



ÉVALUATION des RISQUES du SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

Juillet 2015

Préface

Ce rapport sur 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. Il est piloté et coordonné par la direction de la Stabilité financière de la Banque de France. Réalisé deux fois par an, il sera dorénavant publié en juin et décembre de chaque année. 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 et du HCSF. Elle vise en particulier à étayer les propositions du gouverneur de la Banque de France au HCSF en matière de politique macroprudentielle et, le cas échéant, à évaluer les effets de ces propositions ou mesures prudentielles sur la stabilité financière.

Christian Noyer
Gouverneur de la Banque de France

1. Synthèse : évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier français	5
2. Les risques macroéconomiques et de crédit	9
2.1 Perspectives de croissance et d'inflation revues à la hausse en France	9
2.1.1 Tonalité plus positive dans les Projections macroéconomiques pour la France de juin 2015 établies par la Banque de France	9
2.1.2 Le recul du risque de déflation en France est conforté par la remontée des anticipations d'inflation	11
2.1.3 La situation financière des entreprises s'améliore timidement	12
2.2 Les points de vigilance macroéconomiques	13
2.2.1 Scénario de remontée des taux directeurs américains	13
2.2.2 Le risque grec	14
2.3 Risques immobiliers	15
2.3.1 Le niveau des prix immobiliers demeure un sujet d'attention	15
2.3.2 Le système de caution français : une double protection pour l'établissement prêteur et un niveau de couverture en fonds propres plus élevé que l'hypothèque	16
2.3.3 Mécanisme de la caution en cas de défaut de l'emprunteur	17
3. Les risques de marché	19
3.1 Caractérisation des risques et facteurs explicatifs	19
3.1.1 Malgré des conditions de liquidité abondante, les épisodes de forte volatilité sont de plus en plus fréquents	19
3.1.2 Parmi les facteurs explicatifs, le rôle joué par la réglementation est surestimé	21
3.2 Développement d'indicateurs de liquidité pour la dette souveraine française	24
3.2.1 Analyse des fourchettes de cotation	24
3.2.2 La profondeur du marché	26
3.2.3 La résilience du marché	27
4. Risques pour la stabilité des institutions financières	28
4.1 Secteur bancaire	28
4.1.1 Les résultats 2014 et du 1 ^{er} trimestre 2015 mettent en avant une faiblesse de la banque de détail en raison d'une marge nette d'intérêt (MNI) sous pression	28
4.1.2 Analyse de la marge nette d'intérêt	29
4.1.3 Risques de l'environnement de taux bas	32
4.1.4 Incidence de l'épargne réglementée sur la profitabilité des banques françaises	32

4.2	Secteur de l'assurance	34
4.3	Gestionnaires d'actifs	35
4.3.1	Un environnement de taux bas qui accroît la demande pour les titres risqués	36
4.3.2	Ajustement des portefeuilles des gestionnaires d'actifs français à l'environnement de taux bas	38
4.3.3	Quels risques les fonds obligations et mixtes font-ils porter à la stabilité financière en France ?	41
5.	Annexes	43

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

Par rapport à 2014, les **conditions macroéconomiques** en France et en zone euro se sont améliorées, faisant reculer significativement le risque de déflation présent il y a encore six mois, avant la mise en œuvre du programme d'achat de la dette souveraine lancé par l'Eurosystème. En effet, selon les Projections macroéconomiques pour la France réalisées par la Banque de France dans le cadre de l'exercice large de juin coordonné par l'Eurosystème¹, la croissance annuelle moyenne du produit intérieur brut (PIB) français atteindrait 1,2 % en 2015, 1,8 % en 2016 et 1,9 % en 2017 après la stagnation de ces trois dernières années, tandis que l'inflation sous-jacente se redresserait de 0,6 % en 2015 à 1,2 % en 2016. La croissance française serait soutenue par un ensemble de facteurs externes (contre-choc pétrolier et dépréciation de l'euro), de facteurs communs à la zone euro (politique monétaire accommodante), et de facteurs internes (amélioration des marges des entreprises et reprise de l'investissement et de l'emploi).

L'amélioration de la conjoncture en zone euro et en France s'opère toutefois dans un environnement mondial moins porteur qu'anticipé il y a six mois. L'activité mondiale a ralenti au 1^{er} trimestre 2015, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le ralentissement de la croissance est également constaté dans la plupart des pays émergents. Cette faiblesse de la croissance mondiale interroge, alors que les taux d'intérêt sont extrêmement bas, en particulier dans les pays avancés, et que la politique fiscale est globalement moins restrictive. Le legs de la crise et son surplomb de dette privée et publique expliquent pour partie cette situation. En outre, des facteurs favorables à la croissance, tels que la baisse des prix du pétrole, n'ont également pas eu l'impact attendu au niveau international, bien qu'ils aient relativement fortement contribué à l'amélioration de la conjoncture en France. Le risque d'une croissance mondiale durablement faible ne peut donc être écarté et pourrait obérer la reprise en zone euro une fois passés les effets positifs de la dépréciation de l'euro.

À un horizon de court terme, les points de vigilance macroéconomiques identifiés dans le cadre de cet exercice portent sur le risque de remontée des taux d'intérêt américains et les turbulences financières qui en découleraient, ainsi que le risque de défaut de la Grèce et des conséquences liées à son éventuelle sortie de la zone euro. La situation budgétaire française reste également sous surveillance, les efforts structurels annoncés restant pour l'heure inférieurs à la cible de la Commission européenne et de nature à altérer la reprise si la consolidation budgétaire devait être plus rapide qu'anticipé.

Concernant le risque immobilier, la Banque de France continue de suivre attentivement l'évolution des prix immobiliers dans le contexte actuel de taux bas, de fortes renégociations, et de reprise du crédit et du volume des transactions. Les prix de l'immobilier commercial, en particulier, ont fortement augmenté au cours des années deux mille et se sont maintenus pendant la crise, contrairement à ceux d'autres pays européens. Les volumes d'investissements sont restés très dynamiques en 2014, sous l'effet de la bonne tenue des loyers dans un contexte de taux bas. Les valorisations paraissent en moyenne en ligne avec les fondamentaux mais le marché de l'immobilier d'entreprise est très hétérogène et la moyenne peut cacher des déséquilibres sur certains segments spécifiques de marché. L'exposition des principales banques françaises sur les professionnels de l'immobilier est stable depuis 2010. Le taux de créances douteuses augmente très faiblement alors que les banques ont atteint un niveau élevé de provisionnement. La revue du portefeuille immobilier commercial des banques ne met pas en évidence de sous-évaluation manifeste du risque sur les exposition aux risques du marché immobilier français.

L'autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a en outre analysé la solidité du système de caution français lié aux prêts octroyés. En termes de qualité, le portefeuille de garantie des sociétés de caution françaises apparaît plus diversifié que celui des sociétés de garantie hypothécaire dans les pays anglo-saxons (*mortgage insurance*), qui se cantonnent aux prêts correspondant à un apport personnel de l'emprunteur inférieur à

¹ www.banque-france.fr/uploads/tb_bdfgrandesdates/previsions-economiques-juin-2015.pdf

20 % ou 25 % de la valeur du bien. En termes de garantie, la caution française couvre la totalité de la créance quel que soit le niveau de perte. En outre, l'emprunteur consent dans son contrat de prêt une promesse d'hypothèque au profit du garant. L'inscription de cette hypothèque sera effective, si nécessaire, en cas de défaut de l'emprunteur d'un prêt cautionné. Dès lors, le cautionnement tel qu'il existe en France est une sûreté qui s'additionne au bien hypothéqué en cas de défaut.

Par ailleurs, les estimations de l'ACPR mettent en évidence des exigences en fonds propres près de trois fois supérieures pour un portefeuille cautionné par rapport à un portefeuille hypothécaire. Au final, le risque le plus élevé pour les sociétés de caution françaises semble moins concerner le niveau de pertes finales en cas de défaut de l'emprunteur que les besoins de financement pendant la période de recouvrement. Un *stress-test* a également été conduit par l'ACPR pour évaluer les conséquences d'un scénario adverse affectant les portefeuilles de crédits résidentiels cautionnés des grandes banques françaises. Il en serait résulté une baisse très modérée des fonds propres des banques.

Dès lors, le système de caution français ne paraît pas présenter pas un risque pour la stabilité du système financier. Il est au contraire un facteur de réduction des risques immobiliers et de résilience, comparativement à la situation des autres pays.

Concernant les **risques de marché**, les épisodes de forte volatilité apparaissent de plus en plus fréquents (avril 2013 sur les bons du Trésor japonais, octobre 2014 sur les bons du Trésor américain, 29 avril et 7 mai 2015 sur les bons du Trésor allemand) malgré des conditions de liquidité abondantes sur les grands marchés obligataires souverains (démarrage du *Quantitative Easing* (QE) de la Banque centrale européenne (BCE) en zone euro le 9 mars 2015). La correction observée sur les marchés obligataires européens fin avril et début mai peut s'apparenter à un choc de volatilité initié par une combinaison de facteurs techniques de court terme et à la situation grecque. Elle n'est en particulier pas associée à un retournement des anticipations de politique monétaire comme cela a pu être le cas lors de l'annonce par la banque centrale américaine de la revue à la baisse de son programme d'achat de titres en mai 2013.

Sur le marché secondaire, la dette française présente une très forte liquidité avec des fourchettes de cotation resserrées ainsi qu'une rotation quotidienne conséquente, grâce à plusieurs caractéristiques structurelles de ce marché. En dépit d'une légère dégradation tendancielle de la liquidité en début d'année 2015, les évolutions constatées depuis quelques semaines ne sont pas défavorables à la dette française, en comparaison avec la dégradation observée sur la dette italienne notamment et la liquidité effective globale sur la dette française demeure en ligne avec les niveaux observés en 2014.

La volatilité sur les marchés obligataires souverains a également touché l'ensemble des autres segments de marché obligataires et notamment les marchés de la dette d'entreprises.

Eu égard au caractère récent de ces phénomènes, la Banque de France reste très attentive à la situation et va poursuivre le suivi et l'analyse de ces mouvements de marché. À ce stade, des interrogations demeurent sur les causes de ce regain de volatilité : s'agit-il d'un retour à la normale après une période marquée par une volatilité particulièrement faible en raison notamment des politiques d'injection massive de liquidité des banques centrales ? Ou est-ce un phénomène plus structurel lié à un changement d'attitude face au risque et conduisant les marchés vers un nouvel équilibre auquel il faudra que les intervenants de marché s'adaptent ?

Dans l'environnement de taux bas actuel, susceptible de durer en zone euro, les banques sont exposées à un double risque :

- La persistance des taux bas réduit progressivement les marges nettes d'intérêt. Les taux de rendement des actifs diminuent plus rapidement que le coût moyen du financement

bancaire au passif du bilan dans un contexte de concurrence accrue sur les crédits et les dépôts. Les établissements de crédit sont soumis à la rigidité à la baisse de la rémunération des dépôts réglementés, compensée pour le moment par une forte baisse du coût de financement de marché. La baisse de la marge nette d'intérêt des banques observée depuis plusieurs années est supérieure à la croissance observée des revenus provenant des commissions ou de frais bancaires annexes. En conséquence, les banques pourraient délaisser leur activité de banque de détail au profit d'activités plus dynamiques telles que l'assurance et les activités de marché, à la volatilité plus importante. En outre, leurs politiques drastiques de réduction des coûts pourraient, à l'extrême, générer des risques opérationnels. Parallèlement, la faiblesse des taux d'intérêt pourrait inciter les banques à augmenter leur prise de risque.

- Inversement, un redressement brutal des taux d'intérêt pourrait dégrader les conditions de refinancement, la répercussion de la hausse des taux étant moins rapide sur les crédits que sur le passif (financement de marché et dépôts), et réduire un peu plus les marges d'intérêt, tandis que la valorisation au prix du marché des actifs obligataires provoquerait des pertes latentes pour les banques. En outre, un tel choc affecterait les ménages et les entreprises dont le désendettement ne s'effectue que lentement, ce qui pourrait avoir un impact négatif *in fine* sur les banques.

L'impact total des évolutions de taux sur la rentabilité des banques dépend toutefois de la duration et des profils de maturité respectifs de l'actif et du passif de chacune d'entre elles ainsi que de leurs stratégies d'investissement et de couverture.

Par ailleurs, la mise en œuvre des nouvelles réglementations constraint les perspectives de l'année 2015, au-delà du niveau des taux d'intérêt. En comparaison avec la moyenne des banques du Mécanisme de supervision unique (MSU), les prévisions des banques françaises sont plus pessimistes en termes de marge nette d'intérêt mais plus optimistes en ce qui concerne les revenus de *trading* et le coût du risque. Si les volumes de crédit aux entreprises devraient s'accroître en 2015, à l'inverse, la marge nette d'intérêt pourrait être réduite en raison notamment d'une concurrence accrue entre banques pour gagner des parts de marché sur les activités de prêt et de collecte de dépôts.

Les **assureurs** pourraient également être pénalisés par l'environnement de taux bas. Les études réalisées par l'ACPR ne montrent pas d'urgence pour le marché français. Ainsi, le calcul des taux de couverture des quinze organismes vie les plus importants du marché français semble montrer qu'à fin 2014, la grande majorité des organismes est encore en mesure de couvrir les exigences de

Tableau 1

Synthèse des principaux risques
pour le système financier français : niveau et évolution

Principaux risques pour le système financier français	Niveau actuel et changement ^{a)}
1. Risques macroéconomiques Recul du risque de déflation et amélioration de la conjoncture en France et zone euro. Environnement mondial moins porteur. Forte incertitude sur la situation en Grèce.	
2. Risques de marché Fréquence accrue des épisodes brutaux de correction sur les marchés. Légère dégradation tendancielle de la liquidité en début d'année 2015 mais situation toujours très favorable pour la dette française.	
3. Environnement de taux bas et gestion d'actifs Hausse de la demande pour les titres les moins bien notés. Possible sous-évaluation des risques par les investisseurs. Prise de risque toutefois limitée au niveau des gestionnaires d'actifs en France.	
4. Risques bancaires et des assurances Pression à la baisse des taux bas sur la marge nette d'intérêt des banques. Vulnérabilité limitée des assureurs français à l'environnement de taux de bas concernant la couverture de leurs risques en première analyse, mais la vigilance reste de mise.	
5. Risques immobiliers Robustesse du système de caution des prêts immobiliers. Impact limité sur le CET1 des banques françaises en cas de scénario adverse.	

Risque systémique

Risque élevé

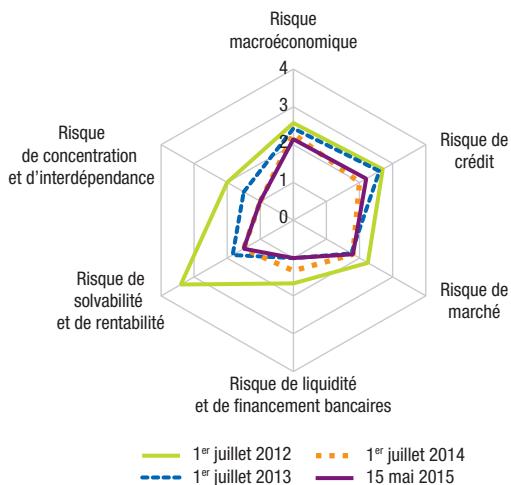
Risque modéré

a) 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. Le changement (représenté par le sens de la flèche) correspond à l'évolution du risque depuis le dernier exercice d'évaluation des risques et des vulnérabilités (décembre 2014). Les vulnérabilités identifiées résultent de l'examen des différents indicateurs de la cartographie des risques (dont les notes reflètent l'intensité des risques pour la stabilité financière) et de la prise en compte d'informations plus qualitatives.

Source : Banque de France.

Schéma 1

Évaluation des risques



Source : Banque de France.

signaux de cette recherche de rendement qui aplani les différentes primes de risque (liquidité, crédit et taux) et fait supporter aux investisseurs un risque que ces derniers n'ont pas toujours la possibilité d'évaluer correctement.

Principaux points d'attention
pour le second semestre 2015

- Évolution de l'activité économique et de ses perspectives
- Signes de reprise sur le marché immobilier dans un contexte de taux bas et de renégociations accrues
- Volatilité sur les marchés boursiers et obligataires
- Rentabilité des institutions financières et prise de risque dans l'environnement de taux bas

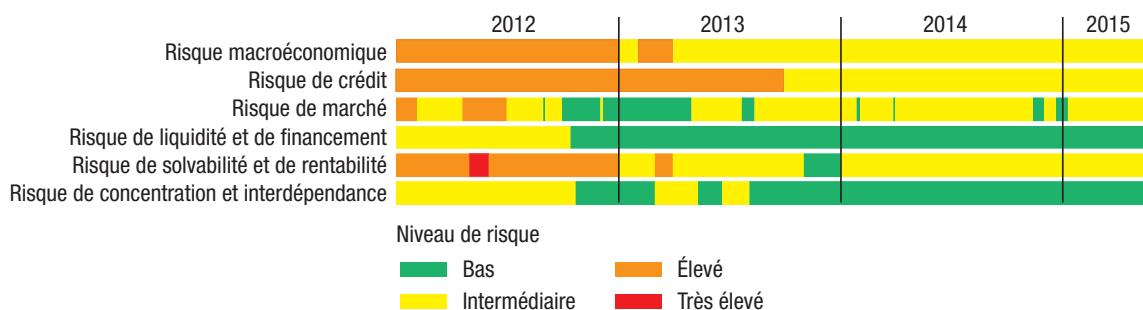
capital, compte tenu du taux de couverture élevé observé en situation initiale. Une baisse du taux de couverture de 15 points de pourcentage en moyenne est cependant observée. De surcroît, l'impact de la baisse supplémentaire des taux observée en 2015 n'a pu être estimé. En tout état de cause, la rentabilité à long terme des assureurs examinés survivrait à un environnement prolongé de taux bas. Néanmoins, la vigilance reste de mise et un ajustement du modèle d'activité paraît nécessaire.

Enfin, **l'environnement de taux bas actuel est susceptible d'affecter la situation des gestionnaires d'actifs**. Tout au long de l'année 2014 et au début de l'année 2015, les conditions monétaires accommodantes ont maintenu la volatilité à un niveau très faible et favorisé la quête de rendement des investisseurs (notamment les assurances-vie et les fonds de pensions) qui transite notamment par l'industrie de la gestion d'actifs. Les valorisations élevées des actions, les *spreads* de crédit de plus en plus resserrés et l'émission abondante de titres de dettes des entreprises sont autant de

Cependant, la nouvelle allocation des investissements des gestionnaires d'actifs en France semble traduire une prise de risque limitée à ce stade. En particulier, les fonds obligations et mixtes ont privilégié un allongement de l'horizon de leur placement associé à une diversification géographique pour compenser la perte de rendements induite par les taux bas. Par ailleurs, la présence d'investisseurs institutionnels traditionnellement acheteurs d'obligations est de nature à modérer les effets d'une remontée rapide des taux d'intérêt sur la stabilité financière.

Schéma 2

Notation du risque depuis le 1^{er} janvier 2012
cut off date = 15 mai 2015



Notes : Agrégées par catégorie de risque. En cas d'indisponibilité d'un indicateur particulier, sa notation, entrant dans le calcul de la note agrégée, est maintenue égale à la notation de sa dernière valeur disponible. Absence de couleur = aucun indicateur disponible pour une catégorie de risque donnée. Par rapport aux seuils de référence pertinents pour chaque indicateur.

Source : Banque de France.

