

HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel **Mars 2026**

Table des matières

TABLE DES MATIÈRES	2
RÉSUMÉ	4
CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER EN 2025	6
A. Environnement macroéconomique	6
B. Marchés	6
C. Acteurs non financiers	8
D. Acteurs financiers	15
L'ACTION DU HCSF EN 2025	22
A. Résumé de l'action du HCSF en 2025	22
B. Tableau récapitulatif des mesures en vigueur	29
LE HAUT CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE ACTUALISE SA STRATÉGIE	30
A. Retour sur le <i>Financial Sector Assessment Program</i> du FMI, quels enseignements pour la revue de la stratégie du Haut Conseil de stabilité financière ?	30
B. Présentation de la stratégie actualisée	31
PANORAMA DES RISQUES DE STABILITÉ FINANCIÈRE LIÉS AU CYBER	33
A. Synthèse	33
B. Introduction	33
C. Le poids économique des incidents cyber	35
D. Risque cyber et stabilité financière	37
E. Les axes de renforcement du système financier face au risque cyber	45

Ce rapport a été adopté par les membres du Haut Conseil de stabilité financière en séance le 3 mars 2026.

Roland Lescure
Ministre de l'Économie, des Finances et de la
Souveraineté industrielle, énergétique et
numérique
Président du Haut Conseil de stabilité financière

François Villeroy de Galhau
Gouverneur de la Banque de France et Président
de l'Autorité de contrôle prudentiel et de
résolution
Membre de droit

Marie-Anne Barbat-Layani
Présidente de l'Autorité des marchés financiers
Membre de droit

Jean-Paul Faugère
Vice-président de l'Autorité de contrôle
prudentiel et de résolution
Membre de droit

Robert Ophèle
Président de l'Autorité des normes comptables
Membre de droit

Laëtitia Lepetit
Professeure, Université de Limoges
Personnalité qualifiée

Caroline Hillairet
Professeure, ENSAE
Personnalité qualifiée

Ingrid Nappi
Professeure, Ecole des Ponts Paris Tech
Personnalité qualifiée

Les données sous-jacentes à la rédaction de ce rapport ont été arrêtées au 27 février 2026, à l'exception des prévisions de la BCE en date du 18 décembre 2025.

Ce rapport a été préparé, sous la responsabilité de Thomas Meinzel et Philippe Troussard, secrétaires généraux, par le pôle d'analyse économique du secteur financier de la direction générale du Trésor et la direction de la stabilité financière de la Banque de France, qui assurent conjointement le secrétariat du Haut Conseil de stabilité financière, avec des contributions de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (direction d'étude et d'analyse des risques) et de l'Autorité des marchés financiers (division études, stabilité financière et risques).

Les rapports annuels du HCSF sont disponibles sur le [site](#) du Haut Conseil.

Résumé

Ce rapport annuel du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) revient en détail sur le contexte économique et financier de l'année 2025. Il analyse par ailleurs la situation financière des ménages, des entreprises et des principaux acteurs du secteur financier français (banques, organismes d'assurances, gestionnaires d'actifs). Le rapport revient aussi sur l'action du HCSF au cours de l'année. Durant celle-ci, le Haut Conseil a notamment travaillé à actualiser sa stratégie macroprudentielle, dont les éléments nouveaux sont présentés dans ce rapport. Enfin, le rapport propose un chapitre thématique sur les liens entre risque cyber et stabilité financière.

L'environnement macro-financier de 2025 est caractérisé par un retour à une inflation maîtrisée et par une croissance résiliente, dans un contexte de fortes incertitudes macroéconomiques et de tensions commerciales.

En 2025, la croissance du PIB atteint 0,9 % en France, soutenue par la demande intérieure, grâce notamment à une consommation en hausse. En zone euro, elle s'établit à 1,5 %, confirmant une bonne résilience aux fortes incertitudes de politique économique de 2025 et aux tensions commerciales. L'inflation en France diminue et s'établit à 0,9 % en moyenne annuelle, environ un point en dessous de la moyenne en zone euro. Après une forte correction en avril 2025, du fait de l'annonce des tarifs douaniers américains, les prix des actifs risqués connaissent un rebond durant la seconde moitié de 2025 et atteignent des niveaux de valorisation records. Ces valorisations sont soutenues par une baisse des tensions commerciales, l'anticipation d'une politique monétaire plus accommodante aux États-Unis, la résilience des économies avancées et les gains espérés des secteurs technologiques. Dans un contexte général de pentification des courbes de taux, les *spreads* souverains se resserrent tandis que les taux longs ne bénéficient pas des baisses de taux directeurs, du fait d'anticipations de hausses des volumes d'émissions de dettes souveraines en zone euro et dans le monde.

Les ménages et les entreprises françaises présentent des fondamentaux financiers solides.

Le taux d'épargne des ménages est à son plus haut en 2025 (hors COVID), au-delà de 18 %, soit environ 4 points au-dessus de sa moyenne sur la période 2014-2019, porté par l'augmentation des revenus du patrimoine financier. L'endettement des ménages français ramené au PIB, s'il est en baisse, demeure plus important que dans les autres économies avancées de la zone euro. Le désendettement des ménages ralentit du fait de la reprise de la production de crédits immobiliers, conséquence de la baisse des taux d'intérêt. Ces encours de dette sont peu risqués, 99 % de la production de crédit immobilier se faisant à taux fixe et bénéficiant en grande majorité (97 %) d'une sûreté. En outre, le taux d'effort moyen est stable, autour de 30,5 % et la maturité moyenne des crédits immobiliers progresse légèrement, autour de 22,5 ans.

Les entreprises françaises voient aussi leur dette diminuer en pourcentage du PIB, tant en brut qu'en net, même si le niveau de cet endettement demeure plus élevé que dans les principales économies européennes. Les entreprises conservent un ratio de service de la dette stable. Le desserrement de la politique monétaire s'est traduit par une baisse de leur coût de financement au premier semestre, avant une stabilisation à partir de mi-2025. Le cumul annuel de défaillances continue de progresser mais ralentit nettement en 2025.

Les acteurs financiers français continuent de bénéficier de positions prudentielles et de liquidité très solides ; le risque de crédit demeure très contenu mais progresse légèrement.

