au secteur financier des compétences des tribunaux européens. Une adaptation des dispositifs européens serait nécessaire en complément des mécanismes conventionnels.

4.3 ÉVOLUTIONS RÉGLEMENTAIRES ET MARCHÉS FINANCIERS

a. Risques relatifs à l'introduction de MIF2

Le paquet législatif MIF 2 entrera en application le 3 janvier 2018. Si de nombreux bénéfices sont attendus en termes de transparence, de protection des investisseurs et de contrôle des intervenants de marché, des risques pour la stabilité financière sont susceptibles de se matérialiser.

Une interruption temporaire des activités ou le transfert de la négociation en dehors des plateformes, notamment européennes, est à envisager du fait de la complexe mise en conformité des acteurs avec les obligations de transparence (à peine 40 % des acteurs seraient prêts en janvier⁷³). Les nouvelles plateformes dédiées aux obligations

⁷³ <https://www.ft.com/content/5bcaafdc-b022-11e7-beba-5521c713abf4>

et aux produits dérivés et les systèmes organisés de négociation (ou Organised Trading Facilities, OTF), doivent être agréés à temps pour que les clients puissent y recourir.

Certaines zones d'ombre concernant les exigences de transparence et la finalisation des règles de dérogation peuvent générer une incertitude pour les acteurs de marché, risquant d'altérer la liquidité de marché. Par ailleurs, l'incapacité de négocier avec des contreparties qui ne disposeraient pas d'identifiant selon le modèle LEI (Legal entity identifier), pourrait créer des difficultés supplémentaires, faute d'alternative. Autre facteur, l'obligation de facturer ou d'internaliser les frais de recherche et de les distinguer des frais d'exécution a le mérite de mettre un prix sur cette activité. L'impact sur les budgets et le marché global de la recherche pourrait engendrer une plus grande concentration et une spécialisation des acteurs.

Enfin, des risques de fragmentation des marchés sont présents. MIF 2 vise à réduire fortement les activités OTC et encadrer davantage l'utilisation des *darkpools*, ces systèmes de négociation qui opèrent sans transparence prénégociation, en renforçant les obligations de négociation et en développant un nouveau type de plateformes transparentes (l'OTF pour les instruments autres que les actions). Les participants s'attendent néanmoins à une augmentation de la part de marché des plateformes électroniques, notamment pour les titres à revenu fixe dont le développement a été bien plus lent que pour les actions. Enfin, MIF 2 donne une première définition de *trading* algorithmique et du *trading* à haute fréquence et contient un certain nombre de mesures pour l'encadrer.

b. Ratio de levier, programmes d'achat : quelles conséquences pour le marché du repo et ses acteurs ?

Le marché du prêt-emprunt de titres (ou marché du *repo*) est un rouage central du système financier, permettant de faire circuler la liquidité et les titres entre contreparties bancaires et institutionnelles. Ce marché a été caractérisé par de fortes tensions conjoncturelles sur les titres core de la zone euro en fin d'année 2016, venant s'ajouter aux pressions structurelles liées à la réglementation et aux programmes d'achat de la BCE – décrites dans l'ERS de juin 2017.

Les banques adaptent leurs pratiques de marché face à ce nouvel environnement, notamment en privilégiant le *netting* des opérations de type repo, de façon à pouvoir alléger leurs exigences en fonds propres. L'objectif de *netting* incite ainsi à la compensation centrale via des CCP pour réduire le nombre de contreparties ou encore à la standardisation des dates de maturité. Les participants de marché mentionnent également l'intérêt des opérations de prêt de titre contre titre, qui n'intègrent pas de jambe cash et sont équivalentes à un montage *repo/reverse repo*, en raison de leur impact allégé en ratio de levier. Plus inquiétant, les opérations non sécurisées semblent se développer, ayant l'avantage d'être moins consommatrices de levier qu'une opération sécurisée.

La mise en place des facilités de prêt de l'Eurosystème a fluidifié le marché en remettant du collatéral de bonne qualité en circulation dans le système financier européen, en particulier des titres allemands et français ceux-ci ayant connu les plus fortes tensions fin 2016. Les participants de marché sont positifs sur leur fonctionnement, citant notamment l'assouplissement des conditions d'accès à la facilité BundesBank et l'aisance d'accès à celle de la Banque de France. Certains participants de marché structurellement prêteurs de cash pâtissent cependant d'un excès de liquidité dans le système.