2 Les risques macroéconomiques et de crédit

Depuis le second semestre 2014, les conditions macroéconomiques en France et en zone euro se sont améliorées, faisant reculer significativement le risque de déflation. En effet, selon les Projections macroéconomiques pour la France réalisées par la Banque de France dans le cadre de l'exercice large de juin coordonné par l'Eurosystème², la croissance annuelle moyenne du PIB français atteindrait 1,2 % en 2015, 1,8 % en 2016 et 1,9 % en 2017, après une stagnation lors des trois dernières années, tandis que l'inflation sous-jacente se redresserait de 0,6 % en 2015 à 1,2 % en 2016. La croissance française serait soutenue par un ensemble de facteurs externes (contre-choc pétrolier et dépréciation de l'euro), de facteurs communs à la zone euro (politique monétaire accommodante) et de facteurs internes (amélioration des marges des entreprises et reprise de l'investissement et de l'emploi). La croissance en zone euro devrait également gagner en dynamisme, soutenue par les mêmes facteurs externes qu'en France ainsi que par une orientation des politiques budgétaires moins restrictive.

L'amélioration de la conjoncture en zone euro et en France s'opère toutefois dans un environnement mondial moins porteur qu'anticipé il y a six mois. L'activité mondiale a ralenti au 1^{er} trimestre 2015, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le ralentissement de la croissance est également constaté dans la plupart des pays émergents, l'Inde faisant exception. Cette faiblesse de la croissance mondiale interroge, alors que les taux d'intérêt restent extrêmement bas, en particulier dans les pays avancés, et que la politique budgétaire est globalement moins restrictive (voire neutre en moyenne dans les pays de l'OCDE). Le legs de la crise et son surplomb de dettes privée et publique expliquent pour partie la faiblesse actuelle de la croissance. En outre, des facteurs favorables à la croissance, tels que la baisse des prix du pétrole, n'ont pas eu l'impact attendu au niveau international bien qu'ils aient relativement fortement contribué à l'amélioration de la conjoncture en France, engendrant une hausse de l'épargne des ménages et un recul de l'investissement dans les secteurs de l'énergie non compensé par un surcroît d'investissement dans les autres secteurs. Le risque d'une croissance mondiale durablement faible ne peut être écarté, et pourrait obérer la reprise en zone euro passés les effets positifs de la dépréciation de l'euro.

À court terme, les points de vigilance identifiés dans le cadre de cet exercice portent sur le risque de remontée des taux d'intérêt américains et les turbulences financières qui en découleraient, ainsi que sur le risque de défaut de la Grèce et des conséquences liées à sa sortie éventuelle de la zone euro. La situation budgétaire française reste également sous surveillance, les efforts structurels annoncés demeurant encore inférieurs à la cible de la Commission européenne.

2.1 PERSPECTIVES DE CROISSANCE ET D'INFLATION REVUES À LA HAUSSE EN FRANCE

2.1.1 Tonalité plus positive dans les Projections macroéconomiques pour la France de juin 2015 établies par la Banque de France

Selon les prévisions récemment publiées par la Banque de France, l'économie française bénéficierait d'un environnement international en légère reprise et des gains de compétitivité-prix induits par la dépréciation de l'euro. Selon les indicateurs conjoncturels disponibles, elle pourrait s'établir autour de 0,3 % au 2^e trimestre 2015. La croissance de la zone euro a quant à elle légèrement accéléré depuis plusieurs trimestres et cette tendance devrait se poursuivre. En fin d'année 2014, le commerce mondial a connu une accélération et la demande adressée à la France augmenterait à un rythme plus soutenu, à 3,5 % en 2015, 5,3 % en 2016 et 5,5 % en 2017 (après 2 % en moyenne entre 2008

² www.banque-france.fr/uploads/tb_bdfgrandesdates/previsions-economiques-juin-2015.pdf

et 2014). La dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro début 2015 ainsi que les mesures d'allégement du coût du travail (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE et Pacte de responsabilité et de solidarité – PRS) permettraient une légère hausse des parts de marché françaises à l'exportation en 2015, qui se stabiliseraient ensuite en 2016 et 2017. L'évolution de l'environnement international conduirait donc à une augmentation des exportations (5,4 % en 2015, 5,8 % en 2016 et 5,7 % en 2017, après 2,4 % en 2014). L'effet net sur la croissance du rebond des exportations serait toutefois en grande partie atténué par le dynamisme des importations (6,3 % en 2015, 5,0 % en 2016 et 5,4 % en 2017, après 3,9 % en 2014), en raison notamment de la reprise de l'investissement des entreprises, à fort contenu en importations. Le déficit commercial (mesuré en comptabilité nationale) se réduirait de 1,9 % du PIB en 2014 à 1,6 % du PIB en 2015 et 2016, du fait de la baisse de la facture énergétique, avant de se creuser de nouveau en 2017, sous l'hypothèse d'une remontée graduelle des prix du pétrole.

La baisse du cours du pétrole en fin d'année 2014 devrait produire des effets significatifs en 2015. Elle permettrait de réduire la facture pétrolière française de 0,8 point de PIB sur l'année 2015. Cette baisse, qui a pesé sur l'évolution de l'indice des prix à la consommation à partir du mois de janvier 2015, bénéficie au pouvoir d'achat des ménages. La consommation des ménages connaît donc une accélération en 2015, tempérée toutefois par le manque de dynamisme de l'emploi. En effet, le chômage ne devrait pas reculer cette année. Un repli du taux d'épargne vers sa moyenne de long terme à partir de 2015, soutiendrait également la consommation. Ces gains de pouvoir d'achat, conjugués à des conditions de crédit favorables, devraient interrompre la forte baisse de l'investissement logement qui pèse sur la croissance française depuis 2008. La contribution de ce poste sur la croissance du PIB entre 2008 et 2014 a en effet été en moyenne annuelle de - 0,2 % pb. En 2014, l'investissement des ménages a reculé pour la troisième année consécutive : - 5,3 %, après une baisse de - 1,5 % en 2013 et de - 2,1 % en 2012. Si les indicateurs conjoncturels ne laissent pas présager un retournement rapide, l'investissement des ménages connaît une baisse moins importante en 2015 et 2016, avant de s'orienter positivement à partir de 2017.

Tableau 2

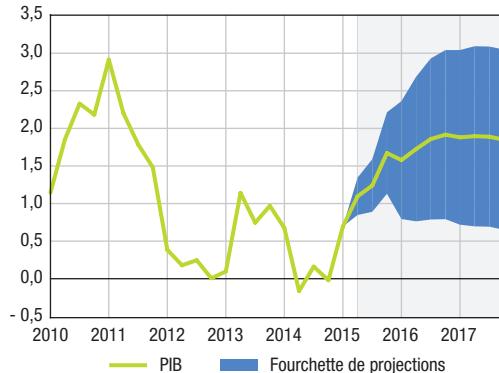
Synthèse des projections France					
	2013	2014	2015	2016	2017
IPCH	1,0	0,6	0,3	1,4	1,7
IPCH hors énergie et alimentaire	0,7	1,0	0,6	1,2	1,6
Déflateur du PIB	0,8	0,6	1,0	1,0	1,2
PIB réel	0,7	0,2	1,2	1,8	1,9
Contributions (points de PIB) :					
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	1,1	1,6	1,9
Exportations nettes	0,0	- 0,5	- 0,4	0,2	0,0
Variations de stocks	0,2	0,2	0,5	0,0	0,0
Consommation des ménages	0,5	0,6	1,7	1,5	1,6
Consommation publique	1,7	1,5	1,4	0,9	0,9
Investissement total	- 0,4	- 1,2	- 0,7	2,5	3,5
<i>Investissement public</i>	0,2	- 6,9	- 2,0	- 0,4	0,0
<i>Investissement résidentiel</i>	- 1,5	- 5,3	- 4,2	- 0,3	4,2
<i>Investissement des entreprises</i>	- 0,2	2,2	1,1	4,4	4,2
Exportations	1,8	2,4	5,4	5,8	5,7
Imports	1,8	3,9	6,3	5,0	5,4
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	- 0,1	1,1	1,6	1,3	1,6
Taux d'épargne des ménages	14,7	15,1	15,1	14,9	14,9
Taux de chômage (BIT, France entière)	10,3	10,2	10,3	10,1	9,6

Source : Banque de France.

Les mesures d'allégement du coût du travail viendraient également soutenir l'activité, via les gains de compétitivité-coût qui favoriseraient les exportations, les créations d'emplois et l'investissement des entreprises. Parallèlement, le CICE et les exonérations de cotisations sociales patronales du PRS permettraient aux entreprises françaises d'interrompre la dégradation de leur situation financière. La remontée du taux de marge, déjà amorcée, favoriserait une reprise plus vigoureuse de l'investissement, en lien avec la remontée de l'utilisation des capacités de production, dans un contexte de taux d'intérêt durablement bas. Après une stagnation fin 2014, qui se poursuivrait au 1^{er} semestre 2015, l'investissement des entreprises connaîtrait donc une reprise graduelle et progresserait de 1,1 % en 2015 puis de 4,4 % en 2016 et 4,2 % en 2017, dans un contexte d'amélioration du taux d'autofinancement qui reviendrait à son niveau de 2010.

Graphique 1

Fourchette de projections de la croissance trimestrielle du PIB
(en glissement annuel)

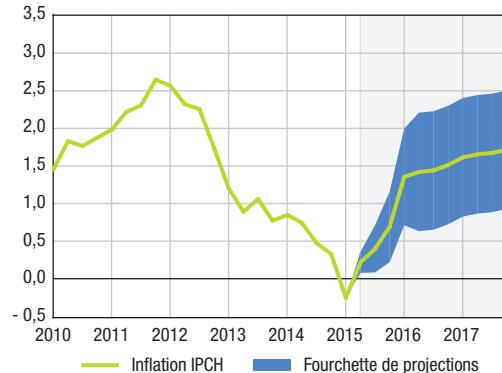


Source : Prévisions de juin 2015, Banque de France.

Graphique 2

Fourchette de projections de l'inflation IPCH trimestriel

(en glissement annuel)



Source : Prévisions de juin 2015, Banque de France.

Les perspectives pour l'économie française restent sujettes à des aléas. Les risques concernant les projections d'inflation sont globalement équilibrés. Ils sont en revanche orientés à la baisse concernant les projections de croissance. Ces risques pourraient se matérialiser en cas de ralentissement de la croissance mondiale, de remontée significative du prix du pétrole, de raffermissement significatif de l'euro ou de crises géopolitiques. Au plan interne, la reprise envisagée de l'investissement des entreprises pourrait être amoindrie si les entreprises choisissaient d'orienter les gains des mesures d'allégement du coût du travail vers les salaires ou le désendettement. La consommation serait réduite si le retour du taux d'épargne des ménages en 2016 vers sa moyenne de long terme ne se matérialisait pas. Enfin, pour 2016 et 2017, les projections sont présentées ici de façon conventionnelle, c'est-à-dire avant les mesures de consolidation budgétaire qui restent à spécifier et à voter dans les prochaines lois de finance.

2.1.2 Le recul du risque de déflation en France est conforté par la remontée des anticipations d'inflation

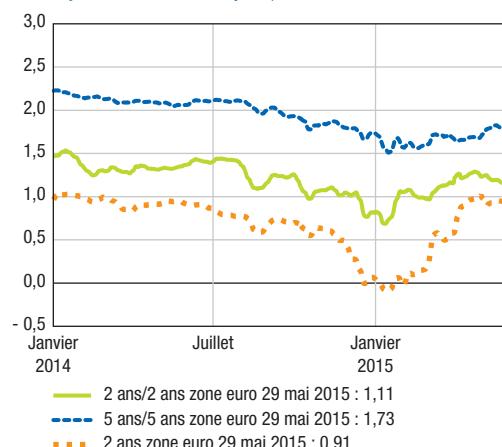
Le risque de déflation s'éloigne en France. L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), serait de 0,3 % en moyenne annuelle en 2015 (après 0,6 % en 2014), avant un rebond à 1,4 % en 2016 et 1,7 % en 2017. L'IPCH hors énergie et alimentaire, moins volatil, ralentirait à 0,6 % en 2015 (1 % en 2014) avant de se redresser graduellement à 1,2 % en 2016 puis 1,6 % en 2017. Le déflateur du PIB progresserait de 1,0 % en 2015 (après 0,6 % en 2014) et s'établirait à 1,0 % en 2016, puis 1,2 % en 2017.

Les anticipations d'inflation à court et moyen terme se redressent également. Les *swaps* sur inflation à deux ans, après plusieurs mois de baisse répétée, sont remontés à partir de janvier 2015 (cf. graphique 3) avant de se stabiliser au mois d'avril à des niveaux de l'ordre de 1 % par an, proches de ceux observés il y a un an. Les taux *forward* à 5 ans dans 5 ans remontent quant à eux à près de 1,8 %.

Graphique 3

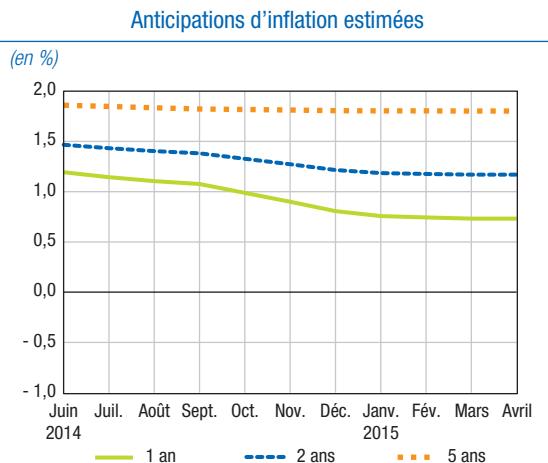
Swaps d'inflation

(en %, moyennes mobiles sur 5 jours)



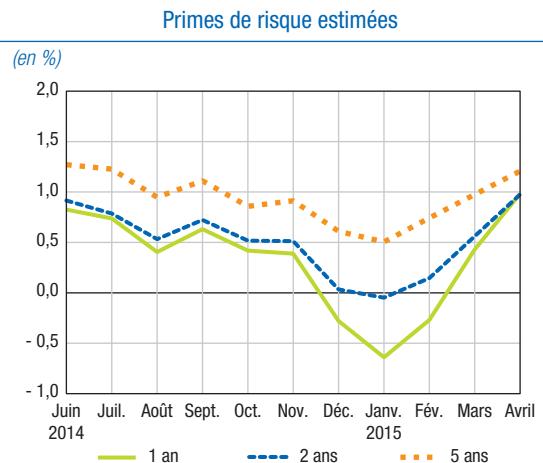
Source : Bloomberg.

Graphique 4a



Source : Calculs de la Banque de France.

Graphique 4b



Sources : FOMC et Bloomberg.

Les prix des *swaps* indexés sur l'inflation (*Inflation Linked Swaps*) à diverses échéances fournissent une mesure très utilisée des anticipations d'inflation des marchés financiers. Cependant, comme tout prix d'actif, ils contiennent une prime de risque liée à l'aversion pour le risque de l'investisseur qui achète cet actif. En l'occurrence, l'investisseur qui achète le *swap* le considère comme une assurance contre les fluctuations de l'inflation et prend en compte, pour le valoriser, la corrélation anticipée entre l'inflation et ses divers revenus. La prime de risque peut être positive ou négative, selon que l'actif assure effectivement l'investisseur contre une baisse de revenus dans les mauvais « états futurs du monde ». Une mesure précise des anticipations d'inflation requiert donc de corriger les taux *swaps* observés sur les marchés de la prime de risque. Nos estimations suggèrent que les anticipations d'inflation ont globalement arrêté de baisser à partir de janvier 2015 et sont restées stables depuis (cf. graphique 4a). La tendance haussière des *swaps* depuis le début d'année semble donc être principalement le résultat de la réduction, en valeur absolue, des primes de risque qui étaient fortement négatives au second semestre 2014 (cf. graphique 4b).

2.1.3 La situation financière des entreprises s'améliore timidement

En ce qui concerne la situation financière et le financement des entreprises, deux conclusions se dégagent de l'examen des données comptables de 2013, dernière année disponible (les données 2014 étant seulement en cours de collecte) : le taux d'épargne des entreprises a cessé de se dégrader et on assiste à la poursuite de la substitution de la dette bancaire par le financement obligataire.

Sur le premier point, l'excédent brut d'exploitation (EBE) a progressé de + 5,1 % en 2013, après la forte contraction observée en 2012 (- 8,1 %). Le taux de marge (rapport de l'EBE à la valeur ajoutée) a ainsi entamé un timide rebond à 22,7 %, contre 21,9 % en 2012. D'après les comptes nationaux trimestriels, le taux de marge des entreprises en 2014 n'aurait pas connu d'évolution notable par rapport à 2013. L'augmentation de l'EBE influant directement sur la capacité d'autofinancement, il en résulte un timide redressement du taux d'épargne (autofinancement/revenu global) et du taux d'autofinancement (autofinancement/investissement d'exploitation) des entreprises. Les mesures d'allégement du coût du travail (CICE et exonérations de cotisations sociales patronales du PRS) devraient renforcer cette tendance à l'amélioration de la situation financière des entreprises. La remontée du taux de marge, amorcée fin 2014, favoriserait une reprise plus vigoureuse de l'investissement, dans un contexte d'amélioration du taux d'autofinancement qui reviendrait à son niveau de 2010.

Encadré 1

Risques associés au crédit – éléments de conjoncture

Dans un contexte de baisse des taux d'intérêt sur les titres d'État, notamment à long terme, les taux des crédits à l'habitat s'inscrivent également en repli marqué, atteignant des niveaux inédits. Ces évolutions nourrissent les rachats de crédits externes et les renégociations (internes). Après avoir atteint un niveau record en 2013 (26,6 milliards d'euros en flux annuel) suivi d'un tassement en début d'année 2014, les rachats de crédits externes ont enregistré de nouveau une forte progression depuis la fin de l'année 2014. En valeur absolue, les rachats mensuels de crédits externes ont ainsi représenté un niveau sans précédent de 4,1 milliards d'euros en mars 2015 et une part de la production jamais atteinte depuis 2010 (près de 32 %).

Malgré ces développements, la marge nette d'intérêt (MNI) sur les opérations avec les particuliers est restée stable, à un niveau plutôt élevé, compensée par la baisse du coût de la ressource au bilan des banques (financement de marché mais aussi dépôts à vue et dépôts réglementés). Par ailleurs, à court terme, les importants volumes de rachats et de renégociations ont un effet positif sur la rentabilité des activités de banque de détail en France compte tenu du surcroît transitoire de revenus engendrés via les commissions (pénalités de remboursement anticipé, etc.).

Il n'en reste pas moins qu'à plus long terme, ces évolutions suscitent des inquiétudes quant à la rentabilité future des banques, les crédits à l'habitat représentant une part importante des crédits à la clientèle.

Quant au financement externe, la part des dettes bancaires dans l'endettement financier décroît régulièrement depuis 2008 avec un recul particulièrement prononcé entre 2011 et 2012, et prolongé en 2013. Sur cinq ans, elle est passée de 38,8 % à 29,4 %. Parallèlement, la part des obligations s'accroît de 16,7 % à 24,7 %, même dans les PME (de 1,8 % à 2,9 %) où elle est traditionnellement très basse. En revanche, l'évolution de la part des dettes bancaires pour les ETI est moins régulière. Ce phénomène de substitution apparaît donc structurel alors que la stabilisation du taux d'épargne à 14,3 % en 2013 reste à confirmer. En premier lieu, cette observation toutes tailles confondues masque une augmentation franche pour les PME et les ETI (respectivement de 11,5 % à 13,2 % et de 13,8 % à 14,5 % de 2012 à 2013) mais une nouvelle diminution pour les grandes entreprises (de 16,0 % à 14,7 %). Par ailleurs, ce taux d'épargne reste très largement inférieur à son niveau d'avant-crise (19,5 % en 2007), ce qui montre que la répartition du revenu global reste défavorable à l'autofinancement.