Après une très bonne année 2024, les revenus et la rentabilité des banques françaises progressent en 2025, permettant de rattraper une partie de leur écart de valorisation par rapport aux autres banques

européennes. Ces résultats proviennent du dynamisme des activités de marché et d'une amélioration de la marge nette d'intérêt, grâce à la fin du cycle de taux. Les banques françaises présentent des positions de capital et de liquidité confortables : leur ratio de fonds propres CET1 se stabilise autour de 15 %, tandis que le ratio LCR moyen s'établit à 143 % - largement au-dessus des exigences - et le ratio NSFR à 114 %. Les banques françaises connaissent néanmoins une légère hausse de leur risque de crédit principalement liée à leurs expositions aux entreprises non financières.

De même, les assureurs maintiennent une situation de solvabilité très satisfaisante en 2025 et connaissent une collecte nette record en assurance vie. Le portefeuille de placement des assureurs français demeure diversifié, principalement constitué d'obligations (60 %).

Le HCSF a conservé la mesure immobilier et le taux du coussin de fonds propres contracyclique (CCyB) inchangés mais a abrogé le coussin systémique sectoriel, ayant constaté la nette diminution des risques qu'il devait couvrir.

Au vu de l'environnement économique et financier, le HCSF maintient en 2025 le taux de la réserve de protection du crédit – ou coussin contracyclique (CCyB) – à 1 %, soulignant l'absence de restriction de l'offre du crédit et la persistance de vulnérabilités comme le fort endettement des entreprises et ménages. La mesure immobilier demeure inchangée ; le Haut Conseil constate qu'elle accompagne une reprise saine et maîtrisée du secteur de l'habitat et que l'utilisation par les établissements de crédit de la marge de flexibilité progresse légèrement mais reste en deçà du plafond de 20%. Enfin, s'agissant du coussin pour le risque systémique sectoriel (sSyRB) portant sur la concentration de l'endettement des grandes entreprises très endettées auprès de certains établissements de crédit, le Haut Conseil constate que les risques spécifiques qui l'avaient conduit à introduire une telle mesure ont nettement diminué, se traduisant par des exigences prudentielles non significatives au titre de ce coussin. Le HCSF a donc levé la mesure en juin 2025, dans un esprit de simplification du cadre macroprudentiel, sans que cela soit préjudiciable à la stabilité financière.

Le Haut Conseil a décidé d'actualiser sa stratégie après plus d'une décennie d'expérience macroprudentielle, en s'appuyant entre autres sur les recommandations du FMI, formulées dans le cadre de son Financial Sector Assessment Program.

La France a fait l'objet d'une évaluation de son système financier par le FMI entre juillet 2024 et juillet 2025. Ce *Financial Sector Assessment Program* a pour but d'appréhender la stabilité et la solidité du système financier. La mission reconnaît la grande stabilité et robustesse du secteur financier français, soulignant en particulier un modèle bancassureur résilient et un marché immobilier solide. Le FMI constate que le système financier français a traversé avec résilience plusieurs épisodes de chocs depuis sa dernière mission.

Le Haut Conseil procède à une actualisation de sa stratégie macroprudentielle, visant à communiquer plus clairement, en un document unique, ses critères de conduite de la politique macroprudentielle. Cette revue se nourrit de l'expérience acquise par le HCSF depuis sa création, et intègre certaines recommandations du FMI. En particulier, le document de stratégie détaille précisément comment sont calibrées et suivies les décisions du HCSF, notamment pour refléter les efforts d'évaluation *ex post*.

Le Haut Conseil publie un panorama des risques de stabilité financière liés au cyber.

Ce panorama permet de mettre en avant le coût économique croissant du risque cyber. Par ailleurs, il s'attache à détailler les canaux de propagation du risque cyber au système financier. Enfin, il aborde des axes de renforcement de la résilience du système financier, dans un contexte technologique mouvant.

Ch.1 Contexte économique et financier en 2025

A. Environnement macroéconomique

En 2025, la croissance du PIB s'établit à +0,9 %, ce qui témoigne de la résilience de l'économie française dans un environnement incertain. La croissance est portée par la demande intérieure (contribution de +0,8 pt), avec une consommation des ménages et des administrations publiques en hausse (respectivement +0,4 % et +1,7 %). L'investissement progresse également (+0,8 %) tiré par l'investissement public (+2,2 %), les ménages (+0,8 %) et les entreprises (+0,2 %). La contribution du commerce extérieur est négative, avec une augmentation des importations (+3,0 %) qui n'est pas compensée par les exportations (+1,4 %), mais s'accompagne d'une reconstitution de stocks significative : la contribution du commerce extérieur net des variations de stocks s'établit à +0,1 pt.

En France, l'inflation continue de nettement diminuer pour s'établir à +0,9 % en 2025, après +2,0 % en 2024 et des niveaux élevés les années précédentes. Depuis début 2025, l'inflation est particulièrement basse en France par rapport aux autres économies de la zone euro. En particulier, l'inflation sous-jacente est plus basse en raison de hausses salariales plus modérées que dans d'autres économies européennes.

En zone euro, l'activité progresse de +1,5 % en moyenne annuelle en 2025, après +0,8 % en 2024. La croissance reste résiliente malgré un contexte international marqué par des tensions géopolitiques, commerciales et de la volatilité sur les marchés financiers. Les prévisions de la Banque centrale européenne de décembre 2025 pour la croissance de la zone euro s'élèvent à +1,2 % en 2026, et +1,4 % en 2027 et 2028¹. La BCE indique que cette croissance devrait être tirée par la demande intérieure, le redressement des exports nets et la fin des effets du dernier cycle monétaire. En moyenne annuelle, l'inflation continue de ralentir pour atteindre +2,1 % en zone euro en 2025. Elle devrait continuer de diminuer et passer en-deçà du seuil des 2 % en 2026, avec le ralentissement progressif des salaires et la diffusion des baisses des prix de l'énergie. Le marché du travail semble s'être stabilisé, avec un taux de chômage autour de 6,3 % en zone euro.

B. Marchés

Le marché de la dette souveraine française demeure globalement stable et pleinement fonctionnel, mais pourrait être fragilisé en cas de non-respect de la trajectoire de réduction du déficit public.

Dans un contexte favorable d'appétit au risque et malgré des épisodes de volatilité, l'écart de rendement (*spread*) entre les titres souverains français et allemands diminue légèrement en 2025 pour s'établir à 70 points de base au 31 décembre. En parallèle, les taux d'emprunt sur les références à 10 ans de l'Italie et de l'Espagne se réduisent sensiblement à la faveur de l'amélioration de leurs perspectives budgétaires. Ils sont inférieurs à ceux de la France au 31 décembre. En zone euro, l'écart entre les taux à court et à long terme augmente durant l'année 2025, dans un mouvement de pentification des courbes de taux.