L'adaptation des acteurs et la mise en place des facilités de prêt banques centrales ont entraîné une normalisation du marché du repo au cours de l'année 2017: les passages de fin de trimestre de mars, juin et septembre 2017 n'ont pas entraîné de tensions notables (Graphique 45) et les acteurs de marché n'anticipent pas de répétition en fin 2017 des

tensions qui se sont produites en fin d'année 2016. Après une période de contraction tendancielle depuis 2009, l'activité sur le marché du repo a progressé entre décembre 2016 et juin 2017 selon l'ICMA. Les acteurs de marché indiquent même le retour d'anciens participants et l'arrivée de nouveaux teneurs de marché (banques canadiennes ou asiatiques).

Les utilisateurs finaux semblent être les acteurs qui pâtissent le plus des évolutions récentes sur le marché du repo. Les banques semblent plus sélectives, privilégiant les contreparties pouvant compenser leurs positions ou celles offrant des opportunités d'activités additionnelles, et sont réticentes à porter du cash à leur bilan. Par exemple, certains hedge funds achètent des billets de trésorerie à court terme pour les placer en repo en contrepartie de leurs opérations de reverse repo. Si les contreparties de grande taille (assurances, fonds de pension) bénéficient de leur pouvoir de négociation avec les banques pour maintenir leur activité, certaines petites contreparties peuvent se trouver évincées du marché, celles présentant des positions directionnelles étant particulièrement impactées. Ainsi, les fonds monétaires en excédent de trésorerie peinent à trouver une contrepartie pour placer leur cash en reverse repo, tandis que les investisseurs institutionnels sont contraints de payer une prime correspondant au coût d'utilisation du bilan pour leurs opérations de repo directionnelles, renchérissant fortement cette activité à faible marge. La standardisation des dates de maturité, si elle se confirmait, pourrait accroître le risque de renouvellement, en concentrant les opérations sur quelques dates, et faire peser un risque de liquidité sur les contreparties.

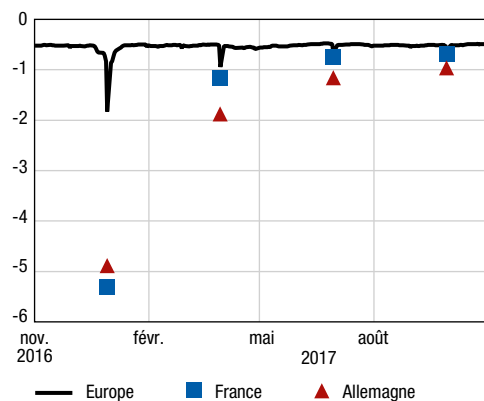
Le développement d'initiatives telles que les plateformes d'échange de collatéral entre utilisateurs finaux ou le sponsoring CCP pourraient répondre partiellement au retrait des banques de certains segments du marché. Cependant, le rôle d'intermédiation des banques semble primordial, tant pour la rencontre de l'offre et de la demande (appariement, warehousing), que pour effectuer l'analyse crédit des contreparties. Le sponsoring CCP est quant à lui plus coûteux et peut engendrer des risques supplémentaires pour les CCP.

Les tensions sur les taux d'intérêt liées à la raréfaction du collatéral en fin de trimestre sont jugées comme étant en lien avec les modalités de calcul de certaines exigences réglementaires, notamment le ratio de levier, qui conduisent les banques à habiller (window dress) leur bilan en fin de trimestre (Graphique 46).

Graphique 45

Taux repo en euros

(en %)

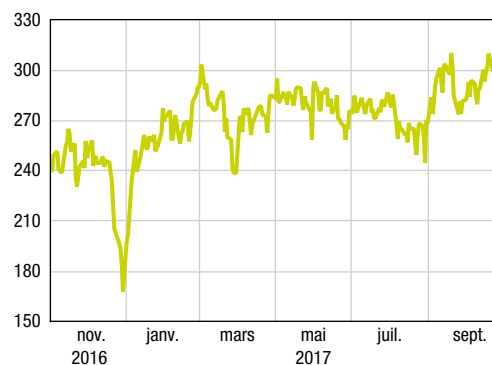


Source : RepoFundsRate.

Graphique 46

Volume initial de repo Europe

(EUR Mds)



Source : RepoFundsRate.