2.2 LES POINTS DE VIGILANCE MACROÉCONOMIQUES

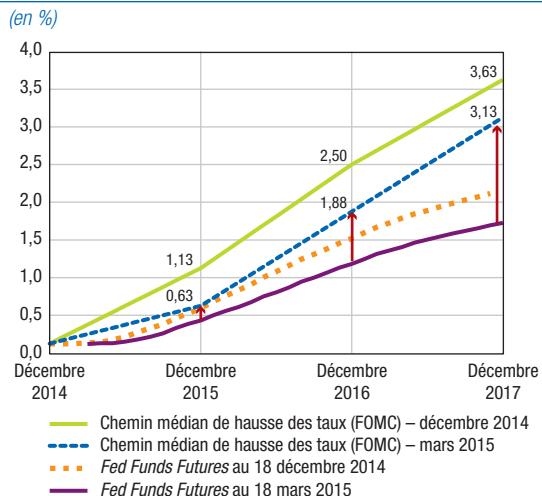
2.2.1 Scénario de remontée des taux directeurs américains

Même si l'horizon de remontée des taux directeurs aux États-Unis s'est éloigné avec les mauvais chiffres de croissance du 1^{er} trimestre 2015 et le maintien d'une inflation basse, la matérialisation de ce risque aurait des conséquences directes et indirectes majeures sur l'économie américaine et mondiale.

L'écart observé entre les *Fed Funds futures* et le chemin médian des dernières projections du *Federal Open Market Committee* (FOMC) datant de mars 2015 est en effet important et une brusque remontée des taux de marché sur le chemin médian des projections du FOMC aurait un impact négatif non négligeable sur l'économie américaine.

Graphique 5

Taux Fed Funds : évolution des *dots* et des *futures*
suite au FOMC de mars 2015



Sources : FOMC et Bloomberg.

Selon nos estimations, une séquence de chocs haussiers non anticipés des taux directeurs américains pourrait retirer entre 1,5 et 2 points de croissance du PIB américain à horizon 2017 dans un scénario de hausse de 140 pb des taux directeurs américains. L'effet direct est particulièrement négatif pour ce qui concerne les dépenses d'investissement des ménages et des entreprises. Le choc de remontée des taux américains se transmettrait à la zone euro et au reste du monde par le canal du commerce mondial. Deux effets contraires pourraient se produire : d'un côté, une demande amoindrie en provenance des États-Unis, pesant sur les exportations des pays partenaires ; de l'autre, une amélioration de la compétitivité des pays partenaires des États-Unis, les taux de change réagissant aux différentiels de taux d'intérêt et le taux de change effectif du dollar s'appréciant. Ce second effet est d'autant plus marqué que la politique monétaire en zone euro est actuellement rigide (*forward guidance* à 2 ans).

Mais au-delà du canal du commerce, la prise en compte du canal financier pourrait amplifier l'impact négatif sur l'activité mondiale.

En effet, les effets d'amplification (*spillovers*) estimés de la croissance américaine vers le reste du monde indiquent une élasticité de 20 % entre le PIB américain et celui de la zone euro³. La nature du choc est bien entendu primordiale pour la détermination de ses effets. Dans le cas d'une hausse non anticipée des taux d'intérêt américain, les effets d'amplification financiers négatifs pourraient dominer les effets de premier rang du commerce mondial, affaiblissant de façon substantielle la croissance mondiale. Dans le cas de la zone euro et de la France où les taux d'intérêt nominaux sont à zéro, l'effet désinflationniste du choc provoquerait une remontée des taux réels accentuant les effets négatifs directs du choc sur l'activité réelle.

2.2.2 Le risque grec

Le gouvernement grec a annoncé, vendredi 26 juin au soir, l'organisation d'un référendum le 5 juillet sur la proposition faite par les institutions en charge du programme d'ajustement (Fonds monétaire international – FMI, Banque centrale européenne et Commission européenne) concernant l'adoption d'un ensemble de réformes structurelles en contrepartie de l'octroi de nouveaux financements. Le Premier ministre grec a notamment expliqué l'échec des négociations par la sévérité des réformes exigées.

Le FMI a annoncé, le 30 juin 2015, un retard de la Grèce dans le remboursement des échéances qui lui étaient dues au titre du mois de juin pour un montant d'1,2 milliard de droits de tirage spéciaux – DTS (environ 1,5 milliard d'euros). Le conseil d'administration du FMI en a été informé et toute aide de l'institution est désormais suspendue à une régularisation de la situation. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF) a pris acte du retard de paiement *via* un communiqué, daté du 1^{er} juillet 2015, en indiquant qu'il pouvait, conformément à une clause de défaut croisé, (i) demander le remboursement anticipé des prêts octroyés à la Grèce, (ii) renoncer à ce remboursement anticipé, (iii) suspendre temporairement sa décision. Parallèlement, le deuxième programme d'ajustement économique pour la Grèce élaboré par la Commission européenne, le FMI et la BCE a expiré le 30 juin et n'a pas été prolongé.

³ Voir par exemple Cesa-Bianchi, Pesaran, Rebucci et Xu (2012).

La réaction des marchés financiers a conduit à une suspension de la cotation du fonds indiciel Lyxor ETF TFSE Athex 20 sur plusieurs places européennes et à une hausse significative mais contenue des taux d'emprunt des pays périphériques de la zone euro. En Grèce, pour contenir les retraits de dépôts, les banques ont été fermées temporairement et les retraits aux guichets automatiques plafonnés à 60 euros par jour. Sur décision de la Commission grecque des marchés de capitaux, la bourse d'Athènes a également été fermée provisoirement.

Lors du référendum du 5 juillet, 61,3 % des votants se sont exprimés à l'encontre de la proposition faite par les institutions. Ce résultat n'a pas empêché la reprise des négociations, mais a ouvert une nouvelle période d'incertitude et de volatilité sur les marchés financiers et d'aggravation de la situation économique et financière en Grèce. Les expositions directes des investisseurs internationaux au risque pays grec ont été sensiblement réduites depuis 2012. En particulier, les institutions financières françaises (banques et compagnies d'assurance) se sont largement désengagées du pays de sorte que leur exposition est aujourd'hui assez faible. Cependant, un risque de dégradation d'autres signatures souveraines de la zone euro existe. Dans ce contexte, l'Eurosystème suit attentivement l'évolution de la situation. Il veille au maintien d'un cadre de gestion stricte des risques financiers afférents à la fourniture de liquidité d'urgence aux banques grecques. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a également réaffirmé sa détermination à utiliser tous les instruments d'intervention et de soutien à sa disposition, dans le cadre de son mandat, si la situation de la zone euro l'exigeait.

2.3 RISQUES IMMOBILIERS

2.3.1 Le niveau des prix immobiliers demeure un sujet d'attention

Après une période de fort dynamisme entre 1999 et 2007 et entre 2009 et 2011, le marché immobilier résidentiel connaît, depuis le début de la crise, un atterrissage progressif caractérisé par une contraction significative des volumes et une baisse plus mesurée des prix. Cette baisse contraste avec les corrections de prix plus marquées observées dans d'autres pays européens ayant connu un dynamisme similaire sur les prix dans les années deux mille. On observe toutefois, depuis le début de l'année 2015, d'importants volumes de renégociations, une reprise du crédit et du volume des transactions dans le contexte actuel de taux bas, qui devront faire l'objet d'une attention suivie.

La possible surévaluation des prix immobiliers du marché résidentiel et commercial français fait l'objet d'une préoccupation relativement forte au sein des instances nationales comme internationales. À titre d'exemple, les études menées par la BCE en 2014⁴ et la Commission européenne en 2013⁵ suggèrent que la surévaluation des prix immobiliers se situerait entre 10 % et 25 %⁶, incitant à prendre en compte l'hypothèse d'un retournement plus sévère du marché que la correction des prix d'environ 6 % observée en France dans l'ancien entre 2012 et 2014 (soit 2,1 % en moyenne en rythme annuel) et qui semble se poursuivre sur le début d'année 2015.

En l'état actuel, et même en retenant la fourchette haute des estimations, la surévaluation des prix n'apparaît pas être un facteur de vulnérabilité majeur pour le système

4 BCE, Financial Stability Review, novembre 2014.

5 ECOFIN, Assessment of House Price Dynamics, note non publique à l'attention du LIME, octobre 2013.

6 L'étude réalisée par P. Antipa et R. Lecat sur données françaises en tenant en compte d'un ensemble de variables macroéconomiques (modèle à correction d'erreur) estime que les prix immobiliers se situaient 21 % au-dessus de leur niveau d'équilibre au 3^e trimestre 2012, soit avant la phase d'ajustement actuelle. Cf. « Bulle immobilière et politique d'octroi de crédits : enseignements d'un modèle structurel du marché français de l'immobilier résidentiel », Antipa (P.) et Lecat (R.), Revue de l'OFCE n° 128 – Ville et logement, pp. 163-187.

financier français. D'une part, le ratio moyen entre l'encours restant des engagements immobiliers et la valeur des biens financés apparaît protecteur, ce ratio s'établissant à 52,4 % à fin 2014. D'autre part et plus fondamentalement, les normes d'octroi de crédits des banques en matière de financement de l'habitat décrites précédemment, qui conditionnent l'acceptation d'un dossier de crédit à l'analyse de la solvabilité de l'emprunteur, tendent à déconnecter les évolutions de prix sur le marché immobilier du risque pris par les banques⁷. De fait, la solvabilité des bénéficiaires de prêts à l'habitat en France apparaît beaucoup plus dépendante des conditions macroéconomiques, notamment du marché de l'emploi, que du prix des actifs immobiliers. Enfin, le ratio prix-sur-loyer français, calculé à partir de séries en euros par mètre carré, apparaît relativement faible par rapport à ses voisins européens (Allemagne, Belgique, Espagne, Italie) sur la période 1996-2014, contrairement à ce qu'indique le même ratio calculé sur la base de séries en indices, comme cela est généralement le cas, faute de données. Ce ratio, régulièrement utilisé pour évaluer le risque de surchauffe dans le secteur immobilier, mesure à la fois l'opportunité relative, pour un occupant, d'acheter ou de louer son logement et, de façon indirecte, la rentabilité d'un placement locatif. La forte hausse du ratio prix-sur-loyer en France depuis 1996 pourrait provenir en réalité de son niveau initialement modeste.

À ce stade, il paraît donc plus important du point de vue de la stabilité financière de se concentrer sur l'analyse des mécanismes de garantie, d'autant que l'un d'eux, le cautionnement, est une spécificité française qui présente un coût prudentiel pour les banques. En effet, le cadre bâlois ne le considère pas comme équivalent à une garantie hypothécaire.

2.3.2 Le système de caution français : une double protection pour l'établissement prêteur et un niveau de couverture en fonds propres plus élevé que l'hypothèque

Le recours à une caution immobilière – qui consiste à faire appel à une société pour garantir le paiement d'un prêt en cas de défaut de l'emprunteur, en remplacement d'une garantie hypothécaire – n'est pas une pratique généralisée dans les pays occidentaux.

Si l'on compare les deux régimes dans les pays anglo-saxons et en France, on observe que :

- Aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, à Hong-Kong, aux Pays-Bas et en Australie, les garanties hypothécaires peuvent être complétées par des contrats d'assurance de prêts immobiliers (*mortgage insurance*). Les établissements prêteurs demandent généralement ce type de garantie lorsque l'apport personnel de l'emprunteur est inférieur à 20 % ou 25 % de la valeur du bien, ce qui correspond à un ratio prêt/valeur (*loan-to-value* – LTV) supérieur à 80 % ou 75 % respectivement. Le prêteur conserve une part du risque correspondant à la valeur estimée du bien après décote et cède l'excédent de risque à un assureur de prêt hypothécaire. La part du risque non garantie par l'assureur est couverte en inscrivant une hypothèque sur le bien dès l'octroi du crédit. Ainsi, l'établissement prêteur reste exposé au marché immobilier sur la totalité des prêts dont la LTV est inférieure à 75 % ou 80 %, et, pour les autres prêts, en cas de décote du bien supérieure à la part couverte par le contrat d'assurance (absorption des premières pertes).
- Dans le cadre d'un prêt cautionné en France, le prêteur cède à une société de caution la totalité du risque de défaut de l'emprunteur, quelle que soit la valeur du bien financé à l'origine. Ainsi l'assureur perçoit une prime payée par tous les emprunteurs cautionnés, quel que soit le niveau de LTV à l'origine. N'étant pas exposé au risque de défaillance de l'emprunteur, le prêteur ne prend le plus souvent, à l'octroi du prêt, aucune autre

⁷ Cette déconnexion est d'autant plus forte que la faiblesse des effets richesse en France tend à limiter les impacts macroéconomiques d'une baisse des prix de l'immobilier.

garantie que la caution. En revanche, l'emprunteur consent dans son contrat de prêt une promesse d'hypothèque au profit du garant. L'inscription de cette hypothèque sera effective, si nécessaire, en cas de défaut de l'emprunteur d'un prêt cautionné.

En termes de qualité, le portefeuille de garantie des sociétés de caution françaises apparaît plus diversifié que celui des *mortgage insurance*. En effet, comme indiqué ci-dessus, la principale différence est que la *mortgage insurance* se cantonne aux prêts avec les LTV les plus élevées. En termes de garantie, la caution française couvre la totalité de la créance quel que soit le niveau de perte et, à la différence des *mortgage insurance*, n'introduit pas de seuil avant de garantir les pertes. Par ailleurs, à la différence d'une garantie hypothécaire qui est totalement indexée sur les prix de l'immobilier, les primes mises en réserves par les sociétés de caution permettent d'absorber les premières pertes sans accentuer la baisse des prix sur le marché immobilier. Cette baisse s'est avérée significative dans le cas des *non recourse loans* dans les pays anglo-saxons, ces prêts sans autre garantie que le bien immobilier financé. En effet, dans ce dernier cas, les prêteurs mettent sur le marché les biens immobiliers en cas de défaut de l'emprunteur, ce qui pèse sur les prix.

Au total, le cautionnement tel qu'il existe en France est une sûreté qui s'additionne au bien hypothéqué en cas de défaut, contrairement à la *mortgage insurance*, qui ne couvre qu'une seule partie de la créance, ou à la garantie hypothécaire, qui ne repose que sur la valeur du bien hypothéqué. Le prêteur est en effet couvert non seulement par la société de caution mais aussi par le bien objet du prêt et, de façon plus générale, par l'ensemble du patrimoine et des revenus futurs de l'emprunteur⁸ (à la différence des *non recourse loans* pratiqués aux États-Unis). Le cautionnement, offre ainsi une protection additionnelle au prêteur.

De façon très pratique, la couverture des crédits cautionnés est assurée par :

- les provisions techniques ou le fonds mutuel de garantie des garants, constitués par les primes collectées à l'octroi et permettant l'absorption des premières pertes ;
- un recours sur le bien sous-jacent (procédure amiable et/ou judiciaire avec l'hypothèque, postérieurement au défaut, du bien objet du prêt) mais aussi sur l'ensemble du patrimoine de l'emprunteur ;
- les fonds propres des garants dans le cas où les ressources visées aux points 1 et 2 seraient insuffisantes ;
- et, en dernier ressort, par les fonds propres des banques qui ont accordé les crédits concernés – et calculent à ce titre des exigences en fonds propres destinées à couvrir les risques y afférents.

2.3.3 Mécanisme de la caution en cas de défaut de l'emprunteur

Le système de cautionnement repose en France sur le fait que le garant, subrogé après paiement dans la totalité des droits du prêteur, exerce son recours non seulement sur le bien objet du prêt mais également, en cas de valeur insuffisante du bien, sur l'ensemble du patrimoine du débiteur jusqu'à l'extinction de sa créance. Ce recours se fonde en premier lieu sur des mesures amiables d'étalement de la dette et, lorsqu'il n'y a pas d'autre solution viable, sur le recours à la vente du bien financé, comme le fait également un prêteur ayant une hypothèque inscrite au moment de l'octroi.

Dans le cas où l'emprunteur ne respecte pas son engagement contractuel de souscrire à une hypothèque au profit de la société de caution, cette dernière peut recourir à une

⁸ Ceci apporte une garantie supplémentaire même si, dans la majorité des cas, le patrimoine et les revenus sont très limités en cas de faillite personnelle.

prise d'hypothèque judiciaire. Elle obtient d'abord une inscription d'hypothèque judiciaire provisoire qui lui confère un rang et assure l'inaliénabilité du bien. Elle la convertit ensuite en hypothèque judiciaire définitive.

La procédure de recouvrement comporte cependant un risque d'exécution, notamment un risque de revente du bien avant la prise d'hypothèque, d'insolvabilité organisée ou d'inscription d'un tiers en premier rang. Si ce risque est intégré dans le calcul de la prime d'assurance, l'occurrence de cet événement est très faible. Il n'est toutefois pas à exclure une aggravation des pertes non recouvrées dans le contexte actuel de baisse des prix de l'immobilier.

Au demeurant, le risque le plus élevé semble moins concerner le niveau de pertes finales que les besoins de financement pendant la période de recouvrement (sous forme de provisions techniques ou fonds mutuel de garantie). Les procédures de recouvrement durent généralement plusieurs années et absorbent des besoins de liquidité très importants qui correspondent à 100 % du capital restant lors de la déclaration de sinistre et diminue progressivement à mesure de l'avancement de la procédure contentieuse. Un *stress-test* a également été conduit par l'ACPR dans le cadre de l'exercice coordonné par la BCE pour évaluer les conséquences d'un scénario adverse affectant les portefeuilles de crédits résidentiels cautionnés des grandes banques françaises. Des exercices supplémentaires ont été réalisés pour la présente évaluation des risques. Il en serait résulté dans les deux cas une très bonne capacité de résistance du mécanisme de caution français à une correction marquée des prix immobiliers.

3 Les risques de marché

La liquidité des marchés obligataires demeure depuis mi-2013 au cœur des préoccupations des acteurs financiers privés (banques, assurances, gestionnaires d'actifs) et des régulateurs et impose une vigilance particulière aux acteurs financiers. En effet la mesure de la liquidité pose, entre autres, les problèmes suivants :

- les indicateurs traditionnels de liquidité (fourchettes de cotation *bid/ask* ou *tightness*, volumes traités) ne sont pas nécessairement mesurables du fait de l'indisponibilité des données historiques et intra-journalières (prix, volumes, à l'achat et à la vente) de transactions de gré à gré en dehors des plateformes électroniques ;
- ces indicateurs présentent des limites intrinsèques (prix de cotation ne signifie pas prix d'exécution, les volumes seuls ne suffisent pas à mesurer la liquidité si pour un volume donné l'impact sur les prix augmente excessivement). Il faudrait donc enrichir l'analyse en tenant compte également d'indicateurs plus sophistiqués de la liquidité, telles la profondeur⁹ et la résilience¹⁰ des marchés (*depth* et *resiliency* dans le schéma 3 ci-dessus) ;
- la comparaison de ces indicateurs entre différentes classes d'actifs et dans le temps semble montrer qu'outre la bifurcation de la liquidité évoquée dans le rapport du *Committee on the Global Financial System* (CGFS) de la Banque des règlements internationaux sur la tenue de marché et le *trading* pour compte propre¹¹, entre souches liquides (dettes souveraines) et souches moins liquides (dettes d'entreprises), il y aurait également une bifurcation temporelle, *i.e.* un risque d'ajustement brutal de la liquidité (*gap risk*), pour des actifs traditionnellement considérés comme liquides.

Il convient donc de définir une approche plurielle de la liquidité et d'apprécier, à l'aune de la dette française (étude de cas réalisée sur la dette souveraine – cf. section 3.2) sa liquidité en période « normale » de fonctionnement du marché et lors d'épisodes de stress (tel que les mouvements observés fin avril/début mai 2015 sur les dettes européennes).