¹ Projections macroéconomiques pour la zone euro décembre 2025, BCE.

Cette tendance est particulièrement marquée sur la partie très longue de la courbe, avec une augmentation de l'écart entre les taux à trente ans et les taux à dix ans. Ces dynamiques correspondent à une hausse de la prime de terme, à savoir le rendement supplémentaire que les investisseurs exigent pour détenir des obligations à long terme par rapport à des placements à court terme.

La dette souveraine française bénéficie d'une profondeur de marché importante, d'une base d'investisseurs diversifiée et d'une forte liquidité sur les marchés primaire et secondaire. Les adjudications de l'année 2025 connaissent ainsi des niveaux de demande historiquement élevés, avec un ratio de couverture généralement supérieur à 3.

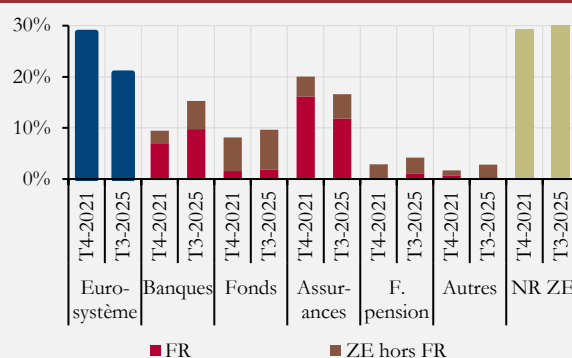
La trajectoire des finances publiques françaises est un indicateur important pour les investisseurs obligataires souverains. Une trajectoire de réduction du déficit public non respectée ou exagérément optimiste serait un signal négatif envoyé et accroîtrait de façon importante les risques liés au marché de la dette souveraine. Ces dynamiques pourraient être amplifiées par certains acteurs de marché procycliques tels que les *hedge funds*, dont le rôle sur le marché secondaire s'est accru depuis 2022. L'abaissement de la note de l'Etat français par plusieurs agences de notation en 2025 a des effets jusqu'ici limités, mais de nouvelles dégradations pourraient entraîner une réduction des expositions de certains investisseurs à la dette souveraine française ou autres émetteurs publics.

Graphique 1 – Évolution des spreads souverains à 10 ans par rapport à la France



Source : LSEG Workspace, calculs Banque de France.
Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 2 – Évolution de la base d'investisseurs sur la dette des administrations publiques françaises par type d'investisseur (%)



Note : NR ZE = non-résidents hors zone euro.
Sources : Banque de France, SHSS, CSDB.

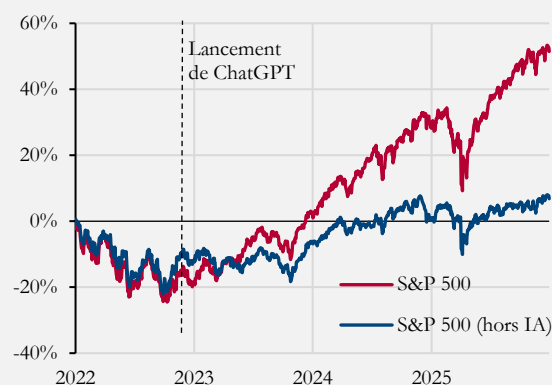
Le prix des actifs risqués rebondit en 2025, mais l'incertitude demeure forte.

L'atténuation des tensions commerciales internationales, l'anticipation par les opérateurs de marché d'un assouplissement de la politique monétaire américaine et la bonne tenue de l'économie des États-Unis soutiennent la forte performance des actifs risqués depuis la chute provoquée par l'annonce des tarifs douaniers le 2 avril 2025. Ces anticipations entraînent un rebond des valorisations sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises et une baisse de la volatilité pour l'ensemble des classes d'actifs. Certains indices actions, tels le CAC 40 ou le S&P500, atteignent des plus hauts historiques tandis que les primes de risque de crédit sur les obligations d'entreprises restent compressées. Cependant, des défauts aux États-Unis renforcent l'attention portée aux vulnérabilités des marchés du crédit aux entreprises très endettées. Dans un contexte macroéconomique et géopolitique qui demeure fortement incertain, l'or et les crypto-actifs atteignent des niveaux records, certains investisseurs cherchant à se couvrir et à se diversifier.

Les niveaux élevés et la forte concentration des marchés actions autour de l'intelligence artificielle les exposent à un risque de correction désordonnée.

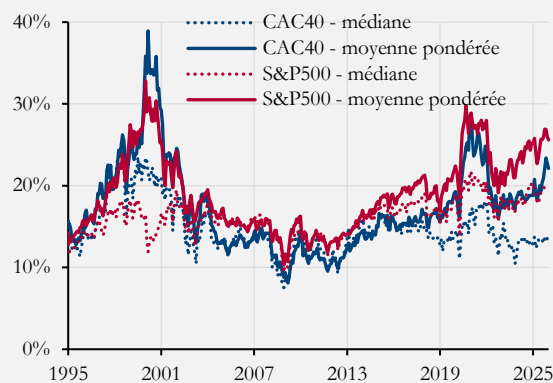
Après une relative sous-performance des indices actions américains en début d'année 2025, ceux-ci rattrapent les indices européens pour afficher des performances comparables sur l'année. Cette dynamique est principalement portée par les entreprises opérant dans le secteur de l'intelligence artificielle (IA), dont la valorisation moyenne a doublé depuis la sortie de l'agent conversationnel ChatGPT, fin novembre 2022. Ces performances s'expliquent en grande partie par la révision à la hausse des perspectives de croissance attendues par les analystes financiers. Les ratios prix-bénéfices anticipés (*price earnings ratio*, PER) sont désormais bien supérieurs à leur moyenne de long terme, et ce malgré les tensions géopolitiques et commerciales élevées. Ce haut niveau de valorisation et de concentration des indices expose les marchés à des corrections soudaines en cas de déception quant aux résultats des entreprises, ainsi qu'à des effets de contagion en provenance du marché américain.