Encadré 8

Réformes sur les indices de référence

Dans le prolongement des affaires de manipulation du LIBOR et de l'EURIBOR entre 2008 et 2012, il a été décidé d'abandonner le recours au seul dire d'expert dans la fixation des taux de référence critiques. À partir du 1^{er} janvier 2020, aucun nouveau contrat ne pourra faire référence à l'EURIBOR si la méthodologie de ce dernier n'est pas, dans l'intervalle, rendue conforme au règlement européen sur les indices de référence.

Toutefois, les tests menés par l'*European Money Markets Institute* (EMMI), dont les résultats ont été présentés le 5 mai dernier, montrent qu'une transition sans heurt vers des indices Euribor déterminés uniquement sur la base de transactions réelles ne semble guère possible. Par conséquent, comme le prévoit la réglementation européenne, l'EMMI continue pour l'instant à produire ses indices de référence avec la méthodologie actuelle, et développe une méthodologie hybride (combinaison d'une approche « à dire d'expert » et d'un mode de calcul fondé sur des transactions réelles) qui aurait vocation à la remplacer. À noter, le FCA britannique a annoncé le 27 juillet ne plus croire à la possibilité de produire un LIBOR fondé sur des transactions, et estimé qu'une transition vers un indice alternatif s'imposait désormais clairement.

Sans préjuger de la conclusion des travaux de l'EMMI, l'Eurosystème a décidé de produire un nouvel indice sur le loyer de l'argent au jour le jour. Le 21 septembre, la BCE a ainsi publié un communiqué de presse indiquant la volonté du Conseil des gouverneurs de développer un tel indice représentatif des opérations de dépôt en blanc sur la base des données de la collecte *Money Market Statistical Reporting* (MMSR), et de le produire avant 2020. Une consultation publique des parties prenantes sur les spécifications de cet indice est en cours depuis le 28/11/17. Par ailleurs, des séries statistiques issues des données MMSR agrégées sont également publiées par la BCE depuis le 21 novembre.

D'autre part, la BCE, la Commission européenne, l'AEMF et la FSMA ont annoncé le 21 septembre la mise en place d'un groupe de travail public-privé chargé d'identifier un taux sans risque au jour le jour alternatif pour la zone euro, lequel aurait vocation à être utilisé dans divers contrats ou instruments financiers.

Étant donné le nombre important de contrats indexés sur l'Euribor, celui-ci a été identifié comme indice critique dans le règlement européen sur les indices de référence. Sa disparition et son remplacement pourraient entraîner des risques pour la continuité des contrats dont la maturité est supérieure à 2020, et la transition vers de nouveaux indices de référence devra faire l'objet d'un suivi par les autorités compétentes pour limiter tout impact sur le fonctionnement des marchés.

Glossaire

Acronymes (entre parenthèses figure l'équivalent anglais de l'acronyme français développé)

ABE	Agence bancaire européenne (EBA)	ERS	Évaluation des risques du système financier
ABS	Asset-backed security	ESMA	European Securities and Markets Authority
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution	ESRB	European systemic risk board
ACS	Aide au paiement d'une complémentaire santé	ETI	Entreprises de taille intermédiaire
AEMF	Agence européenne des marchés financiers (ESMA)	EUR	Euro
AIFM	Alternative investment fund managers directive	EURIBOR	Euro interbank offered rate
ANI	Accord national interprofessionnel	FCA	Financial Conduct Authority
API	Application programming interface	FFA	Fédération française d'assurance
ASEAN	Association of South-East Asian Nations	FSC	Financial Services Committee
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	EVE	Economic value of equity
BCE	Banque centrale européenne	Fed	Federal Reserve
BMPE	Broad Macroeconomic Projections Exercise	FFA	Fédération française d'assurance
BRI	Banque des règlements internationaux	FMI	Fonds monétaire international
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive	FRTB	Fundamental review of the trading book
CCP	Chambre de compensation (Central counterparty)	FSB	Financial Stability Board
CCR	Caisse centrale de réassurance	FSR	Financial Stability Review
CE	Commission européenne	FSMA	Financial Services and Market Authority
CET1	Common equity tier 1	GE	Grandes entreprises
CMUC	Couverture maladie universelle complémentaire	G-SIB	Global systemically important bank
CoE	Cost of equity	ICMA	International Capital Market Association
CRD	Capital Requirements Directive	ICO	Initial coin offering
CRR	Capital Requirements Regulation	IDE	Investissement direct à l'étranger
DSP2	Seconde directive sur les systèmes de paiement	IFRS	International Financial Reporting Standards
DSTI	Debt service to income	IPC	Indice des prix à la consommation
EBA	European Banking Authority	IRBB	Interest rate risk in the banking book
EBE	Excédent brut d'exploitation	LCR	Liquidity coverage ratio
ECOFIN	Conseil des affaires économiques et financières	LEI	Legal entity identifier
EMIR	European Market Infrastructure Regulation	LGD	Loss given default
EMIR2	Revue de l'European Market Infrastructure Regulation	LIBOR	London interbank interest rate
EMMI	European Money Market Institute	LTI	Loan-to-income (ratio)
		LTV	Loan-to-value (ratio)
		LOA	Location avec option d'achat
		MBS	Mortgage-backed security
		MCR	Minimum capital requirement
		MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
		MIF2	Seconde directive sur les marchés d'instruments financiers