3.1 CARACTÉRISATION DES RISQUES ET FACTEURS EXPLICATIFS

3.1.1 Malgré des conditions de liquidité abondante, les épisodes de forte volatilité sont de plus en plus fréquents

Plusieurs épisodes récents de volatilité ont été enregistrés sur différents marchés, sans qu'il y ait un événement déclencheur particulier (avril 2013 sur les bons du Trésor japonais – JGB, octobre 2014 sur les bons du Trésor américain, 29 avril et 7 mai 2015 sur les bons du Trésor allemand). Ainsi, la correction observée sur les marchés obligataires européens fin avril et début mai peut s'apparenter à un choc de volatilité sans événement déclencheur fondamental mais initié par une combinaison de facteurs techniques et de court terme plutôt que résultant d'un retournement des anticipations de politique monétaire, comme cela a pu être le cas lors de l'annonce par la banque centrale américaine du ralentissement du rythme de ses achats de titres en mai 2013. De même, en avril 2013 sur les bons du Trésor japonais et le 15 octobre 2014 sur les bons du Trésor américain, les positions et flux ont subi un mouvement brutal lié à un choc de VaR (*Value-At-Risk*) de ces mêmes positions : la faible volatilité avait conduit un certain nombre d'acteurs soumis à des limites *stop loss*¹² en VaR (*hedge funds*, gestionnaires de fonds mutuels, *Commodity Trading Advisors* (CTA), fonds *risk parity*¹³) à augmenter progressivement leurs positions ;

9 Capacité de réaliser des transactions de grande ampleur sans influer de manière excessive sur les prix.

10 Rapidité avec laquelle les prix des actifs reviennent à leur niveau normal après un épisode de perturbation des marchés.

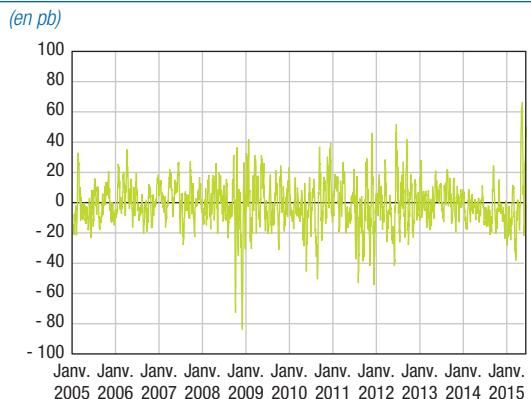
11 CGFS, Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications, CGFS Publications No. 52, novembre 2014, www.bis.org/publ/cgfs52.htm

12 Ordres de vente exécutés lorsque le cours d'un titre atteint un seuil de déclenchement.

13 Ce sont des fonds qui allouent leurs actifs non pas en capital (pourcentage des montants investis sur telle ou telle classe d'actifs) mais en risque de manière à répartir le risque sur l'ensemble des classes d'actifs (actions, crédit, taux, matières premières).

Graphique 6

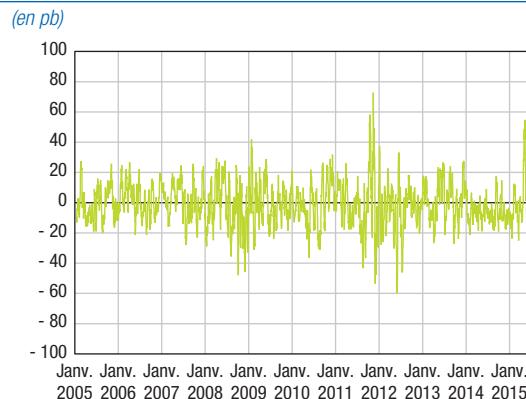
Variation sur deux semaines du 30 ans allemand depuis 2005 : la plus importante remontée des taux depuis la création de l'euro



Source : Bloomberg.

Graphique 7

Variation sur deux semaines du 10 ans français depuis 2005



Source : Bloomberg.

quand la volatilité a enregistré un brutal ajustement haussier, ces mêmes fonds ont vu leurs limites *stop loss* en VaR franchies, et ont dû déboucler rapidement et massivement leurs positions conduisant à des volumes importants sur les futures de titres allemands.

Les mouvements brutaux sur les marchés de *futures* se sont mécaniquement traduits par une forte tension sur les marchés obligataires sous-jacents, malgré l'absence de flux sur ces marchés sous-jacents signalée par certains teneurs de marchés sur certaines journées (29 avril et 7 mai). Malgré la hausse des volumes sur les marchés de *futures*, une étude réalisée par JPMorgan¹⁴ montre la détérioration de la profondeur du marché sur le *futures* 30 ans allemands allemand en s'appuyant sur un indicateur de profondeur mesurant le nombre maximum de contrats *futures* exécutés en une transaction sans faire décaler les prix sur le marché. Il apparaît ainsi que si, au début de 2014, on pouvait traiter environ 100 contrats sans faire décaler le marché, ce nombre est tombé à 20 contrats la semaine du 4 mai. Cette détérioration serait due à la baisse de 30 % sur cinq ans de la taille du marché du *repo* avec garantie souveraine allemande. Un autre indicateur (*Hui et Heubel, 1984*¹⁵) mesurant l'impact de l'exécution d'un volume donné sur les prix montre une hausse sensible de cet impact pour le contrat 30 ans allemands depuis fin avril, c'est-à-dire une détérioration de la liquidité.

La brutalité du mouvement de baisse observé sur le marché obligataire est d'autant plus surprenante que l'Eurosystème est un acteur massif sur les marchés obligataires souverains dans le cadre du programme d'achat de dette souveraine (*Public Sector Purchase Programme*).

Ces dynamiques de marché ont donc sans doute été amplifiées par des facteurs structurels (évolution du type d'acteurs, part croissante du *trading* électronique) et par une confluence de facteurs réglementaires.

L'environnement de taux bas entretient par ailleurs une sous-évaluation du risque. En effet, il constitue une véritable contrainte pour les banques, qui voient leurs marges comprimées, alors que les valorisations des engagements au passif des assureurs et des fonds de pension augmentent à mesure que les taux d'actualisation diminuent. Les assureurs et les fonds de pension sont donc dans l'obligation de chercher de hauts rendements pour

14 JPMorgan, Mai 2015, Flows and liquidity, 30y Bund's VaR shock.

15 Hui (B.) et Heubel (B.), 1984, "Comparative Liquidity Advantages Among Major U.S. Stock Markets", *DRI Financial Information Group Study Series*.

satisfaire leurs engagements garantis. Un signe de cette sous-évaluation du risque est la compression des primes de liquidité. La baisse de la prime de liquidité est particulièrement visible sur le marché des obligations d'entreprise, alors même que les volumes d'émission sont dynamisés par les taux bas.

Par ailleurs, de nombreux intervenants de marché sont d'ores et déjà sensibilisés à la difficulté croissante de traiter des volumes importants sur ce marché, signe d'une faible profondeur de marché, tandis que les teneurs de marché ont réduit leurs inventaires sur ce segment. Les gérants sont conscients que des gros volumes ne peuvent pas être traités par blocs et adaptent leurs stratégies en combinant une fragmentation « spatiale » (sur différentes plateformes) et une fragmentation « temporelle ».

Sur la dette souveraine française, on n'observe cependant pas de changement majeur des volumes sur le marché secondaire (selon l'AFT). Toutefois, depuis 2013, on constate de plus fortes variations d'un mois sur l'autre en absolue tandis que la part des volumes dédiés aux clients reste stable. On observe également de fortes disparités dans le comportement des teneurs de marché depuis la crise des dettes souveraines en 2011-2012.

3.1.2 Parmi les facteurs explicatifs, le rôle joué par la réglementation est surestimé

L'étude de l'évolution des marchés de *repo*¹⁶ permet d'illustrer les modalités par lesquelles les réformes réglementaires ont pu agir *in fine* sur la liquidité de marché en rigidifiant certains aspects, en réduisant l'offre ou en augmentant la demande de collatéral et en pesant sur l'activité de tenue de marché. La cartographie *infra* tirée de la *Revue de la Stabilité Financière* de la Banque de France d'avril 2015 permet de visualiser l'ampleur et la diversité des réformes réglementaires récentes. Le rapport du CGFS¹⁷ (2013) a établi qu'il n'y avait pas de pénurie de collatéral, mais qu'il pouvait y avoir des inadéquations entre la localisation de la demande et de la fourniture de ce collatéral.

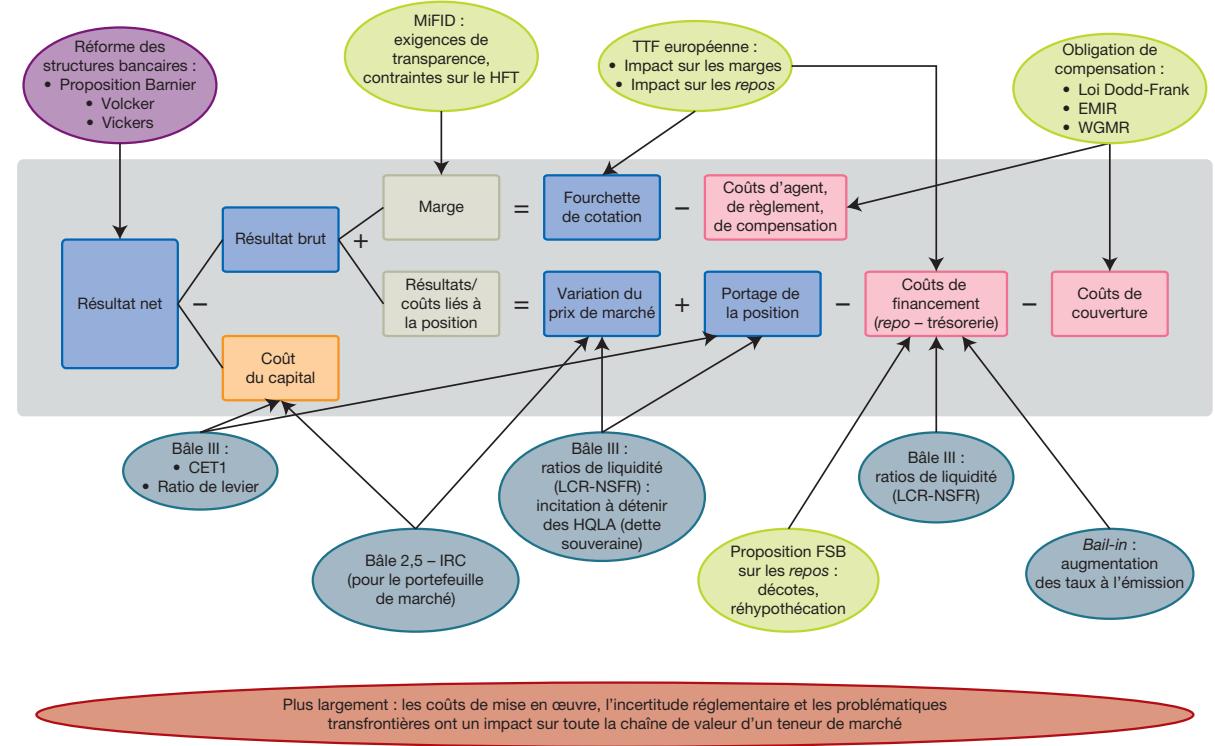
L'impact des réformes réglementaires sur le renchérissement des opérations sur le marché *repo* sécurisé illustre la façon dont elles auraient pesé sur les stratégies des acteurs de ce marché :

- alors que le ratio de solvabilité pondérait en risques favorablement les opérations de *repo*, le ratio de levier considère l'ensemble du bilan et le hors bilan, sans distinguer le niveau de risque des actifs et ne permet pas d'opérer des compensations au sein du bilan. Ainsi, le ratio de levier agirait comme une taxe sur les opérations de *repo* utilisant des actifs liquides comme les bons du trésor américain.
- la réforme du ratio de solvabilité dont l'impact serait le plus marqué pour le marché *repo* concernerait la définition du capital réglementaire Core Tier 1. L'inclusion des « autres éléments du résultat global accumulé » (*Accumulated other comprehensive income* – AOCI) et donc des gains et pertes latentes sur les portefeuilles de négociation, induit une volatilité accrue de la mesure des fonds propres de première catégorie des banques liée notamment aux activités sur marchés *repo*, en particulier pour les plus grandes institutions.
- le ratio de financement stable (*Net stable funding ratio* – NSFR) considère également que les opérations de *repo* ne constituent pas une source stable de financement. Ainsi tout financement sécurisé inférieur à 12 mois devra être couvert à 50 % par des ressources stables quelle que soit la nature du collatéral. Cela pourrait donc augmenter le coût de l'intermédiation des repos par les banques, et diminuer la fluidité du collatéral.

¹⁶ Marché de la pension livrée consistant en un échange de liquidités contre garanties titres entre deux contreparties.

¹⁷ Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets, Mai 2013, CGFS.

Schéma 3



Source : Banque de France, Revue de la stabilité financière n°19, Avril 2015.

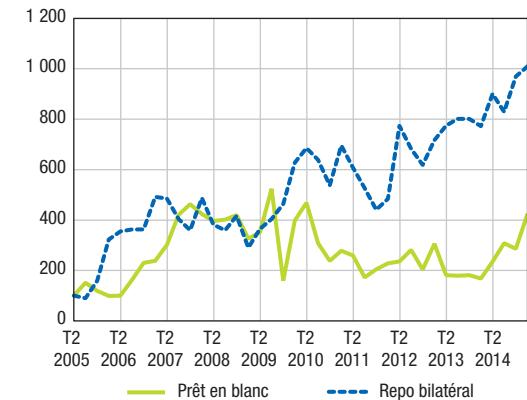
- le Règlement (UE) N°909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement des titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (DCT) a pour objet d'harmoniser les sanctions en cas de litiges. Cette réforme, permet d'améliorer l'efficacité et la sécurité des marchés, mais elle ajoute une contrainte à l'activité de tenue de marché, notamment par l'exigence de rachats d'office. En effet, les teneurs de marché qui opèrent avec des inventaires réduits (du fait de l'augmentation du coût en capital de ces inventaires), augmentent ainsi leur risque de défaut de livraison et donc le risque d'être contraint à ces rachats d'office. Selon l'International Capital Market Association (ICMA), cette réforme à elle seule aurait un impact important sur les fourchettes de cotation (*bid-ask spreads*).

Comme le montre le graphique 8, on n'observe pas de baisse des encours quotidiens des opérations de repo bilatéral pour les banques françaises. Mais, selon l'ICMA, d'autres évolutions seraient à l'œuvre :

- l'augmentation des transactions transfrontières, qui serait le signe d'une recherche de contreparties clé de taille importante à des fins de management de la liquidité. Mais elle peut aussi être le signe d'une moindre fragmentation et d'un regain de confiance.
- la part importante des contreparties centrales (CCP) dans le marché repo s'expliquerait par sa prise en compte dans les réglementations (en particulier pour le ratio de levier et le NSFR) permettant d'en alléger l'impact.
- La réglementation aurait conduit à allonger la durée des opérations, au profit des opérations de 1 à 3 mois. Mais cet allongement des maturités peut aussi s'expliquer par les taux bas durables qui facilitent des emprunts de plus longue durée.

Graphique 8

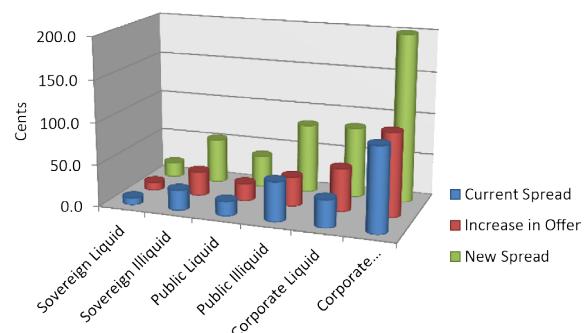
Évolution des encours quotidiens moyens de prêts en blanc versus prêts sécurisés (repo) pour les banques françaises
(base 100 = T2 2005)



Source : Banque de France.

Graphique 9

Impact, selon l'ICMA, de la réforme des DTC sur les fourchettes de cotation, par classes d'actifs obligataires



Source : ICMA.

Les épisodes de volatilité qu'on a pu observer et qui constituent les principaux signaux d'alerte aujourd'hui ne peuvent cependant s'expliquer uniquement par les évolutions réglementaires. Les comportements moutonniers à l'œuvre aujourd'hui semblent la conséquence de plusieurs évolutions structurelles, comme l'augmentation des encours des gestionnaires d'actifs ou le développement des acteurs tels que les fonds indiciens comme les *Exchange Traded Funds* (ETF). Ces acteurs réagissent aux mêmes informations économiques ou géopolitiques, notamment du fait des *benchmarks* sur lesquels les investisseurs s'appuient pour arbitrer entre un gestionnaire et un autre. Par ailleurs, le retrait des teneurs de marché est aussi le signe d'une volonté moindre de ces acteurs de prendre en charge les risques d'inventaire, de marché et de liquidité. Ce retrait est particulièrement observable sur le marché des obligations d'entreprise dans la mesure où c'est un marché très fragmenté (du fait de la multitude de souches) sur lequel les gros volumes ne peuvent être écoulés que si les teneurs de marché ont des inventaires de taille suffisante.

Les comportements des fournisseurs et demandeurs de liquidité sont divergents. Les fournisseurs démontrent une moindre volonté à porter les risques. Ainsi, alors que les teneurs de marché acceptent d'exécuter des ordres même à pertes (temporairement du moins) afin de préserver leur relation clientèle, les *traders* agissent pour compte propre et ne sont donc pas incités à entretenir la liquidité. Les demandeurs révèlent une croissance des actifs sous gestion, mais aussi une croissance des produits détenus pour leur liquidité (dont le maintien est donc indispensable). Les intervenants côté acheteurs (*buy-side*) ont repensé leurs stratégies et privilégié des comportements de détention à terme (*buy-and-hold*) afin de contourner les difficultés à dénouer de larges positions sur les marchés secondaires.

Eu égard au caractère récent de ces phénomènes de marché, une attention particulière doit être portée au suivi et à l'analyse de ces mouvements de marché. À ce stade, des interrogations demeurent sur les causes de ce regain de volatilité : s'agit-il d'un retour à la normale après une période marquée par une volatilité particulièrement faible en raison notamment des politiques d'injection massive de liquidité suite à la crise ? Ou est-ce un phénomène plus structurel ou lié à un changement d'attitude face au risque et conduisant les marchés vers un nouvel équilibre auquel il faudra que les intervenants de marché s'adaptent ?

3.2 DÉVELOPPEMENT D'INDICATEURS DE LIQUIDITÉ POUR LA DETTE SOUVERAINE FRANÇAISE

Dans quelle mesure ces évolutions affectent-elles le marché de la dette française ? Caractérisée par un encours parmi les plus élevés du monde (1 562 milliards d'euros, contre 1 139 milliards d'euros pour l'Allemagne), la dette française est répartie sur 51 souches de taille moyenne de 25 milliards d'euros comprenant des Bons du Trésor à intérêts annuels (BTAN) ainsi que des Obligations assimilables au Trésor (OAT). L'organisme qui gère la dette de l'État, l'Agence France Trésor, abonde de manière régulière (le premier jeudi du mois pour les adjudications de long terme, le 3^e pour les obligations inférieures à 7 ans) ses différentes souches afin d'optimiser ses coûts de financement ainsi que sa durée de vie moyenne (7 ans et 283 jours). Enfin, conformément à ses obligations européennes, la dette française réemet désormais plus de 65 % de son volume annuel dans des obligations disposant d'une clause d'action collective (CAC).

Sur le marché secondaire, la dette française présente une très forte liquidité, animée par dix-neuf banques Spécialistes en Valeur du Trésor (SVT), caractérisée par des fourchettes de cotation resserrées ainsi qu'un *turnover* quotidien conséquent (11 milliards d'euros en moyenne, contre 17 milliards d'euros pour le Bund). L'AFT fournit de surcroît une facilité de prêt en dernier recours pour éviter tout stress sur un bon du Trésor spécifique.