Graphique 3 – Performance du S&P 500 (avec et hors IA)



Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.
Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 4 - Ratio cours-bénéfices des actions françaises et américaines (%)



Sources : LSEG Workspace, IBES, calculs Banque de France.
Dernier point : 31 décembre 2025.

C. Acteurs non financiers

C.1 Ménages

Le taux d'épargne des ménages en 2025 continue sa progression historique dans un contexte de rare décollecte des produits d'épargne réglementée.

Depuis la crise du Covid, le taux d'épargne des ménages est au plus haut par rapport aux trente dernières années. Il se maintient au T3 2025 à 18,0 %, soit cinq points de plus que la moyenne sur la période 2014-2019². Si des évolutions comparables sont observées dans tous les grands pays européens, c'est particulièrement le cas pour la France qui rejoint le niveau de l'Allemagne, historiquement élevé. Ce haut niveau pourrait être nourri par l'augmentation des revenus du patrimoine financier, la « taxe inflationniste³ » et l'incertitude macroéconomique et politique, qui pousse à une épargne de précaution⁴.

² Épargne des ménages – Banque de France

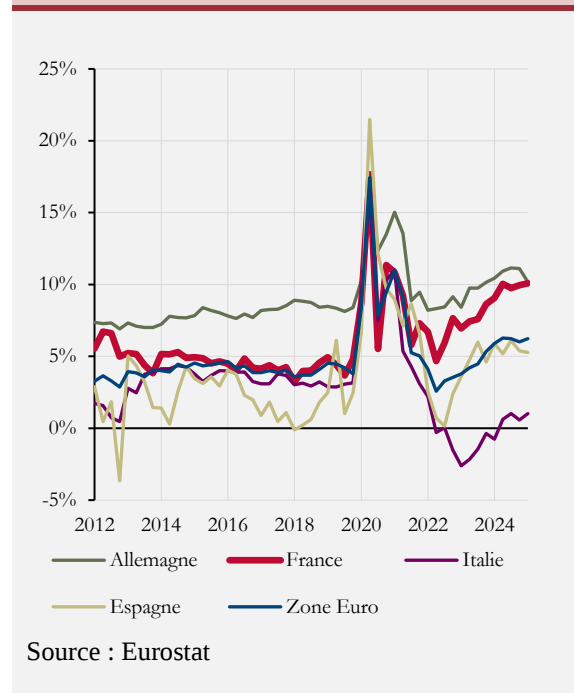
³ L'épisode de forte inflation entre 2022 et 2023 a réduit la valeur réelle du patrimoine financier des ménages, les poussant à épargner davantage afin de compenser cette « taxe inflationniste ».

⁴ Comment expliquer le taux d'épargne élevé en France ? | OFCE

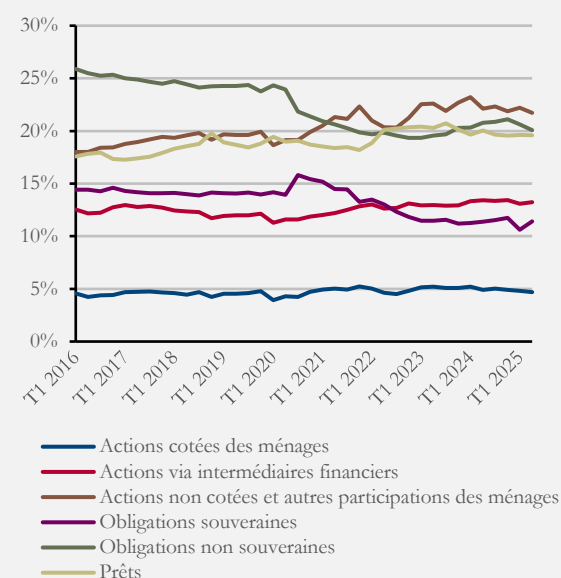
Cette dynamique française singulière est portée par l'épargne financière, qui atteint 9,8 % du revenu disponible brut au T3 2025, un niveau historiquement élevé (4,4 % sur la période 2015-2019) et très largement au-dessus du taux moyen en zone euro. Au T2 2025, le patrimoine financier représente 40 % de l'encours total de patrimoine des ménages et se répartit de façon relativement équilibrée entre dépôts bancaires, produits d'assurances et fonds propres d'entreprises⁵. Le patrimoine financier des ménages est in fine utilisé à 40 % pour détenir des actions et autres participations, à 31 % pour investir dans des obligations, et à 20 % pour financer des prêts.

En 2025, la baisse des taux du Livret A et du Livret d'Épargne Populaire affectent négativement l'appétence pour les produits d'épargne réglementée dans la répartition du patrimoine financier des ménages. Le T3 2025 marque une nouvelle décollecte sur ces livrets, alors que la dynamique des produits d'assurance-vie et d'épargne retraite en euros, désormais plus attractifs, reste très soutenue. L'endettement des ménages demeure élevé en comparaison européenne (90,1 % du revenu disponible brut au T3 2025 contre 82,4 % en zone euro). Son niveau se stabilise après une période de baisse continue entamée au T2 2022, en lien avec la reprise progressive de la production de crédits à l'habitat.

Graphique 5 – Taux d'épargne financière des ménages (%)



Graphique 6 – Évolution des emplois finaux du patrimoine financier des ménages après mise en transparence



⁵ Que finance l'épargne financière des ménages français ? | Trésor-Éco n° 378 (Janvier 2026)

La production de crédits à l'habitat continue sa reprise progressive.

Alors que les taux d'intérêt à l'octroi se stabilisent, l'encours de crédit à l'habitat aux particuliers augmente depuis juin 2025 (+ 0,1 % sur un an en décembre 2025). Le volume de nouveaux crédits immobiliers aux particuliers, hors renégociations et corrigé des variations saisonnières, atteint 12,8 milliards d'euros en décembre (+ 33 % de production de crédit sur l'année 2025 par rapport à 2024). Le taux moyen de ces crédits se stabilise à environ 3,1 % en décembre, environ 2 points au-dessus de son niveau antérieur au cycle de resserrement monétaire, mais 1 point en-dessous du niveau de janvier 2024. Le taux moyen des crédits immobiliers aux ménages en France est désormais inférieur de 24 points de base à celui observé en moyenne en zone euro. La maturité moyenne continue d'augmenter : elle est passée de 19,5 à 23,3 années entre 2015 et 2025⁶.