MNI	Marge nette d'intérêt	PER	Price earning ratio
MREL	Minimum requirement for own funds	PFU	Prélèvement forfaitaire unique
MSU	Mécanisme de supervision unique	PIB	Produit intérieur brut
NII	Net interest income	PME	Petites et moyennes entreprises
NPL	Non-performing loan	PNB	Produit net bancaire
NSFR	Net stable funding ratio	PFU	Prélèvement forfaitaire unique
NYSE	New York Stock Exchange	QE	Quantitative Easing
OAT	Obligation assimilable du Trésor	RoE	Return on equity
OF	Organismes de financement	RTS	Regulatory technical standard
OFs	Organismes de financements spécialisés	RWA	Risk-weighted assets
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières	SCI	Société civile immobilière
OT	Organismes de titrisation	SCR	Solvency capital requirement
OTC	Over-the-counter	SFCR	Solvency and financial condition report
OTF	Organised trading facility	SNF	Sociétés non financières
PPB	Provision pour participation aux bénéfices	STS	Simple transparent et standardisé
PBoC	People's Bank of China	TLAC	Total Loss absorbing capacity
PER	Price earnings ratio	TLTRO	Targeted longer-term refinancing operation
PD	Probabilité de défaut	TRA	Taux de rendement de l'actif
PEL	Plan épargne logement	UE	Union européenne
		USD	US dollar
		WMP	Wealth Management Product

Anglicismes

Brexit	Sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne
- Soft Brexit	Sortie avec un accord, permettant notamment de garder le passeport européen pour les services financiers
- Hard Brexit	Sortie sans accord
Carry trade	Opération spéculative sur un écart de rendement
Catastrophe bond	Obligation dont le remboursement est subordonné à la non survenance d'une catastrophe
Collateral	Titres ou espèces donnés en garantie d'une opération financière
Credit to GDP Gap	Écart entre le ratio d'endettement du secteur non financier sur le PIB à un instant t et sa tendance de long terme
Corporate	Grande entreprise
Goodwill	Survaleur
Forward guidance	Guidage des taux d'intérêt futurs
Netting	Compensation
Shadow banking	Système financier parallèle
Repo	Couvre l'ensemble des opérations de financement sécurisées par des titres (prêt/emprunt ; prise et mise en pension livrée)
Repo/reverse repo	Emprunt/prise en pension de titres suivi d'une opération en sens inverse
Risk parity	Répartition équitable des risques entre les différentes classes d'actifs d'un portefeuille
Stress test	Test de résistance
Tapering	Amenuisement des achats nets d'actifs
Utilities	Sociétés de services collectifs (distribution d'électricité de gaz, d'eau, etc.)
Volatility control	Ensemble de techniques visant à limiter la volatilité du rendement d'un portefeuille
Warehousing	« Stockage » de titres, au sens d'inscription au bilan

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

Omar BIROUK
Anne-Lise BONTEMPS-CHANEL
Laurent CLERC
Jérôme COFFINET
Thomas FERRIERE
Sébastien FRAPPA
Guillaume HORNY
Julien IDIER
Natacha ISSLAME-ROCHER
Nicolas JOLY
Pauline LEZ
Stéphanie TRISTRAM
Frédéric VISNOVSKI

Traduction et réalisation

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

Dépôt légal

Décembre 2017

Internet

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