3.2.1 Analyse des fourchettes de cotation

Nous avons sélectionné pour l'Allemagne, la France et l'Italie, une obligation de terme 10 ans, qui correspond à l'obligation 10 ans « *on-the-run* » en octobre 2014, date de début de la série analysée. Ainsi, les trois obligations comparées bénéficient d'un statut identique en termes de référence au moment de l'étude. L'épisode de remontée des taux du 29 avril 2015 est un bon cas d'étude en permettant d'apprécier l'état de la liquidité sur la dette française, en absolue et en comparaison avec la dette allemande et italienne :

Analyse des *spreads* cotés (indicatifs, calculés à partir de l'écart acheteur-vendeur (*Bid-Ask spread*) fourni par Bloomberg)¹⁸ :

- en situation « normale » de marché, il apparaît que le *spread* relatif¹⁹ de la dette française (entre 0,01 % et 0,07 %) est presque aussi resserré que celui de la dette allemande (entre 0,01 % et 0,04 %) ;
- en période de remontée des taux, la liquidité de la dette française, telle qu'appréhendée par la volatilité des *spreads* cotés, est équivalente à celle de la dette allemande.

De façon plus générale, il n'apparaît pas que la liquidité se soit dégradée de façon structurelle sur la dette française depuis la fin du mois d'avril. Si un écartement du *spread* coté a bien eu lieu en 2015, celui-ci correspond à la date du 1^{er} mai²⁰. L'épisode de remontée

¹⁸ Si les fourchettes de cotations indicatives sont accessibles à partir des sources d'information financière, ni les prix d'exécution d'une transaction, ni les volumes associés ne sont disponibles pour le public

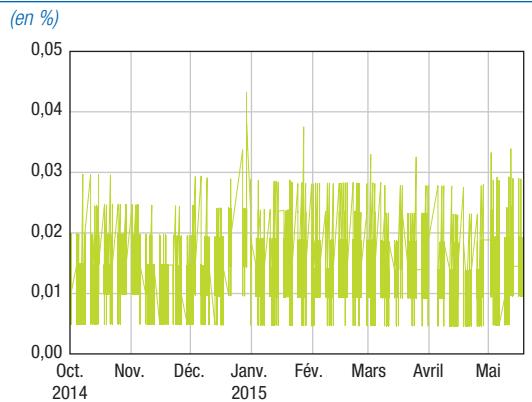
¹⁹ Il s'agit d'un B-A Spread « Composite », calculé à partir des cotations proposées par les différents teneurs de marché sur un titre donné. Ainsi, c'est une moyenne des B-A spreads de l'ensemble des teneurs de marché présents sur le titre en question, à un instant donné. Nous proposons alors

de calculer un *spread* coté relatif comme suit : $\text{Spread coté relatif} = \frac{\text{Ask} - \text{Bid}}{\frac{\text{Bid} + \text{Ask}}{2}}$

²⁰ Il révèle ainsi davantage le fait que la dette française, comme celle de tous les autres souverains de la zone euro, ne bénéficie pas d'une liquidité « normale » quand les teneurs de marché basés en zone euro ne sont pas actifs, comme c'était le cas le 01/05/2015, mais également le 24/12/2014. En d'autres termes, le fait que la dette souveraine de nombreux pays européens soit majoritairement détenue par des non-résidents implique que les jours où les marchés euro sont fermés, ceux-ci ne jouiront pas d'une liquidité identique à celle dont ils jouissent normalement. C'est la principale conclusion que l'on peut tirer de ces graphiques.

Graphique 10a

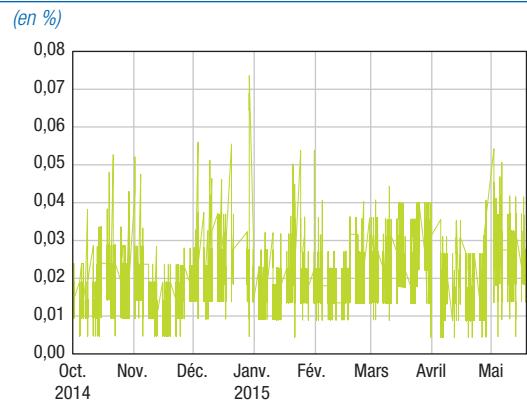
Spread coté (relatif) sur le DBR 08/2024 depuis octobre 2014
Allemagne 10 ans



Source : Bloomberg.

Graphique 10b

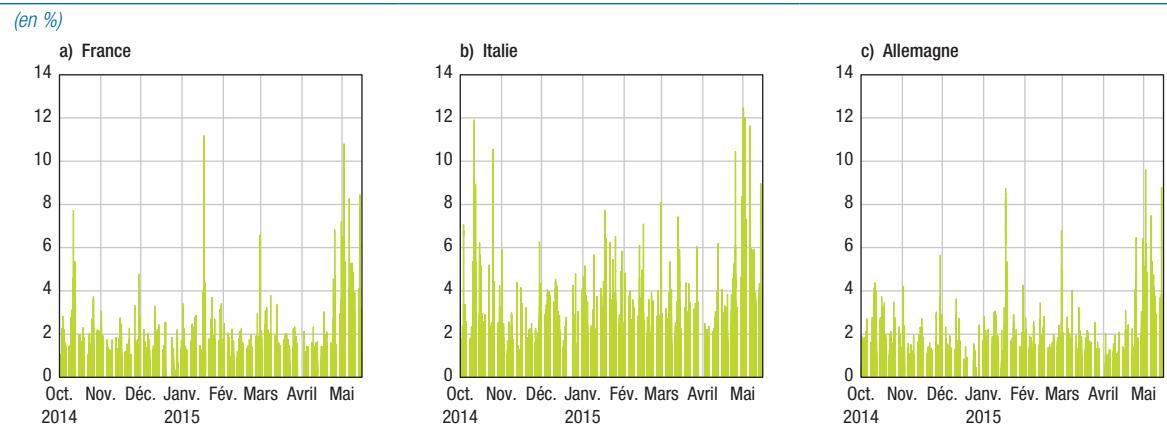
Spread coté (relatif) sur l'OAT 11/2024 depuis octobre 2014
France 10 ans



Source : Bloomberg.

Graphique 11

Volatilité annualisée (sur une période de 5 minutes) réalisée du prix Mid du 10 ans français, italien et allemand



Source : Bloomberg.

des taux ressemble davantage à un *crowded trade*²¹, le marché ayant intégré de nouvelles informations depuis la fin du mois d'avril.

Analyse des *spreads* effectifs (mesurés lors de l'exécution effective des transactions) :

Au regard des conditions effectives de négociation observées sur une plate-forme électronique (qui présente un indicateur synthétique reflétant la distance des prix effectivement obtenus au milieu de fourchette, signe d'une bonne exécution, pondérée par les volumes de transactions), en dépit d'une légère dégradation tendancielle de la liquidité en début d'année 2015, les évolutions depuis quelques semaines ne sont pas défavorables à la dette française, en comparaison de la dégradation observée sur la dette italienne. La liquidité effective globale sur la dette française demeure en ligne avec les niveaux observés en 2014.

²¹ Mouvement consistant pour les participants de marché à prendre des positions larges et identiques.

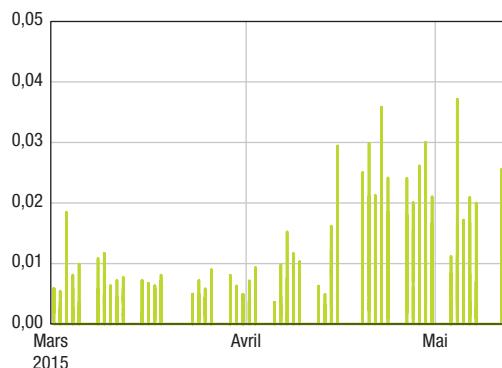
3.2.2 La profondeur du marché

En l'absence de volumes de marché sur les transactions de gré à gré, l'analyse est centrée sur les marchés de *futures* de taux. La variance des prix sur les contrats à terme à 10 ans français et allemands connaît des épisodes concomitants marqués de hausse avec une amplitude plus forte pour le *future* français, reflétant une profondeur moindre (même variation de prix pour des volumes échangés plus faibles) :

Aussi, sur deux titres de maturité 10 ans français et allemands, les ratios entre les variations de prix et les volumes (Δ Prix/ Δ Volumes) toutes les heures depuis la fin avril font apparaître une profondeur nettement plus faible pour le contrat à terme français, reflet d'une très large utilisation du contrat à terme à 10 ans allemand faite par les participants de marché en cas de stress de marché (*stop-loss* de positions, couverture des portefeuilles, prise de positions spéculatives ou directionnelles, etc.).

Graphique 12

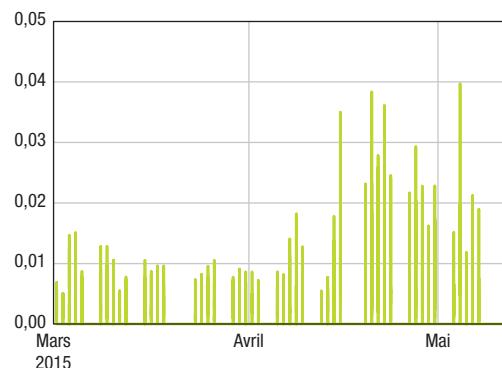
Volatilité horaire annualisée réalisée sur le contrat à terme 10 ans allemand depuis fin avril 2015



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque de France.

Graphique 13

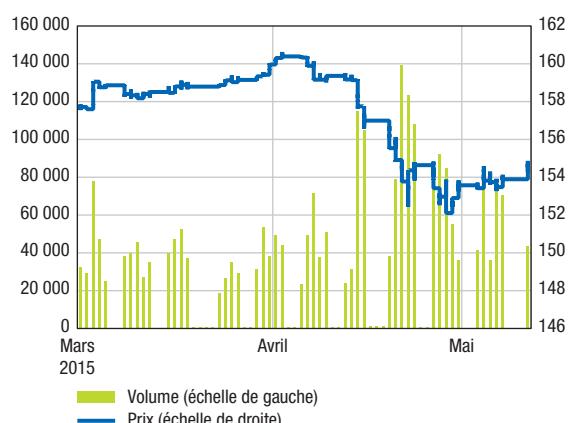
Volatilité horaire annualisée réalisée sur le contrat à terme 10 ans français depuis mars 2015



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque de France.

Graphique 14

Évolution des volumes et des prix sur le contrat 10 ans allemand



Source : Bloomberg.

Graphique 15

Évolution des volumes et des prix sur le contrat 10 ans français



Source : Bloomberg.

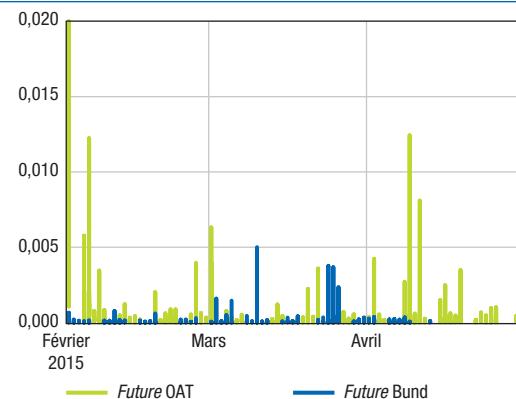
3.2.3 La résilience du marché

Un actif est dit résilient si la différence observée entre la valeur de marché et la valeur intrinsèque tend à être faible et à être rapidement corrigée dans le temps. Le *Market Efficiency Coefficient* (MEC), développé par Hasbrouck et Schwartz (1988), repose sur l'idée que les mouvements de prix sont davantage continus dans des marchés liquides, même quand une information nouvelle affecte les prix d'équilibre²². Ainsi, pour un changement permanent de prix donné, les changements transitoires du prix devraient être minimes dans un marché résilient. Le MEC est un test de l'autocorrélation entre les rendements : si le ratio évolue proche de 1, la variance des rendements ne dépend donc pas de la fréquence retenue pour le calcul des rendements. Un marché efficient et résilient devrait en effet refléter rapidement l'intégralité de l'information ; la connaissance des rendements passés ne permettant pas d'extraire des rendements anormaux.

Sur les taux à 10 ans allemand et français, cet indicateur, dont l'évolution est lissée sur quinze jours, évolue entre 0,4 et 1 en régime normal, indiquant une résilience marquée des deux marchés. En revanche, en dépassant 1 au cours du mois de mai, *i.e.* la variance longue est plus élevée que la variance courte mise à l'échelle, le coefficient calculé apparaît à la fois contre-intuitif (la variance courte mise à l'échelle devrait être en effet supérieure) et ainsi non-conclusif. Si l'évolution de l'indicateur, combinée à l'étude des fourchettes de cotation, ne permet pas en effet de conclure que la liquidité se soit significativement dégradée pendant l'épisode de remontée des taux depuis la fin avril, elle ne permet pas non plus de caractériser précisément l'état de résilience du marché pendant cette période heurtée.

Graphique 16

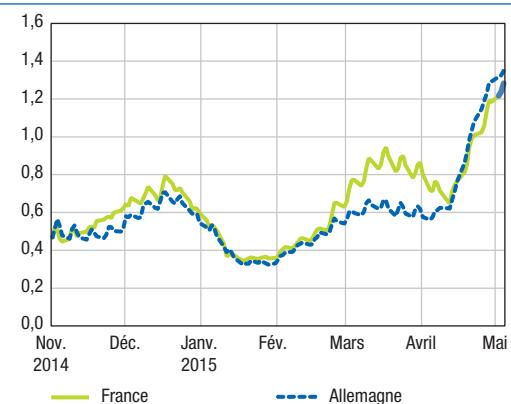
Ratio prix/volumes sur les contrats à terme 10 ans allemands et français



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque de France.

Graphique 17

Évolution comparée du MEC sur des titres à 10 ans FR/DE depuis le T4 2014



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque de France.

²² $MEC = \frac{v(r_T)}{T \cdot v(r_t)}$ Seul le prix Mid, obtenu à partir du Bid-Ask Spread, est nécessaire à la construction de cet indicateur.

4.1 SECTEUR BANCAIRE

Étant donné l'annonce du programme étendu d'achat d'actifs par la BCE le 22 janvier 2015 d'un montant total de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre 2016, l'environnement de taux bas est susceptible de durer pour une période prolongée en zone euro. Bien que des effets positifs commencent à se faire sentir sur l'économie réelle, ils pèsent aussi sur la rentabilité des banques, qui sont en effet exposées à un double risque :

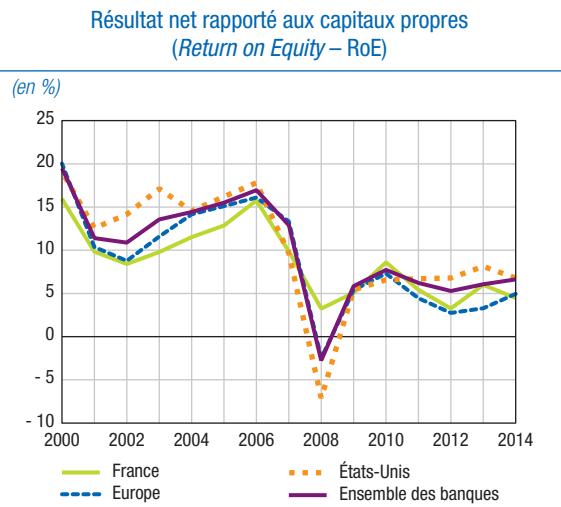
- la persistance des taux bas pèse progressivement sur les marges d'intérêt : les taux de rendement des actifs diminuent plus rapidement que le coût moyen du passif dans un contexte de concurrence accrue sur les crédits et les dépôts.
- inversement, un redressement brutal des taux d'intérêt pourrait dégrader les conditions de refinancement ; la répercussion de la hausse des taux étant moins rapide sur les crédits que sur le passif (financement de marché et dépôts), et réduire ainsi les marges d'intérêt.

L'impact total des évolutions de taux sur la rentabilité des banques dépend toutefois de la durée et des profils de maturité respectifs de l'actif et du passif de chacune d'entre elles ainsi que de leurs stratégies d'investissement et de couverture.

4.1.1 Les résultats 2014 et du 1^{er} trimestre 2015 mettent en avant une faiblesse de la banque de détail en raison d'une marge nette d'intérêt (MNI) sous pression

Les résultats de l'année 2014 des six principaux groupes bancaires français²³ marquent un recul par rapport à 2013. Le produit net bancaire (PNB) agrégé des six principaux groupes bancaires français affiche une hausse modérée de 1,8 % du fait des bons résultats des activités d'assurance et de gestion d'actifs. Le PNB de la banque de détail, qui était en hausse depuis 2008, a légèrement diminué en 2014. L'une des causes de cette baisse est la réduction de la marge d'intérêt sous l'effet d'une conjoncture peu porteuse en 2014 se traduisant notamment par un faible niveau de production de crédits aux entreprises. Par ailleurs, au passif, les établissements de crédit sont soumis à la rigidité à la baisse de la rémunération des dépôts réglementés, qui est cependant compensée pour le moment par une forte baisse du coût de financement de marché.

Graphique 18



Note : « Ensemble des banques » désigne la moyenne pondérée des 51 banques de l'échantillon, toutes zones géographiques confondues (Union européenne, Suisse, États-Unis, Canada) hors Chine (données 2014 non encore disponibles).

Sources : SNL et calculs ACPR (échantillon de 51 banques).

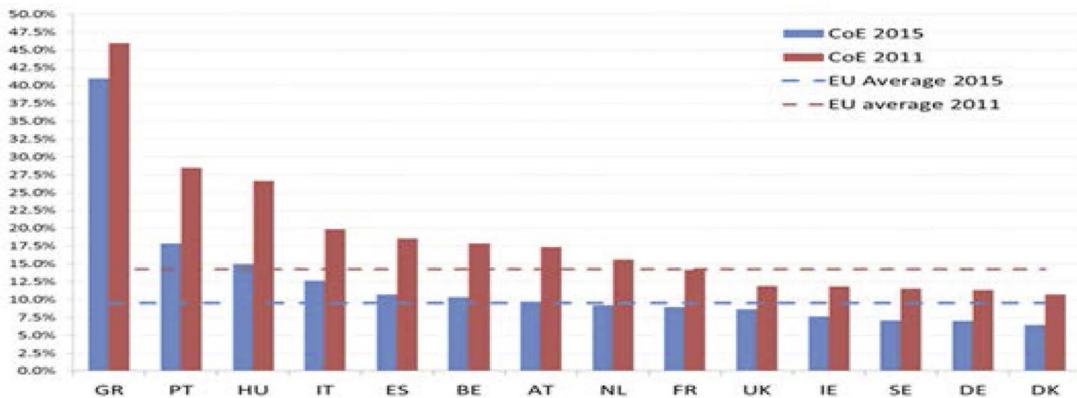
Les résultats du 1^{er} trimestre 2015 confirment ces faiblesses : les revenus de la banque de détail en France continuent de se détériorer, enregistrant une baisse de 0,8 % au 1^{er} trimestre 2015 comparativement au 1^{er} trimestre 2014 malgré une demande de crédit de la part des particuliers (en particulier sur l'habitat) qui repart à la hausse.

Rapporté aux capitaux propres, le résultat net des banques françaises cède quelques points (Graphique 18) : le ratio se situe à 4,5 % pour 2014 (– 1,5 point par rapport à 2013), ce qui le rapproche

²³ BNP Paribas (BNPP), Société Générale (SG), groupe Crédit Agricole (GCA), groupe BPCE (BPCE), groupe Crédit Mutuel (GCM) et la Banque Postale (LBP).

Graphique 19

Coût du capital (*Cost of Equity* – CoE)



Sources : Bloomberg, NYU Leonard N. Stern School of Business, calculs EBA.

du ratio des banques européennes (4,9 % en 2014, contre 3,3 % en 2013). Hors éléments exceptionnels, le ratio des banques françaises s'élèverait à 6,2 %, demeurant toujours légèrement en deçà de la moyenne mondiale (6,6 %) ou du ratio des banques américaines (6,8 %). Sur longue période, on remarque, en outre, une moindre volatilité du rendement des fonds propres (*Return on Equity* – RoE) des banques françaises, qui, en moyenne, sont restées bénéficiaires en 2008, contrairement à leurs concurrentes en Europe ou au-delà. De plus, alors que les banques françaises étaient relativement moins rentables que leurs concurrentes du continent avant 2008, elles affichent désormais de meilleures performances.