Les risques associés à ces crédits restent limités. La situation financière des ménages reste saine malgré l'augmentation contenue du taux de chômage qui s'établit à 7,9 % au T4 2025 (+0,6 point par rapport à fin 2024). Il est ainsi à son plus haut niveau depuis le T3 2021 mais demeure nettement au-dessous de son pic de mi-2015 (-2,6 points). Les projections macroéconomiques de décembre de la Banque de France⁷ prévoient un niveau de 7,8 % en 2026, avant un reflux à 7,6 % en 2027. L'épargne importante des ménages offre un matelas de sécurité en cas d'éventuel choc macroéconomique. Par ailleurs, les risques sont limités par le modèle de financement de l'habitat à la française⁸, caractérisé par une quasi-totalité de prêts à taux fixes (99 % de la production en moyenne en 2024) et bénéficiant d'une sûreté (97%) de type caution ou hypothèque, ainsi que par une politique d'octroi fondée sur l'appréciation de la solvabilité de l'emprunteur davantage que sur la valeur de marché du bien financé.

Dans ce contexte, le marché de l'immobilier résidentiel connaît une reprise. Le volume de transactions dans le logement ancien continue sa progression entamée en août 2024, pour s'établir à 945 000 ventes en décembre 2025. Le marché du logement neuf, fortement affecté par la hausse des taux d'intérêt, montre des premiers signes d'amélioration. Sur l'ensemble de l'année 2025, 379 222 logements sont autorisés à la construction, soit 15,0 % de plus que sur l'année 2024 mais 8,8 % de moins que la moyenne des cinq années précédentes⁹. Cette dynamique est similaire pour le nombre de logements mis en chantier qui progresse de 5,4 % en 2025 par rapport à 2024 mais s'établit 21,3 % en-dessous de sa moyenne des cinq années précédentes.

La production de crédit à la consommation poursuit sa dynamique de croissance en 2025 : les encours progressent ainsi de 3,6 % sur un an en décembre. Après une forte augmentation depuis 2022, le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits à la consommation se stabilise depuis deux ans et atteint 6,1 % en décembre 2025, contre 6,4 % en décembre 2024.

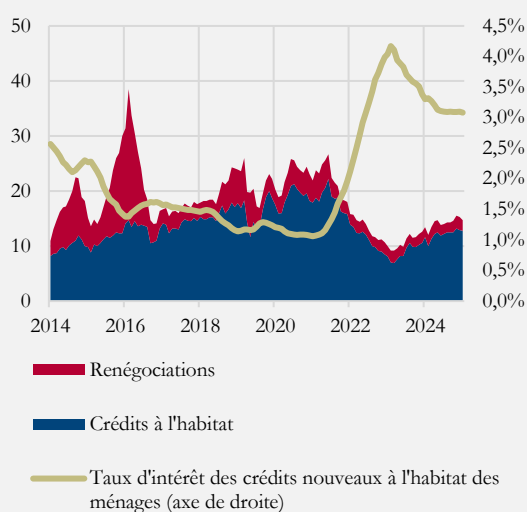
⁶ [Suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat | ACPR](#)

⁷ [Projections macroéconomiques de la Banque de France – Décembre 2025.](#)

⁸ [N° 174 : Le financement de l'habitat en 2024 | Autorité de contrôle prudentiel et de résolution](#)

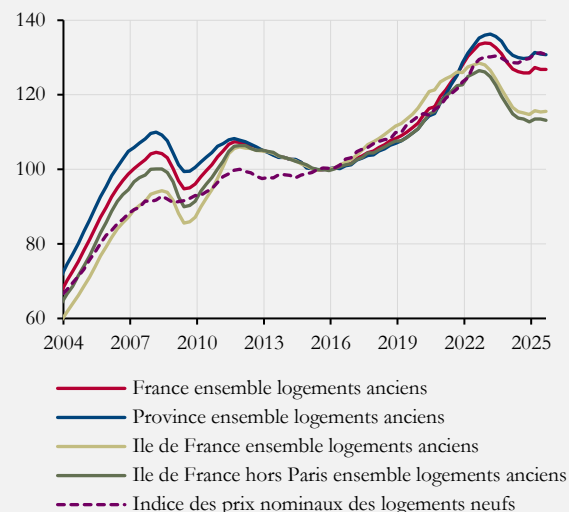
⁹ [La construction neuve | Données et études statistiques](#)

Graphique 7 – Production mensuelle de crédit immobilier (Md€) et taux (%)



Source : Banque de France

Graphique 8 – Évolution des prix de l'immobilier (en base 100 pour 2015)



Source : Notaires-Insee.

C.2 Entreprises non financières

Dans un contexte incertain, les conditions de financement et d'accès au crédit des entreprises non financières demeurent favorables.

La réorientation de la politique monétaire pour répondre au choc inflationniste de 2021-2022 a eu un impact majeur sur les taux des nouveaux prêts aux sociétés non financières (SNF) françaises. Le coût global du financement est passé de 1 % à fin 2021 à 4,5 % à fin 2023. Avec le recul de l'inflation et la baisse des taux directeurs, les taux des nouveaux prêts aux entreprises repartent à la baisse en 2024. Le coût des nouveaux financements des SNF se stabilise à partir de mi-2025, tout en demeurant supérieur à son niveau précédant la vague inflationniste. La baisse du taux d'intérêt moyen des titres de dette est plus rapide que celle des nouveaux crédits bancaires. Toutefois, à la fin de 2025, ces deux sources de financement affichent des coûts relativement proches¹⁰, à 3,54 % pour les nouveaux financements bancaires et 3,48 % pour le financement de marché. La diminution observée sur un an semble par ailleurs avoir profité à l'ensemble des entreprises, quelle que soit leur taille. Malgré le desserrement des conditions de financement, le coût du stock de la dette continue de peser sur les entreprises en raison d'une structure de financement principalement à taux fixe (2/3 de la dette bancaire) ainsi que du renouvellement progressif des anciennes dettes à taux bas par des emprunts plus coûteux. Seuls 55 % de l'encours contracté avant la hausse des taux sont renouvelés à fin 2025, le reste pouvant être refinancé à un taux plus favorable à l'avenir, bien que potentiellement supérieur à celui de l'encours initial. Le ratio de service de la dette, mesurant la capacité d'une entreprise à couvrir ses charges de dette avec les revenus qu'elle génère, reste stable. Il devient néanmoins supérieur à son niveau d'avant la crise, s'établissant en moyenne à 47 % depuis 2023, contre 43 % en 2019, dépassant également la moyenne observée en zone euro (33 % au deuxième trimestre 2025).