Enfin, comme pour leurs concurrentes européennes, le coût du capital (*cost of equity* – CoE) des banques françaises, qui s'interprète comme la rentabilité que requiert un investisseur à une date donnée, a sensiblement diminué entre 2011 et 2015 ; leur situation s'est en outre très légèrement améliorée par rapport à la moyenne (cf. graphique 19).

4.1.2 Analyse de la marge nette d'intérêt

L'examen des principales composantes du PNB fait ressortir une nouvelle baisse de la MNI des banques françaises en valeur absolue en 2014 après une baisse en 2013²⁴. Rapportée au total de bilan moyen, la MNI affiche ainsi un léger repli (cf. graphique 20).

Compte tenu de leur activité de transformation, la MNI des banques évolue traditionnellement positivement avec la pente de la courbe des taux. L'écart entre les taux longs et les taux courts ayant fortement diminué en 2014²⁵, la MNI s'est logiquement réduite.

Graphique 20

Marge nette d'intérêt (MNI) rapportée au bilan



Sources : Communication financière BNPP, SG, GCA, GBPCE et LBP.

24 Les données antérieures à 2014 ne sont pas retraitées des changements comptables intervenus au 1^{er} janvier 2014, relatifs notamment aux normes IFRS 10, IFRS 11 et IAS 32. Après prise en compte des retraitements comptables, le constat de baisse de la MNI est inchangé.

25 L'écart entre le taux 10 ans sur emprunts d'Etat français et le taux Eonia est passé de 2,16 % à 0,95 % de fin décembre 2013 à fin décembre 2014.

L'effet mécanique de l'aplatissement de la courbe des taux sur la MNI est également influencé par d'autres phénomènes :

à l'actif :

- sur l'activité de prêt aux ménages et aux entreprises, les banques ont fait état sur le 1^{er} trimestre 2015 d'un nouveau resserrement de leurs marges sur les crédits standard. Cette réduction des marges est plus visible sur les prêts aux entreprises que sur les prêts à l'habitat et à la consommation. L'enquête BCE d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire en zone euro indique que les banques attribuent ce resserrement des marges à leurs coûts de financement en baisse ainsi qu'à une forte pression concurrentielle.
- de surcroît, les banques françaises doivent faire face à d'importants rachats ou renégociations de crédits immobiliers induisant la production de nouveaux prêts immobiliers à des taux fixes réduits, qui pourrait se traduire par une baisse du rendement des actifs existants et donc de la MNI à long terme (cf. encadré 2).
- dans le contexte actuel de taux, le rendement global des placements des banques diminue si celles-ci augmentent leur part d'actifs souverains dans le total actif ou lors du remplacement d'actifs souverains qui arrivent à maturité par d'autres actifs souverains avec des rendements plus faibles.

au passif :

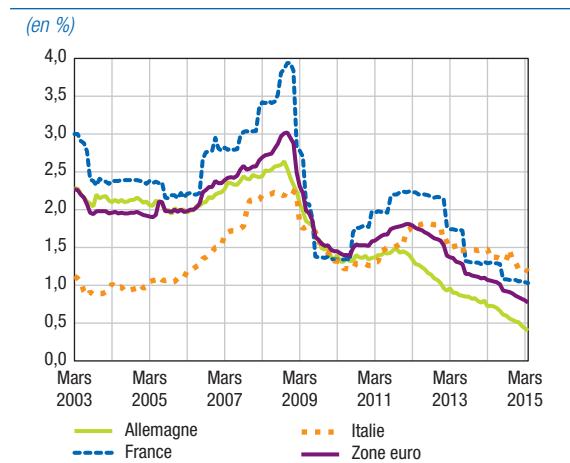
- La collecte de dépôts est restée dynamique en France, ces derniers ayant en outre crû à un rythme plus soutenu que celui des crédits. Cette progression résulte d'une volonté des banques françaises d'attirer des dépôts qui sont mieux traités dans les nouveaux ratios de liquidité bâlois²⁶ que le financement de marché. Dans ce contexte de concurrence accrue entre banques et avec d'autres produits d'épargne (l'assurance-vie), les taux de dépôts non réglementés ont donc moins baissé que dans d'autres pays européens. En effet, les taux de rémunérations des dépôts bancaires en France se situent au-dessus de la moyenne de la zone euro (cf. graphique 21) ;
- en outre, en France, le coût des dépôts souffre de la rigidité de l'ajustement à la baisse de la rémunération d'une partie des dépôts collectés sous la forme d'une épargne réglementée (Livre A, LDD, CEL/PEL) comparativement à des taux de marché en très forte baisse en 2014²⁷. Étant donné le poids important de l'épargne réglementée dans les dépôts bancaires (56,3 % en février 2015), l'impact sur les banques est non négligeable (cf. *infra*). L'absence d'ajustement à la baisse de ces taux réglementés se traduit par des charges d'intérêt et des dotations aux provisions (cas du PEL) plus élevées pour les banques et a donc une incidence négative sur la MNI ;
- À l'inverse, la baisse du coût du financement de marché joue dans un sens favorable pour la MNI : la dépendance au financement de marché des banques françaises leur a permis de réduire drastiquement leur coût de financement en 2014, même si cela constitue un facteur de vulnérabilité potentielle en cas de remontée brutale des taux. Les conditions de refinancement des banques françaises sont restées favorables en 2014 avec des taux historiquement bas (cf. graphique 22).

²⁶ En particulier le ratio de liquidité à 30 jours (Liquidity Coverage Ratio – LCR) dont l'application commence en octobre 2015.

²⁷ En 2014, les taux à court terme ont continué à baisser : les taux du marché monétaire, au jour le jour et à trois mois, se sont ainsi établis respectivement à 0,03 % et 0,18 % en moyenne en décembre 2014.

Graphique 21

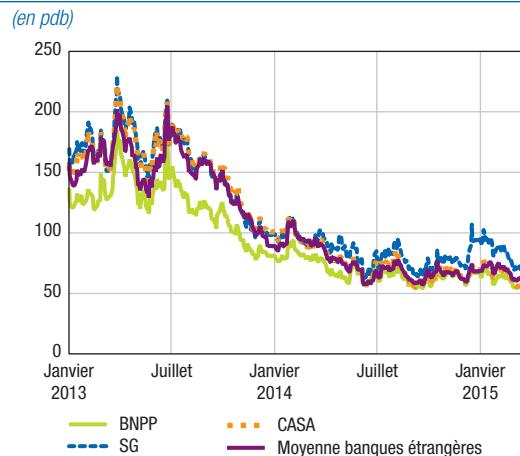
Taux de rémunération annuelle des livrets en zone euro



Source : BCE.

Graphique 22

Primes de CDS des banques françaises – dette senior,
échéance 5 ans



Source : Bloomberg.

La baisse de la MNI observée depuis plusieurs années n'est pas compensée par les revenus hors intérêts (commissions). Les commissions nettes rapportées au total de bilan moyen sont en effet stables en 2014 à 0,52 % (contre 0,51 % en 2013). Des mesures récentes ont pu affecter leur montant, à l'image du plafonnement des commissions d'intervention²⁸. Par ailleurs, 2013 avait bénéficié d'un important volume de pénalités de

²⁸ Le plafonnement des commissions d'intervention a été introduit dans la « loi de séparation et de régulation des activités bancaires » du 26 juillet 2013 et par le décret 2013-931 du 17 octobre 2013 relatif au « plafonnement des commissions d'intervention », applicables depuis le 1^{er} janvier 2014.

Encadré 2

Rachats de crédits externes et remboursements anticipés

Dans un contexte de baisse du niveau général des taux d'intérêt sur les titres d'État, notamment à long terme, les taux des crédits à l'habitat s'inscrivent également en repli marqué, atteignant des niveaux inédits. Ces évolutions nourrissent les rachats de crédits externes et les renégociations (internes). Après avoir atteint un niveau record en 2013 (26,6 milliards d'euros en flux annuel) suivi d'un tassement en début d'année 2014, les rachats de crédits externes ont enregistré de nouveau une forte progression depuis la fin de l'année 2014. En valeur absolue, les rachats mensuels de crédits externes ont ainsi représenté un niveau sans précédent de 4,1 milliards d'euros en mars 2015 et une part de la production jamais atteinte depuis 2010 (près de 32 %).

L'incidence négative de ces développements sur la MNI a été compensée par la baisse du coût de la ressource au bilan des banques (financement de marché mais aussi dépôts à vue et dépôts réglementés). Par ailleurs, à court terme, les importants volumes de rachats et de renégociations ont un effet positif sur la rentabilité des activités de banque de détail en France compte tenu du surcroît transitoire de revenus engendrés via les commissions (pénalités de remboursement anticipé, etc.).

Il n'en reste pas moins qu'à plus long terme, ces évolutions suscitent des inquiétudes quant à la rentabilité future des banques, les crédits à l'habitat représentant une part importante des crédits à la clientèle.

remboursements anticipés lié à une très forte activité sur les rachats de crédits externes, phénomène qui s'est sensiblement ralenti sur l'année 2014, même si un net rebond est observé sur ce segment depuis les derniers mois de 2014 (cf. *supra*).

4.1.3 Risques de l'environnement de taux bas

Les risques de l'environnement de taux bas sont les suivants :

- la faible rentabilité due à l'environnement de taux bas constraint les banques à s'interroger sur leurs modèles d'activité (*business models*). En effet, la faiblesse de la pente de la courbe des taux rend l'activité traditionnelle de transformation en banque de détail moins rentable et pourrait les inciter à s'en détourner au profit d'autres activités telles que l'assurance et les activités de marché.
- la faiblesse des taux d'intérêt peut inciter les banques à augmenter leur prise de risque. Pour l'instant, il n'y a pas d'indication d'un tel phénomène. Par exemple, l'enquête mensuelle sur le crédit d'avril 2015 montre que les banques n'assouplissent plus leurs critères d'octroi sur la marge d'intérêt pour les prêts les plus risqués.
- l'environnement de taux bas, parce qu'il réduit le service de la dette, pourrait retarder le désendettement des ménages et entreprises et les rendre ainsi plus vulnérables à des chocs futurs, ce qui pourrait avoir un impact négatif sur les banques.

4.1.4 Incidence de l'épargne réglementée sur la profitabilité des banques françaises

Évolution des encours d'épargne et des taux réglementés

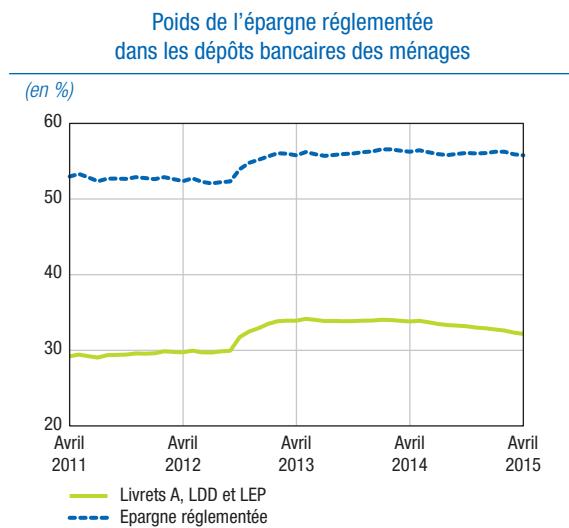
L'épargne réglementée comprend les livrets A, les LDD et LEP (dont l'encours est majoritairement centralisé au fonds d'épargne géré par la Caisse des dépôts et consignations) de même que les autres livrets réglementés (livret jeune, CEL, livrets d'épargne entreprise) ainsi que les PEL et les PEP. Le poids de l'épargne réglementée dans les dépôts bancaires est relativement stable dans le temps (autour de 55 %) excepté les variations induites par les relèvements des plafonds intervenus en octobre 2012 pour le Livret A et le LDD et en janvier 2013 pour le Livret A uniquement (cf. graphique 23).

Les encours portés par les ménages résidents sont essentiellement concentrés sur le Livret A (37 %), le PEL (31 %), le LDD (15 %), le LEP (7 %). À fin mars 2015, l'encours de Livret A était de 253,8 milliards d'euros²⁹, l'encours de PEL/CEL s'élevait à 254,4 milliards d'euros et celui de LDD s'élevait à 101,7 milliards d'euros.

Les différents supports de l'épargne réglementée suivent des dynamiques divergentes, qui reflètent l'écart de taux observé entre ces dépôts (cf. tableau 3) : entre mars 2014 et 2015, l'encours de Livret A a baissé de 7,6 milliards d'euros (- 2,9 %) alors que, dans le même temps, l'encours de PEL a augmenté de 22,5 milliards d'euros (+ 11,2 %). Cette progression est proche, en montant, de l'augmentation des dépôts à vue (+ 27,3 milliards d'euros sur un an, + 9,3 %), qui sont le premier poste de placement bancaire des ménages avec 321,3 milliards d'euros.

²⁹ L'encours des ménages résidents représente 97 % de l'encours total de Livret A et la quasi-totalité de l'encours des autres dépôts bancaires considérés (le solde étant constitué des dépôts des ménages non-résidents et, pour le Livret A, de l'encours des quelques sociétés non financières autorisées à détenir un Livret A, comme les associations non soumises à l'IS ou les sociétés d'HLM).

Graphique 23



Note : les dépôts bancaires des ménages sont constitués des dépôts à vue, des comptes sur livrets (Livre A, LDD, LEP, CEL, livrets bancaires, livret jeune, autres comptes d'épargne à régime spécial) et des dépôts à terme (dont le PEL et le PEP).

Source : Banque de France.

Tableau 3

Encours de dépôts bancaires des ménages résidents
à fin mars 2015

(encours en milliards d'euros, taux de croissance en %)

	Encours	Taux de croissance
Livret A et bleus	253,8	- 2,7
dont centralisé	151,0	
LDD	101,7	0,0
dont centralisé	60,4	
LEP	46,1	- 0,8
dont centralisé	27,1	
PEL/CEL	254,4	+ 11,0
DAV	321,3	+ 8,4
Autres dépôts	254,7	- 1,8
Total	1 232,0	+ 2,8

Source : Banque de France.

Les taux du Livret A et des autres livrets réglementés sont fixés par des règlements. Ceux-ci comprennent notamment des formules de calcul qui visent à garantir une rémunération le plus souvent supérieure au niveau de l'indice des prix à la consommation hors tabac. Par conséquent, ils sont moins réactifs que des taux de marché aux modifications du taux directeur de la BCE. En outre, diverses dispositions réglementaires conduisent à ne pas appliquer en fait les formules de calcul, si bien que les taux de l'épargne réglementée sont très éloignés des taux de marché, ce qui nuit gravement à la transmission de la politique monétaire. Malgré la baisse du taux du Livret A (à 1 % en août 2014), ce dernier reste ainsi très supérieur à son taux de rémunération théorique (0,25 % pour le Livret A et le LDD à fin avril 2015) ainsi qu'aux conditions de marché. L'écart avec l'Eonia est ainsi actuellement (à fin mai 2015) de plus de 100 pb pour le Livret A puisque l'Eonia est légèrement négatif. Pour le PEL, le taux issu de la formule de fixation qui prend en compte les taux *swap* de maturité de 2, 5 et 10 ans, s'élève à 0,50 % à fin avril 2015, bien en deçà du taux réglementaire des nouveaux PEL fixé à 2 % pour les PEL ouverts à compter du 1^{er} février 2015 (2,5 % auparavant).

Charges d'intérêt liées à l'épargne réglementée

Comme l'ensemble des produits d'épargne bancaire, l'épargne réglementée génère une charge pour les banques qui est comptabilisée en charge d'intérêt. Le graphique 24 *infra* montre l'évolution de la charge d'intérêt liée à l'épargne réglementée depuis 2003.

Après un pic à fin 2012 (4 milliards d'euros au dernier trimestre 2012), la charge d'intérêt trimestrielle liée à l'épargne réglementée atteint au dernier trimestre 2014 environ 2,8 milliards d'euros, soit en dessous de la moyenne observée sur la période 2003-2014 (environ 3,7 milliards d'euros trimestriellement).

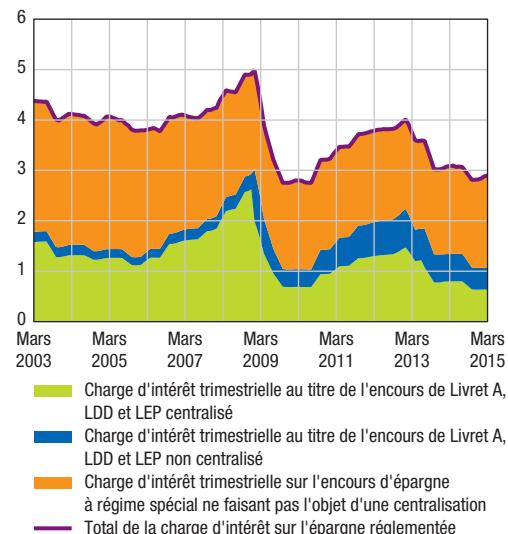
Sur cette période, la principale source de charge d'intérêt est liée non pas aux livrets faisant l'objet d'un mécanisme de centralisation (en vert et bleu sur le graphique) mais plutôt aux autres produits d'épargne réglementée (en orange), notamment le PEL³⁰.

³⁰ Ce qui inclut : Livret jeune, Comptes d'épargne-logement, Plans d'épargne-logement, Plans d'épargne populaire, Autres comptes d'épargne à régime spécial.

Graphique 24

Charges d'intérêt trimestrielles sur l'épargne réglementée

(en milliards d'euros)



Notes : La charge d'intérêt relative à l'épargne centralisée est indiquée pour mémoire, puisqu'elle est exactement compensée par des produits perçus du fonds d'épargne. La catégorie « autre épargne réglementée » inclut : Livrets bleus, Livret jeune, Livrets d'épargne populaire, Livrets de développement durable, Comptes d'épargne-logement, Plans d'épargne-logement, Plans d'épargne populaire, Autres comptes d'épargne à régime spécial

Source : Banque de France.

Pour l'encours non centralisé de ces livrets³¹, après une hausse continue de mi-2010 à fin 2012, celle-ci n'a cessé de diminuer depuis atteignant ainsi 430 millions d'euros au dernier trimestre 2014, ce qui est proche du niveau moyen sur la période 2003-2014 (environ 390 millions d'euros trimestriellement).

Impact des provisions PEL/CEL sur le PNB
des banques françaises

Au-delà du niveau de la charge d'intérêt, l'épargne réglementée peut impacter la rentabilité des banques via d'autres canaux notamment celui des dotations aux provisions. En effet, l'obligation de rémunérer dans le futur à un taux fixé à l'ouverture du contrat pour une durée indéterminée et celle d'octroyer un crédit aux souscripteurs d'un CEL/PEL a des conséquences défavorables que les établissements doivent provisionner³². Les variations de provisions d'un exercice sur l'autre viennent impacter le PNB et, plus précisément, la marge nette d'intérêt.

Le PEL est aujourd'hui un des placements les plus rémunérateurs du marché car son taux réglementé rapporte autant voire davantage que d'autres produits d'épargne. En conséquence, la collecte sur le PEL a été forte en 2014 et sur le 1^{er} trimestre 2015. Cette forte collecte oblige mécaniquement les banques à accroître

le montant de leurs provisions, qui sont d'autant plus élevées pour celles qui ont une importante part de marché. In fine, les dotations aux provisions CEL/PEL viennent diminuer le PNB et donc le résultat net.