Les encours de crédits aux entreprises ont connu deux pics ces dernières années. En 2020-2021 dans un contexte de pandémie pendant lequel le taux de croissance annuel de l'encours de crédit a atteint 13 %, porté principalement par les crédits de trésorerie et les prêts garantis par l'Etat. Puis en 2022, leur

¹⁰ Financement des entreprises - 2025-12 | Banque de France

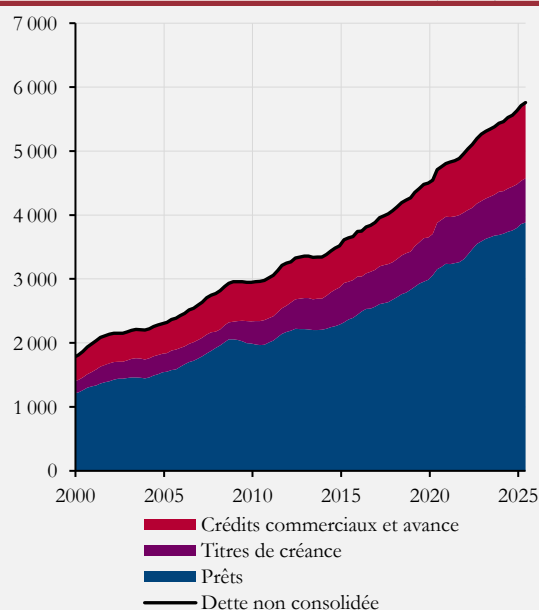
croissance annuelle a atteint 8 % dans un contexte inflationniste, principalement alimenté par les crédits d'investissement. Depuis, la croissance annuelle de l'encours de crédit aux SNF ralentit avant de reprendre légèrement en 2025, passant de 2,3 % en janvier à 2,6 % en décembre. Cette progression est principalement portée par les prêts destinés à l'investissement, tandis que les crédits de trésorerie se replient. Le dynamisme est particulièrement soutenu par les grandes entreprises ainsi que par celles du secteur des activités immobilières (hors construction), caractérisé par un effet de levier structurellement élevé. Parallèlement, le volume total des émissions obligataires s'accroît, en particulier pour le segment *investment grade*, après une phase de relative stabilité des encours.

L'endettement s'oriente à la baisse, mais son niveau reste élevé en France.

Depuis mi-2021, la dette brute ainsi que les encours de trésorerie mesurés en pourcentage du PIB diminuent simultanément. Par conséquent, le ratio d'endettement net se stabilise autour de 40 %, tandis que la dette brute consolidée est passée de 82 % à 76 % du PIB entre le T2 2021 et le T3 2025¹¹, tout en continuant d'évoluer au-dessus de son niveau pré-Covid. Les taux d'endettement brut consolidé et net de trésorerie des SNF restent cependant les plus élevés des grands pays de la zone euro.

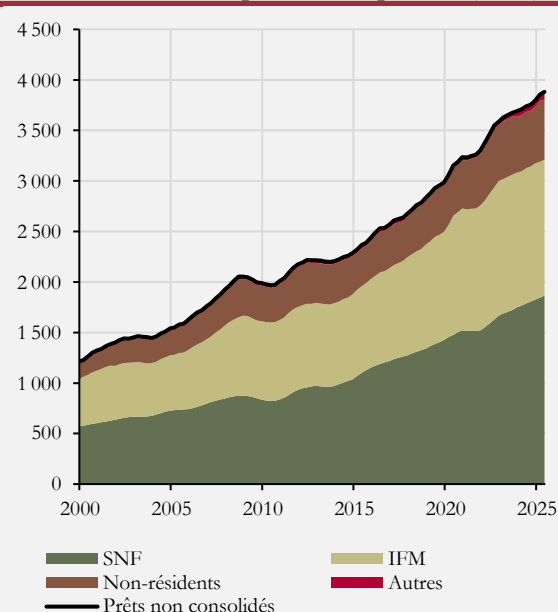
Depuis le début des années 2000, la répartition du stock de dette par instrument reste stable autour de 70 % de prêts, 10 % de titres de créances et 20 % de crédits commerciaux. Depuis 2010, le financement en provenance des SNF elles-mêmes augmente et a atteint 48 % du total des prêts au T2 2025. En parallèle, la part des prêts octroyés par les institutions financières monétaires¹² est de 35 %. La part des prêts provenant du reste du monde¹³ est de 15 %. La part des prêts octroyés par les fonds d'investissement domestique reste marginale autour de 1 %.

Graphique 9 – Décomposition du stock de dette non consolidée aux SNF françaises (Md€)



Source(s) : BCE (QSA), dernier point : T2 2025

Graphique 10 – Encours de prêts aux SNF françaises, ventilés par secteur prêteur (Md€)



Source(s) : BCE (QSA), dernier point : T2 2025

¹¹ Taux d'endettement des agents non financiers - Comparaisons internationales - 2025-Q3 | Banque de France

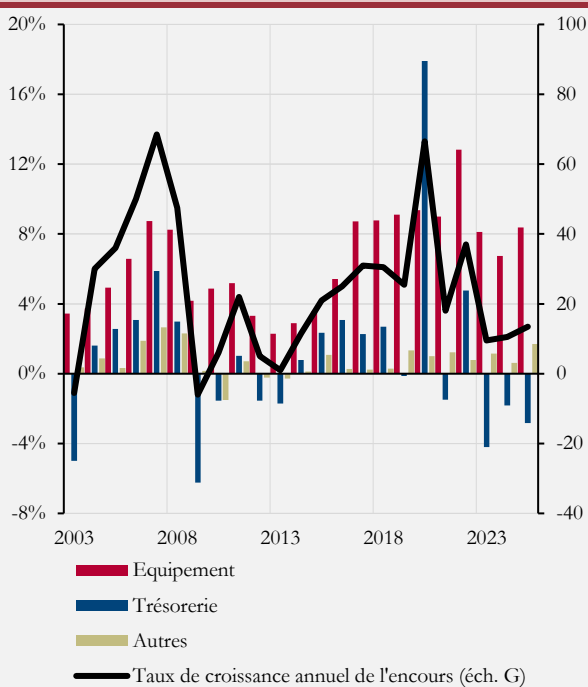
¹² Les IFM désignent les établissements émetteurs de monnaie (banque centrales, établissement de crédits) ainsi que les établissements recevant des dépôts ou proches substituts de la part des acteurs non financiers (OPCVM monétaires).