4.2 SECTEUR DE L'ASSURANCE

Concernant la vulnérabilité des assureurs à l'environnement de taux bas, deux scénarios sont envisagés :

- un scénario prolongeant les tendances actuelles d'inflation faible ou négative et de bas niveau des taux d'intérêt ;
- un deuxième scenario envisage un maintien du bas niveau des taux d'intérêt pendant trois ans, puis une hausse brutale de l'inflation et des taux d'intérêt en 2018.

L'environnement durable de taux bas et la baisse supplémentaire observée actuellement sont à même de pénaliser les assureurs. Ce contexte défavorable a été identifié depuis longtemps comme une source potentielle de défaillance des assureurs européens, la crise qu'a traversée le Japon dans les années quatre-ving-dix et au début des années deux mille restant gravée dans les mémoires. Ainsi en mars 2013, l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (*European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA), s'est exprimée sur les réponses prudentielles à apporter à un envi-

31 Les conditions de la centralisation d'une partie des ressources à la CDC impliquent une neutralité de la rémunération des livrets A dans le compte de résultat des banques.

32 Le 31 mars 2006, le Conseil national de la Comptabilité (CNC) a publié l'avis n° 2006-02 relatif à la comptabilisation des comptes et plan d'épargne-logement dans les établissements habilités à recevoir des dépôts à consentir des prêts d'épargne-logement.

ronnement de taux bas prolongé. L'autorité européenne a par ailleurs mené des tests de résistance en 2014 incluant des *scenarii* dont l'objectif était d'évaluer les effets d'un environnement de taux bas prolongé sur la solvabilité et sur la couverture des engagements des entreprises offrant des garanties de long terme. Les deux *scenarii* de taux testés (scenario de baisse durable des taux – dit « à la Japonaise » et scenario atypique d'inversion de la courbe des taux) avaient montré relativement peu d'effets pour la majorité des organismes français faisant partie de l'étude : le montant de pertes en fonds propres s'avérait très mesuré (– 6 % pour l'ensemble du marché dans le cas du scenario japonais).

Toutefois, on observe actuellement un taux européen à 10 ans inférieur aux taux retenus pour les deux *scenarii* taux bas des stress tests EIOPA³³. Dès lors, il devenait nécessaire de compléter l'exercice européen par des études spécifiques afin d'évaluer l'effet de cet environnement défavorable sur le marché français. Les premiers résultats ne montrent pas d'urgence pour le marché français dans ce contexte d'environnement de taux bas.

L'effet attendu sous Solvabilité II serait qu'une baisse des taux dégrade la solvabilité des assureurs. Cependant, notons que l'amplitude du phénomène reste difficile à établir en raison de nombreux effets contraires :

- la baisse des taux augmente la valeur de l'actif obligataire, qui représente environ 60 % du bilan des assureurs, et donc l'actif net ;
- l'effet sur la valeur des engagements envers les assurés (*best estimate*) est plus ambigu même si la résultante serait plus souvent une hausse qu'une baisse : d'une part la baisse du taux d'actualisation accroît la valeur actualisée des flux futurs ; d'autre part, le moindre rendement des actifs réduit la participation aux bénéfices et donc la valeur des engagements. Par ailleurs, la probabilité d'occurrence et l'ampleur des rachats dynamiques dans le cadre de *scenarii* de remontée des taux augmentent lorsque les taux sont bas. Cela augmente également la valeur des *best estimate* ;
- au total, l'actif net peut ne baisser que modérément et il peut augmenter pour certains organismes ;
- le capital de solvabilité requis pourrait diminuer car le choc sur les taux ne peut aboutir à des taux négatifs et qu'il est spécifié en pourcentage : il est donc plus faible sur un taux plus bas. Par ailleurs, au-delà de la baisse des taux, l'année 2014 se caractérise par l'atonie du marché actions qui réduit le capital de solvabilité requis du fait de la baisse de la charge actions³⁴ (*equity dampener*). Ces effets compensent l'accroissement du capital requis pour couvrir les risques de marché liés à la hausse de la valeur de l'actif.

Dans le contexte actuel d'environnement de taux d'intérêt bas, des taux de rémunération de l'épargne réglementée durablement rigides à la baisse – en l'absence d'une application stricte de la formule de calcul réglementaire prévue – gênent la transmission de la politique monétaire et sont de nature à affecter la rentabilité d'un certain nombre d'acteurs du système financier français.

4.3 GESTIONNAIRES D'ACTIFS

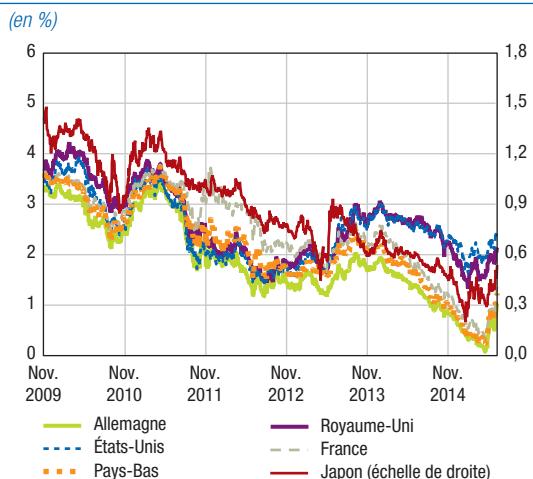
Les marchés financiers apparaissent comme très sensibles à la politique monétaire, qu'elle soit déjà mise en œuvre ou anticipée. Tout au long de l'année 2014 et au début de l'année 2015, les conditions monétaires accommodantes ont maintenu la volatilité à un niveau très faible et favorisé la quête de rendement des investisseurs. Les valoris-

³³ Le taux à 7 ans de ce scenario était proche du niveau du TME atteint en février 2015 (0,66 %), pour descendre encore à 0,46 % en avril, mais 0,92 % en mai 2015.

³⁴ Mécanisme d'ajustement visant à diminuer les effets pro-cycliques des mouvements de marché sur la détention d'actions par les organismes assureurs.

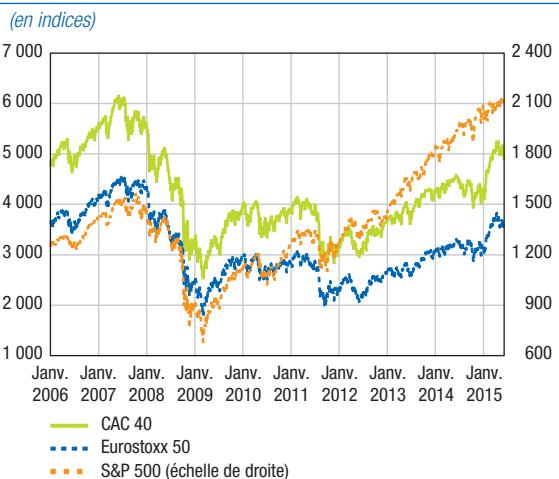
Graphique 25a

Baisse de rendement des titres souverains (10 ans)



Graphique 25b

Évolution des principaux indices boursiers



sations élevées des actions, les *spreads* de crédit de plus en plus resserrés, et l'émission abondante de titres de dettes des entreprises sont autant de signaux de cette recherche de rendement, qui transite notamment par l'industrie de la gestion d'actifs et qui aplanit les différentes primes de risque (liquidité, crédit et taux) et fait supporter aux investisseurs un risque que ces derniers n'ont pas toujours la possibilité d'évaluer correctement. Dans ce contexte, la nouvelle allocation des investissements des gestionnaires d'actifs en France traduit une prise de risque limitée. Par ailleurs, la présence d'investisseurs institutionnels traditionnellement acheteurs d'obligations est de nature à modérer les effets d'une remontée rapide des taux d'intérêt sur la stabilité financière.

4.3.1 Un environnement de taux bas qui accroît la demande pour les titres risqués

Le maintien des taux directeurs en zone euro à un niveau particulièrement bas comprime les rendements des titres de dette et accroît la demande pour les actions.

La politique monétaire très accommodante en zone euro a joué un rôle clé dans l'augmentation de la valorisation des actifs tout au long de l'année 2014 et au début de l'année 2015. Les taux directeurs particulièrement bas et la politique de rachat de la BCE des obligations souveraines ont contribué à réduire le rendement de ces dernières (cf. graphique 25a)³⁵ et ont augmenté la demande des investisseurs, en quête de rendement, pour des actifs plus risqués qui s'est illustrée par une hausse prononcée du CAC 40 et de l'Eurostoxx 50 sur la période récente (cf. graphique 25b).

La faiblesse des rendements des titres bien notés accroît la demande des investisseurs pour les titres les moins bien notés et les plus risqués.

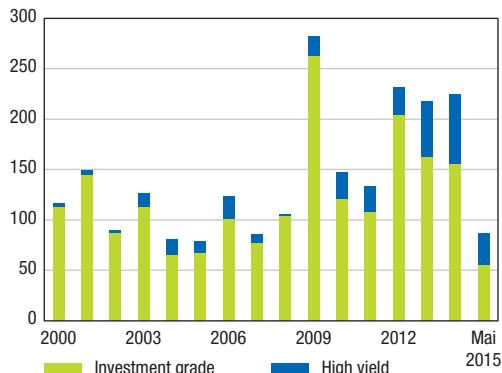
Dans leur programme d'optimisation, les agents économiques cherchent à maximiser le rendement de leurs investissements tout en limitant les risques de pertes en capital à un niveau qu'ils considèrent comme acceptable. Le faible niveau de rendement peut inciter

³⁵ Les taux des obligations souveraines émises par la France ont fortement diminué depuis la crise financière. D'août 2009 à mai 2015, les taux des obligations à 10 ans ont baissé plus rapidement (300 pb environ) que ceux des obligations à 3 ans (environ 230 pb). Des évolutions similaires peuvent s'observer aux États-Unis ou encore en Allemagne et traduisent la mise en place de politiques monétaires accommodantes. Les courbes des taux des principales zones monétaires ont donc vu à la fois leurs niveaux baisser et leurs pentes s'aplatir.

Graphique 26a

Émissions d'obligations en zone euro
par les entreprises non financières

(en milliards d'euros)

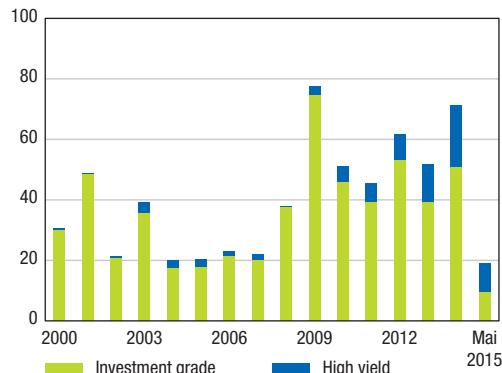


Source : Dealogic.

Graphique 26b

Émissions d'obligations en France
par les entreprises non financières

(en milliards d'euros)



Source : Dealogic.

cependant les investisseurs à élargir les classes d'actifs dans lesquels ils placent habituellement leurs fonds. En Europe et en France, cela s'est traduit par une demande de plus en plus forte pour les obligations à haut rendement (*high yield*) (cf. graphique 26a et 26.b) qui sont jugées beaucoup plus risquées que les titres obligataires de qualité investisseur³⁶.

L'aplatissement de la courbe des taux crée donc chez les investisseurs qui veulent maintenir un niveau de rendement élevé, une incitation à allonger la maturité de leurs titres de dettes détenus et à être plus exposés aux obligations à haut rendement.

Cette forte demande pour les actifs risqués et à plus longue maturité crée un effet indésirable pour les investisseurs qui est celui de la baisse du rendement de cette classe d'actifs résultant du nouvel équilibre entre l'offre et la demande. À cet égard, les résultats obtenus par Horny, Manganelli et Mojon³⁷ (2015) montrent un paradoxe saisissant sur le découplage entre le risque et le rendement découlant de la demande spécifique sur certains titres de dette risqués. En effet, cette étude indique que des titres ayant un risque de défaut non-nul (rating Moody's entre Ba1 et Baa3) ont été échangés en 2014 bien qu'ils présentent des rendements plus faibles d'environ 30 pb à des titres avec un risque de défaut moindre (rating Moody's entre Aaa et A3), et ce, toutes choses égales par ailleurs.

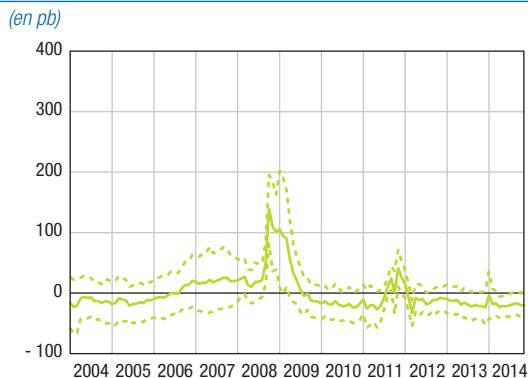
L'aplatissement de la courbe des taux n'est toutefois pas la seule raison qui incite les agents à acquérir des actifs plus risqués. La détention de ces titres est intimement liée à la perception du risque par les investisseurs, qui peut être distordue par l'évaluation du marché de ces risques, ou encore même, résulter de certaines régulations prudentielles. Becker et Ivashina (2015) montrent par exemple que les ratios prudentiels s'appliquant aux assureurs aux États-Unis comprennent des seuils qui les incitent à investir, au sein de ce que la réglementation traite comme des actifs de même risque, et qui sont pourtant des actifs plus risqués. La recherche excessive de rendement est d'autant plus plausible que des réglementations prudentielles sont mises en place dans un environnement de taux longs peu élevés sur les marchés.

36 Les titres de qualité investisseur (investment grade) sont les titres dont la notation est supérieure à BBB. Le risque des obligations notées en dessous de BBB comporte un fort risque de perte en capital.

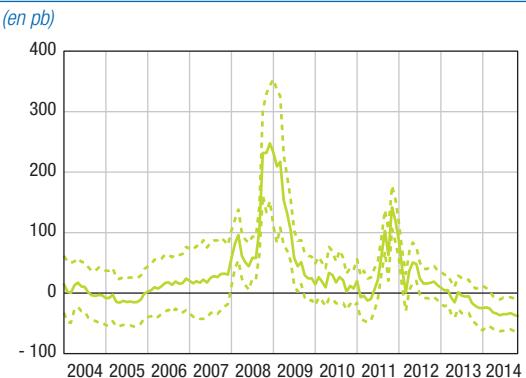
37 Horny (G.), Manganelli (S.) et Mojon (B.) (2015) : « Measuring Financial Fragmentation in the Euro Area Corporate Bond Market », Mimeo. Dans ce papier de recherche de la Banque de France, les auteurs étudient les obligations émises par les entreprises non financières, et s'intéressent à ce qui détermine les écarts de rendement entre les différents titres où les émetteurs considérés sont des entreprises résidant en Allemagne, Espagne, France ou Italie.

Graphiques 27 Écarts de rendements des titres obligataires selon leur notation

a) Rating Moody's entre A1 et A3



b) Rating Moody's entre Baa1 et Baa3



Note : Les graphiques représentent les écarts de rendement, en pb, que doivent fournir des titres avec différents rating Moody's pour être échangés. L'écart est calculé par rapport à des titres dont le rating Moody's est compris entre Aaa et A3, pris comme référence. Le trait plein représente le rendement supplémentaire estimé et les pointillés les intervalles de confiance. Les estimations ont été effectuées avec des obligations émises par les entreprises non-financières.

Source : Horny, Manganelli et Mojon (2015).

Les gestionnaires d'actifs représentent une classe d'investisseurs institutionnels en France également confrontée à la même problématique de recherche de rendement dans un environnement de taux bas. Ils doivent cependant tempérer leur prise de risque pour ne pas subir une baisse de revenus³⁸ due à un effondrement de la valeur des actifs gérés. De plus, le risque de rachat massif peut engendrer un risque systémique étant donné l'importance des montants qu'ils gèrent.

4.3.2 Ajustement des portefeuilles des gestionnaires d'actifs français à l'environnement de taux bas

Évolution de l'actif net des fonds d'investissement en France

L'encours sous gestion des fonds d'investissement non monétaires représentent près de 1 100 milliards d'euros à fin mars 2015 soit la moitié du PIB de la France.

Les fonds d'investissement non monétaires³⁹ domiciliés en France totalisent un actif net⁴⁰ de 1 099,8 milliards d'euros à fin mars 2015. En France, les fonds mixtes sont les plus prisés et représentent 30 % de l'actif net, suivis des fonds actions avec un peu moins de 30 % puis des fonds obligations (23 %) et les autres fonds avec 17 %.

L'évolution de l'actif net des fonds d'investissement en France est dans une situation atypique par rapport au reste de la zone euro.

Le marché français est moins dynamique que le reste de la zone euro en 2014. L'actif net de l'ensemble des fonds non monétaires de la zone euro progresse de 1 143 milliards d'euros en 2014 (soit + 16 %). Les principaux pays contributeurs sont le Luxembourg (+ 480 milliards d'euros, + 20 %), l'Irlande (+ 200 milliards d'euros, + 19 %) et l'Allemagne (+ 176 milliards d'euros, + 14 %). Les encours des fonds non monétaires français augmentent, pour leur part, de 64 milliards d'euros (soit + 7 %), leur part de marché dans la zone euro revenant de 14 % fin 2013, à 12 % fin 2014 (cf. graphique 28a).

38 Les revenus des gestionnaires d'actifs consistent en des commissions de gestion correspondant à un pourcentage appliqué aux montants gérés.

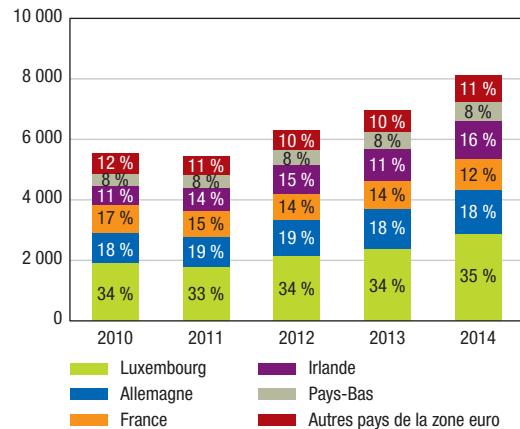
39 Le périmètre des fonds non monétaires étudié n'inclut pas les fonds immobiliers qui relèvent d'une autre logique d'investissement

40 L'actif net représente les parts souscrites par les investisseurs dans un fonds d'investissement.

Graphique 28a

Évolution de l'actif net des fonds non monétaires
en zone euro

(en milliards d'euros et en part de marché)

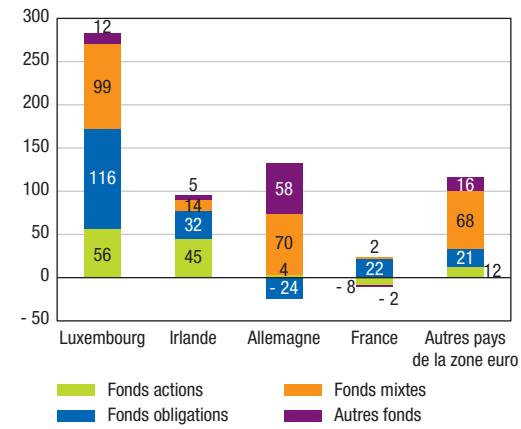


Source : Banque de France.

Graphique 28b

Flux de souscriptions nettes dans les principaux pays
de la zone euro en 2014

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France.

En 2014, les souscriptions nettes de parts de fonds actions et de fonds mixtes expliquent une grande partie de la progression des fonds non monétaires dans tous les pays sauf en France où celles des fonds obligations sont prépondérantes (cf. graphique 28b).

Allocation des placements des investisseurs dans les fonds d'investissement en France

En France, les investisseurs souscrivent principalement des parts de fonds d'obligations.

Suite à la crise de la dette souveraine en zone euro, les taux obligataires français ont évolué autour de 1 % pour le TEC 5 ans et 2,20 % pour le TEC 10 ans entre juin 2012 et décembre 2013. Au cours de cette période de relative stabilité, les éventuels investisseurs de fonds obligataires ont pris une position attentiste, conduisant à des flux de souscriptions nettes quasi nuls.

En revanche, de janvier 2014 à mars 2015, les souscriptions nettes en parts de fonds obligations ont été très dynamiques (flux de souscriptions nettes : 24,9 milliards d'euros), traduisant un intérêt renouvelé pour ce type de placements. Elles constituent le principal flux positif en France avec celles des fonds mixtes (flux de souscriptions nettes : 9,7 milliards d'euros). Les investisseurs ont préféré ne pas prendre de risques excessifs, en continuant à céder des fonds actions pour un montant de 9,5 milliards d'euros. Leur actif net augmente toutefois de 272 à 327 milliards d'euros sur cette période, soutenu exclusivement par la progression des indices boursiers.

L'année 2014 marque la progression de la part des investisseurs étrangers dans les fonds d'investissement domiciliés en France.

Entre mars 2014 et mars 2015, les fonds non monétaires résidents ont attiré davantage les investisseurs

Tableau 4

Évolution de la part respective des principales catégories d'investisseurs

(en %, actif net en milliards d'euros)

Secteur détenteur	Fin mars 2013	Fin mars 2014	Fin mars 2015
Institutions financières monétaires	3,2	3,4	3,8
OPC non monétaires	12,3	11,6	11,6
Sociétés d'assurance	39,3	39,9	34,4
Autres institution financières	1,0	1,0	0,9
Sociétés non financières	3,0	2,8	4,3
Ménages + ISBLM	21,7	21,3	20,1
Administrations publiques	7,6	8,1	10,3
Non résidents	11,9	11,7	14,6
Actif net	901,0	970,2	1 099,8

Source : Banque de France.

étrangers. En effet, la part d'agents non-résidents dans le total de détention de fonds non monétaires résidents progresse sur un an de 11,7 % à 14,6 % (cf. tableau 4). Ces investisseurs acquièrent autant des parts de fonds actions que de fonds obligations. Parmi les détenteurs résidents, les sociétés d'assurance ont principalement cédé des parts de fonds obligations, ce qui explique la diminution de leur poids dans la détention (baisse de 39,9 % à 34,4 % en un an). La progression des administrations publiques résidentes, notamment des administrations de sécurité sociale, est également notable (14,6 % fin mars 2015, après 11,7 % fin mars 2014).

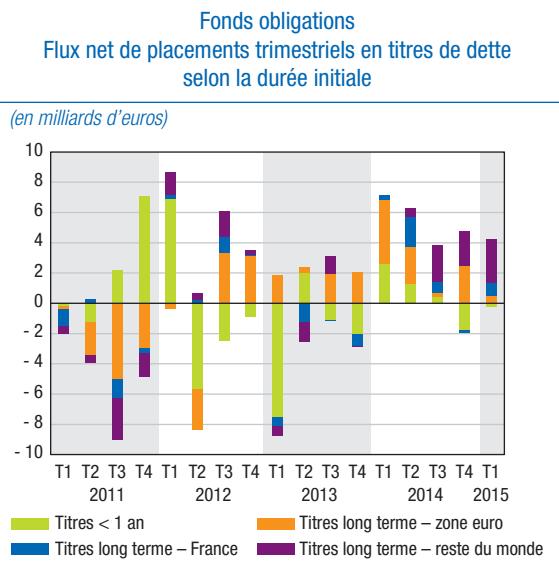
La recherche de rendement des gestionnaires d'actifs français s'est opérée avec une prise de risque mesurée

Les fonds obligations et mixtes ont privilégié un allongement de l'horizon de leur placement couplé à une diversification géographique.

Afin de continuer à proposer des rendements attractifs dans un contexte de taux bas persistants depuis la fin de l'année 2012, les gestionnaires de fonds obligations ont allongé la durée initiale des titres de leur portefeuille. Depuis le troisième trimestre 2012, les fonds obligations ont acheté des titres de dettes à long terme de la zone euro, puis à partir de 2014 des titres de dettes à long terme émis à l'extérieur de la zone euro (cf. graphique 29a). Les flux nets de placement en titres de dettes des fonds obligations de janvier 2014 à mars 2015 s'élèvent à + 23,3 milliards d'euros et s'articulent autour de trois principales catégories d'émetteurs : des titres souverains des pays de la zone euro (Espagne et Italie majoritairement) ; des titres émis par des entreprises américaines et britanniques ; des titres de dette d'établissements de crédit résidents.

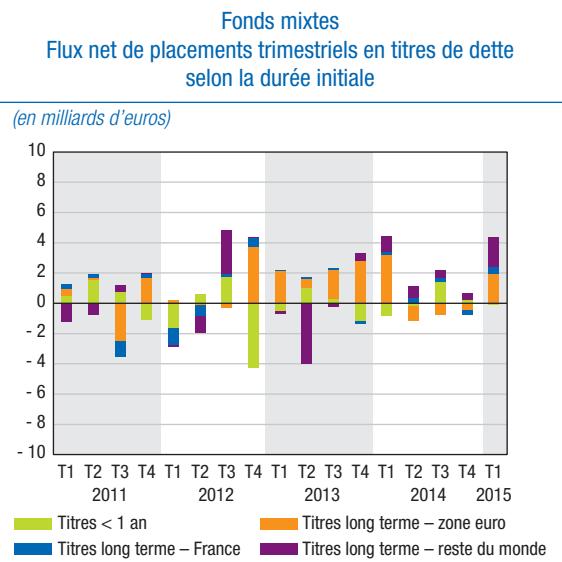
S'agissant des fonds mixtes, les flux nets de placements ont progressé, de janvier 2014 à mars 2015 de 7,4 milliards d'euros en titres de dette (+ 3,7 milliards d'euros en 2013) effectués au détriment des actions cédées à hauteur de 1,8 milliards d'euros (- 2,9 milliards d'euros en 2013). Les fonds mixtes ont eu une préférence pour des titres de long terme de la zone euro du dernier trimestre 2012 au 1^{er} trimestre 2014 (cf. graphique 29b). Les principaux placements sont constitués de titres de l'État américain et des titres de dette de SNF hors zone euro. Les cessions d'actions concernent en majorité des SNF résidentes.

Graphique 29a



Source : Banque de France.

Graphique 29b



Source : Banque de France.

4.3.3 Quels risques les fonds obligations et mixtes font-ils porter à la stabilité financière en France ?

La nature des détenteurs des fonds obligations et mixtes influe fortement sur l'ampleur des demandes de rachat.

Les gestionnaires des fonds obligations et mixtes, bien qu'agissant en tant qu'agent pour le compte de leurs clients, peuvent engendrer ou propager des risques systémiques et ainsi affecter la stabilité financière.

Si l'effet de levier est peu présent dans les fonds obligations et mixtes en France, une remontée rapide des taux d'intérêt pourrait résulter en une demande de rachats massifs qui contraindrait ces fonds à vendre rapidement leurs portefeuilles de titres obligataires et amplifier ainsi la baisse initiale de valeur des obligations détenues. La vente massive des titres obligataires détenus pourrait se coupler à des problèmes de liquidité pour trouver des acheteurs désireux d'acheter les actifs mis en vente.

La nature des détenteurs des fonds obligations et mixtes joue un rôle prépondérant pour déterminer la probabilité et l'ampleur des demandes de rachat qui peuvent être adressées à ces fonds. La forte présence des organismes d'assurance en tant que détenteurs des fonds obligataires et mixtes est un élément stabilisateur pour deux raisons :

- les exigences réglementaires pesant sur la composition des actifs des organismes d'assurance (article R332-2 du code des assurances) les contraignent à détenir une part significative en obligations ;
- la garantie sur le capital que les assureurs-vie offrent aux détenteurs des contrats en euros n'est pas de nature à provoquer une demande de rachats massifs de ces produits d'assurance-vie qui résulterait à son tour en une vente de parts de fonds d'obligation détenues par les assureurs.

L'augmentation de la part des non-résidents dans la part des détenteurs de ces fonds au détriment de celles des assurances augmente la probabilité des demandes de rachat puisque cette catégorie s'est toujours révélée être la plus volatile.

Les nouveaux souscripteurs dans les fonds obligations et mixtes seront probablement les premiers à demander le rachat de leurs parts

Les investisseurs les plus enclins à demander le rachat de leurs parts sont ceux qui ont souscrit des parts pendant la baisse des taux d'intérêt et qui donc supporteront une perte en capital initial en cas de remontée des taux. Les investisseurs plus anciens et qui ont une obligation à leur passif pour continuer à détenir des obligations dans leur portefeuille (exemple des assureurs-vie) verront vraisemblablement d'abord fondre leurs plus-values et ce n'est que lorsque la baisse constatée entamera le capital initialement investi que des demandes de rachats massifs seront constatées.

Les nouvelles souscriptions dans les fonds obligations accroissent donc le risque systémique porté par ces fonds puisque les demandes de rachat de la part de ces nouveaux investisseurs exercent un effet dépréciatif sur la valeur de l'ensemble du portefeuille dans lequel ils ont souscrit ce qui incitera les investisseurs plus anciens à demander aussi le rachat de leur parts.

Mesures réglementaires à disposition des fonds obligations et mixtes en France visant à limiter les demandes de rachat

S'agissant de la possibilité d'instaurer des suspensions des rachats pour limiter la spirale de la baisse des prix des actifs détenus, l'article 84 de la directive UCITS 4 permet cette possibilité en réglementant toutefois la façon dont les fonds peuvent temporairement utiliser cette option. Par ailleurs, le règlement général de l'AMF prévoit que les parts de tous les types de fonds peuvent être facturées par des frais pour les rachats (411-22 règlement AMF).

Des tests de résistance (*stress tests*) sont aussi prévus par l'article 16 de la directive AIFM pour quantifier les demandes de rachats auxquelles le fonds devra faire face.

ANNEXE 1**Risques immobiliers – mécanisme de calcul des fonds propres mobilisés pour la couverture des crédits cautionnés et hypothécaires**

Étapes de calcul des fonds propres mobilisés pour les crédits cautionnés :

- les fonds propres, fonds mutuel de garantie et provisions techniques des sociétés de cautions sont affectés aux 5 groupes en fonction du poids dans le capital (pour les fonds propres) et du poids des crédits cautionnés (fonds mutuel de garantie et provisions techniques) ;
- les EFP crédit clientèle des banques sont affectés, proportionnellement aux encours garantis, après recalculation à partir des classes de risques du portefeuille de Crédit Logement pour : (i) les crédits cautionnés par Crédit Logement et (ii) les crédits cautionnés par CAMCA et CEGC après application d'un facteur de conversion permettant de maintenir le profil de risque général (PD et LGD) de ces établissements. Les calculs supposent un coefficient de corrélation uniforme de 15 % et une LGD florée à 10 % ;
- les EFP action des banques, au titre des participations dans les sociétés de cautions sont calculés en tenant compte du niveau de participation (inférieur ou supérieur à 10 %) et du mécanisme prudentiel qui en découle (déduction des fonds propres, pondération à 250 % ou 370 %).

Étapes de calcul des fonds propres mobilisés pour les crédits cautionnés :

- les EFP crédit clientèle des banques sont affectés, proportionnellement aux encours garantis, après recalculation à partir des classes de risques du portefeuille de Crédit Logement pour : (i) les crédits cautionnés par Crédit Logement et (ii) les crédits cautionnés par CAMCA et CEGC après application d'un facteur de conversion permettant de maintenir le profil de risque général (PD et LGD) de ces établissements. Les calculs supposent un coefficient de corrélation uniforme de 15 %, une LGD correspondant au plus faible niveau entre la LGD de la classe de risque et celle de l'établissement, toujours avec un floor de 10 %.

Les déductions au titre des EL – provisions sont recalculées ; les EL en fonction des PD, LGD et EAD et les provisions sur les créances douteuses en fonction du taux de provisionnement moyen de chaque établissement sur son portefeuille de créances douteuses.

ANNEXE 2

Épargne réglementée – Rappel du mécanisme de centralisation et de la rémunération des encours

Rappel du régime de centralisation des fonds du Livret A et du LDD en vigueur

Le décret n° 2011-275 du 16 mars 2011, entré en vigueur le 1^{er} mai 2011, a mis en place le régime de centralisation et de rémunération des fonds du Livret A et du LDD encore largement applicable actuellement. Dans le cadre de l'article L221-35 du *Code monétaire et financier*, le taux global de centralisation a ainsi été conçu de façon à évoluer pour garantir à tout moment la disponibilité des ressources du Fonds d'épargne de la CDC en vue d'assurer la mission prioritaire qui lui est confiée par la loi, à savoir le financement du logement social et de la politique de la ville. Ainsi, si l'encours de dépôts centralisés au titre du Livret A et du LDD est inférieur à 125 % de l'encours des prêts au logement social et à la politique de la ville, le taux de centralisation mensuel augmente automatiquement de sorte que ce seuil soit à nouveau respecté.

Les taux de centralisation de chaque établissement étant différents au moment de la réforme de 2011, le décret n° 2011-275 du 16 mars 2011 a mis en place un mécanisme de convergence pour les faire évoluer vers un taux unique à l'horizon 2022.

La réforme de 2013, au travers de la publication du décret n° 2013-688 du 30 juillet 2013, a modifié les modalités de centralisation du Livret A, du LDD et du LEP, sans remettre en cause le régime de convergence des taux de centralisation instauré en 2011 :

- le montant des dépôts du Livret A et de LDD centralisés au Fonds d'épargne a été réduit de 20 milliards d'euros au moyen d'un ajustement correspondant du taux de centralisation moyen de ces livrets, passé à compter du mois de juillet 2013 de 65 % à 59,5 %. Le taux de centralisation du LEP est passé quant à lui de 70 % à 50 %, soit une réduction d'environ 10 milliards d'euros du montant des dépôts centralisés au titre de ce livret ;
- un second mécanisme de restitution au Fonds d'épargne des sommes transférées au titre du Livret A et du LDD, mais aussi du LEP a été instauré : si la somme des dépôts centralisés et des fonds propres du Fonds d'épargne est inférieur à 135 % de l'encours total des prêts, le taux de centralisation du Livret A et du LDD augmente en conséquence (le taux de centralisation, dans le cadre de ce dispositif, peut être révisé trimestriellement).

En cas de nécessité, la règle législative des 125 % pourrait conduire théoriquement à ce que le taux de centralisation du Livret A et du LDD atteigne son niveau maximal, *i.e.* 100 %. En revanche, la mise en jeu du mécanisme des 135 % ne peut porter le taux de centralisation de ces livrets au-delà de 65 % (taux qui prévalait avant l'entrée en vigueur de la réforme de 2013).

La règle des 125 % a ainsi pour but d'assurer au Fonds d'épargne, de manière pérenne, les ressources de Livret A et de LDD nécessaires à l'activité de financement du logement social et de la politique de la ville. Elle ne tient pas compte des prêts hors logement social et de la politique de la ville, ni des autres ressources du Fonds d'épargne (notamment les dépôts centralisés du LEP et les fonds propres), reflétant en cela l'emploi prioritaire des dépôts du Livret A et du LDD au financement du logement social. Le mécanisme des 135 % établi en juillet 2013 constitue quant à lui une règle de « bilan » ponctuelle qui permet un retour à la situation prévalant avant l'entrée en vigueur du décret du 30 juillet 2013, et donc d'éviter que la diminution du montant des dépôts centralisés du Livret A et du LDD intervenue en juillet ne risque d'entraver l'exercice de l'activité de prêteur du Fonds d'épargne.

La rémunération des réseaux collecteurs du Livret A et du LDD a été diminuée de 0,1 % en moyenne

Conformément à l'article L221-6 du *Code monétaire et financier*, les réseaux collecteurs du Livret A et du LDD perçoivent une rémunération en contrepartie de la centralisation d'une partie des dépôts collectés au Fonds d'épargne.

Depuis l'entrée en vigueur du décret n° 2011-275 du 16 mars 2011, chaque établissement de crédit perçoit, sur l'encours de Livret A et de LDD qu'il centralise au Fonds d'épargne, un taux de commission différencié croissant avec le taux de centralisation lui étant applicable. À l'issue de la période de convergence des taux de centralisation, la rémunération perçue par les établissements était destinée à être uniformément égale à 0,5 % de l'encours centralisé.

La phase de transition ménagée par la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008, pendant laquelle les réseaux historiquement distributeurs du Livret A (Caisses d'épargne, Crédit mutuel, La Banque Postale) devaient percevoir un complément de rémunération, s'est achevée en 2013.

Le décret n° 2013-688 du 30 juillet 2013 a procédé à une nouvelle baisse de la rémunération, qui est passée en moyenne de 0,5 % à 0,4 % des encours centralisés. Cette baisse de 0,1 % a permis une réduction du coût de la ressource pour le Fonds d'épargne.

ANNEXE 3

Constitution des provisions PEL

Le 31 mars 2006, le CNC (Conseil national de la Comptabilité) a publié l'avis n° 2006-02 relatif à la comptabilisation des comptes et plan d'épargne-logement dans les établissements habilités à recevoir des dépôts à consentir des prêts d'épargne-logement. Seuls les engagements liés aux comptes et plans d'épargne-logement existant à la date de calcul de la provision sont provisionnables. Les engagements des établissements de crédit dépendent des comportements futurs des souscripteurs.

Principe général

Les engagements aux conséquences défavorables pour les établissements de crédit habilités à recevoir des dépôts d'épargne-logement et à consentir des prêts d'épargne logement doivent être provisionnés à chaque arrêté, ces engagements étant relatifs, d'une part, à l'obligation de rémunérer l'épargne dans le futur à un taux fixé à l'ouverture du contrat pour une durée indéterminée, et, d'autre part, à l'octroi d'un crédit aux souscripteurs des comptes et plans d'épargne-logement à un taux déterminé fixé à l'ouverture du contrat. Ces provisions doivent être calculées par génération de plans d'épargne-logement et pour l'ensemble des comptes d'épargne-logement, sachant qu'il n'y a pas de compensation possible entre les engagements relatifs à des générations⁴¹ différentes.

Modalités de constitution de la provision

Quantification des « encours en risque »⁴² et des taux utilisés pour le calcul de la provision :

- encours en risque d'épargne : il sert de base à la provision et est égal à la différence entre l'encours global d'épargne CEL/PEL probable et l'encours d'épargne minimum attendu (ou encours futur théorique d'épargne classique) ;
- encours en risque de crédit : il correspond à l'encours en risque d'épargne multiplié par le taux de conversion de cet encours et la probabilité d'exercice des droits à prêts déterminés sur la base d'observations historiques ;
- taux de référence utilisés sur les encours en risque : pour la phase « épargne », le taux de référence est proche des caractéristiques PEL/CEL et est choisi par l'établissement (par exemple taux des dépôts à terme) ; pour la phase « crédit » le taux de référence est le taux des prêts hypothécaires accordés à des clients présentant les mêmes garanties de solvabilité.

Montant de la provision : le montant de la provision à constituer est égale à la somme de :

- encours en risque d'épargne * (taux de référence – taux accordé à la génération considérée) ;
- encours en risque de crédit * (taux contractuel – taux de référence).

Cette somme est actualisée sur la base d'un taux déduit de la courbe des *swaps* zéro coupon contre Euribor 3 mois à la date d'évaluation, et moyenné sur une période de douze mois.

⁴¹ Une génération de contrats se définit comme un ensemble de contrats partageant les mêmes caractéristiques réglementaires et, notamment, les mêmes conditions de taux pour les phases « épargne » et « crédit ».

⁴² Les encours futurs d'épargne et de crédit dépendent du niveau futur des taux et des comportements des épargnants dans ces différents contextes possibles de taux. Par ailleurs, les paramètres d'estimation des comportements futurs d'épargne et de crédit résultent d'observations historiques de longue période.