¹³ Les prêts du reste du monde comprennent tous les secteurs prêteurs dont les institutions financières non bancaires.

Les défaillances se stabilisent à un niveau élevé.

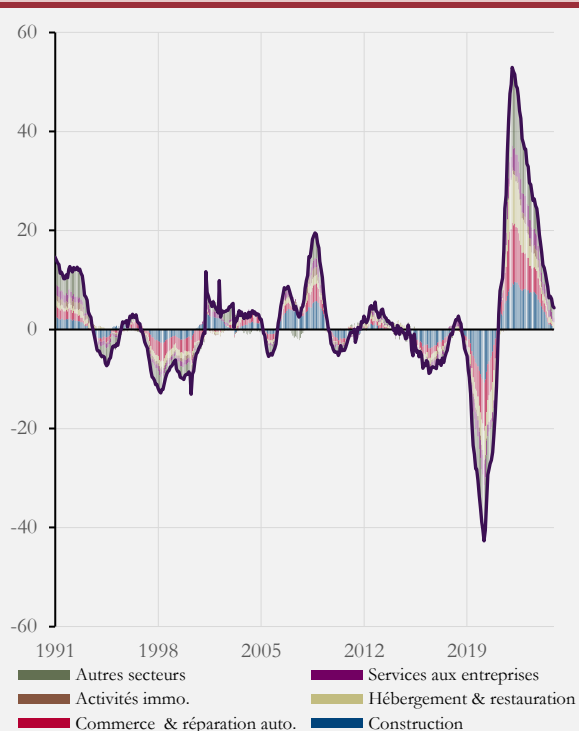
En 2025, le cumul annuel du nombre d'entreprises défaillantes continue de progresser, atteignant 68 564 sur un an en décembre. L'année 2025 se caractérise toutefois par une inflexion des défaillances, le ralentissement de leur progression, à l'œuvre depuis mi 2023, s'étant accentué. Pendant la forte hausse des défaillances observée en 2023-2024, la répartition sectorielle est restée relativement stable exception faite de l'hébergement/restauration qui voit sa part augmenter de 11,4 % en moyenne entre 2000 et 2019 à 13,3 % depuis début 2023. L'inflexion récente est principalement portée par les secteurs de la construction, du commerce et de la réparation automobile ainsi que de l'hébergement et restauration qui ont vu leur nombre de défaillances rapidement augmenter entre 2022 et 2024. Cette forte hausse était en partie attribuable à un effet de rattrapage suite au creux observé durant la période Covid (2020-2021). Ce rattrapage étant consommé pour l'ensemble des catégories d'entreprises, à l'exception des microentreprises, d'autres facteurs explicatifs s'ajoutent¹⁴ : hausse des prix de l'énergie et des matières premières, modification des comportements de consommation suite à la crise sanitaire ainsi qu'à la période de forte inflation, allongement des délais de paiement, résurgence des politiques protectionnistes ou encore concurrence étrangère.

Graphique 11 – Flux et croissance de l'encours de crédit aux SNF



Source : Webstat (DIREN).
Cumul des flux mensuels en Md€ (échelle de droite),
glissement annuel de l'encours en % (échelle de gauche).

Graphique 12 – Glissement annuel du cumul des défaillances et contribution des secteurs



Source : Webstat (DIREN).
Glissement annuel en %, contributions en points de pourcentage.

¹⁴ Rapport 2025 de l'Observatoire du financement des entreprises - « La situation des entreprises : un financement assuré mais une vigilance nécessaire face à des incertitudes renforcées qui justifient une évolution de l'accompagnement » | Banque de France

C.3 Immobilier commercial

Les indicateurs du marché de l'immobilier commercial signalent une dynamique contrastée : si le marché de l'investissement se stabilise, celui de la location est toujours en difficulté.

Le secteur de l'immobilier commercial français connaît depuis le T2 2022 un repli substantiel mais ordonné suite à un double choc : la hausse des taux d'intérêt et la généralisation du télétravail dans les entreprises¹⁵. Alors que les conditions financières sont désormais plus favorables, le marché de l'investissement semble connaître une reprise qui reste fragile et fragmentée dans un contexte politique et fiscal incertain. Sur quatre trimestres glissants, le volume d'investissement s'établit à 15,3 milliards d'euros au troisième trimestre 2025, soit 10 % au-dessus de son niveau de l'année précédente, mais 40 % en dessous de la moyenne historique observée entre 2004 et 2022. La dynamique est hétérogène selon les classes d'actifs, avec un ralentissement du secteur de la logistique mais une reprise partielle des bureaux. Ainsi, au T4 2025, le prix de transaction des bureaux franciliens augmente pour la première fois depuis la fin 2022 (+0,2 % sur le trimestre). A contrario, le marché de la location reste à la peine : la demande placée des bureaux franciliens atteint 1,64 million de m², son niveau le plus faible depuis 2002, hors crise sanitaire. Fin 2025, l'offre immédiate¹⁶ de bureaux franciliens dépasse les 6 millions de m², un niveau plus de deux fois supérieur au point bas pré-Covid de fin 2019. En conséquence, le niveau moyen des mesures d'accompagnement¹⁷ sur ce segment est à son plus haut historique, à 30,3 %.

Cependant, les risques pour le système financier demeurent limités. D'une part, les risques pour le secteur bancaire sont contenus : fin 2024, l'exposition globale des cinq principales banques françaises à l'immobilier commercial ne représentait que 6,4 % de leur bilan total¹⁸. Ces crédits, majoritairement à taux fixe et amortissables, présentent toujours des fondamentaux solides. De plus, concernant le risque de liquidité pesant sur les fonds immobiliers si certains fonds doivent adopter des outils de gestion de la liquidité et vendre des actifs financiers, les plans de cession d'actifs immobiliers restent contenus bien que non négligeables. Parmi les fonds immobiliers les plus à risque¹⁹, les plans de cession permettent d'honorer environ 10 % des rachats observés entre le troisième trimestre 2022, date de début de la vague de décollecte, et le deuxième trimestre 2025. Ces cessions ne représenteraient que 3 % de l'encours de ces fonds au troisième trimestre 2022.

¹⁵ Espic (2025) montre l'importance des facteurs macroéconomiques pour expliquer la variation des prix de l'immobilier commercial.

¹⁶ L'offre immédiate représente une évaluation de l'ensemble des surfaces immédiatement disponibles.

¹⁷ Les mesures d'accompagnement désignent l'ensemble des gestes commerciaux concédés par le bailleur au profit du locataire (franchise de loyer, participation du bailleur aux travaux, loyers progressifs sur une période définie ou encore mise à disposition anticipée des locaux). Elles relativisent donc le niveau des loyers faciaux.

¹⁸ Financement de l'immobilier commercial – Août 2025 | ACPR

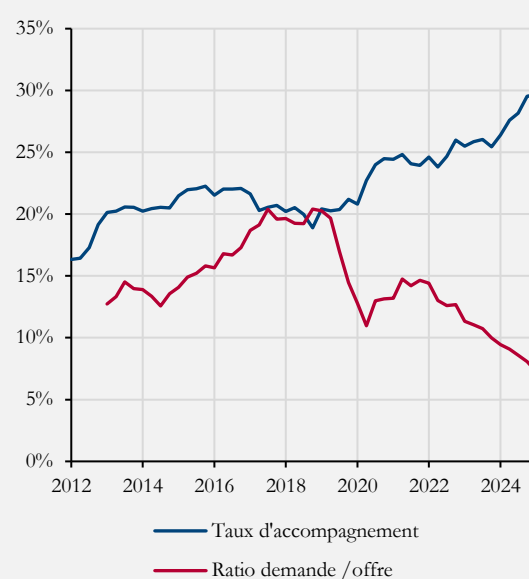
¹⁹ Ici les organismes de placement commun immobilier (OPCI). Il s'agit de fonds ouverts avec un risque de liquidité important, car les investisseurs, particuliers ou institutionnels, peuvent revendre leurs parts à tout moment. Pour honorer ces sorties, les fonds doivent potentiellement recourir à des ventes forcées de leurs actifs immobiliers. Source : rapport annuel 2023-2024.

Graphique 13 – Prix des bureaux franciliens (€) et volumes d'investissement en immobilier d'entreprise (Md€)



Source : BNP Real Estate, Immostat

Graphique 14 – Taux d'accompagnement et rapport demande / offre (m²/m²)



Source : Immostat

D. Acteurs financiers

D.1 Banques

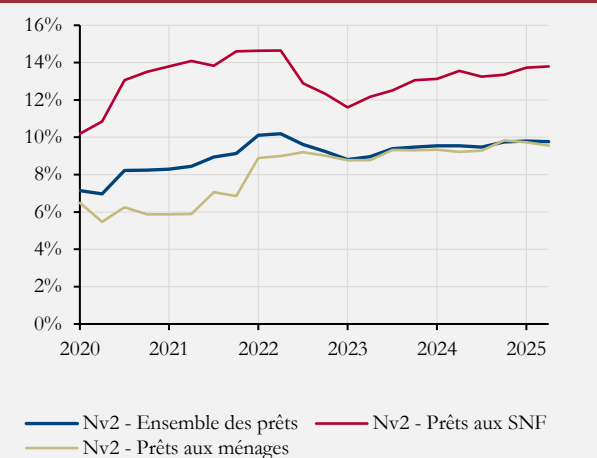
Dans un contexte de fortes incertitudes, le risque de crédit des banques françaises s'inscrit en hausse, plus particulièrement sur le portefeuille entreprises, dans un contexte plus général de dégradation des perspectives macro-économiques au niveau européen.

Le ralentissement économique pèse sur la segmentation des encours de crédit bancaires par niveau de risque, et se reflète dans l'évolution de la part des prêts de niveaux IFRS 2 et 3²⁰, qui progresse légèrement en 2025.

La hausse du risque de crédit est plus prononcée sur le portefeuille de prêts aux SNF avec une part de prêts de niveaux IFRS 2 et 3 de respectivement 13,79 % et 3,72 %. Elle concerne particulièrement le sous-segment des prêts aux PME dont la part de niveaux IFRS 2 et 3 augmente respectivement de +41 et +34 points de base sur les trois premiers trimestres 2025. La progression des indicateurs de risque est plus mesurée sur le portefeuille des prêts aux ménages dont la part de niveaux IFRS 2 et 3 augmente de +34 et + 8 points de base.

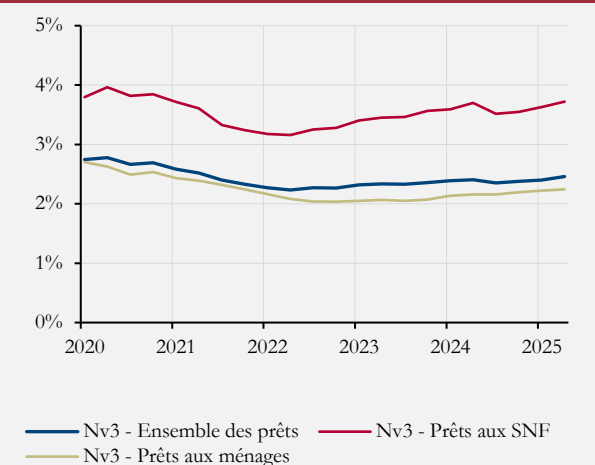
²⁰ La norme IFRS 9 demande de classer les actifs financiers en trois niveaux en fonction de leur risque de crédit. Le niveau 1 décrit des actifs performants, le niveau 2 comptabilise des actifs détériorés, le niveau 3 les actifs en défaut.

Graphique 15 – Evolution de la part des prêts de niveau IFRS 2 des six grands groupes bancaires français



Source : ACPR. Outre les SNF et les ménages, l'ensemble des prêts inclut les administrations publiques, banques centrales et la clientèle financière.

Graphique 16 – Evolution de la part des prêts de niveau IFRS 3 des six grands groupes bancaires français



Source : ACPR. Outre les SNF et les ménages, l'ensemble des prêts inclut les administrations publiques, banques centrales et la clientèle financière.

Après avoir enregistré des revenus historiquement élevés en 2024, les six principaux groupes bancaires français affichent une hausse importante de leurs revenus.

Les six principaux groupes bancaires français enregistrent à nouveau une forte progression de leur revenu sur les neuf premiers mois de l'année 2025. Le produit net bancaire (PNB) augmente de 6,6 %, pour atteindre 125,1 milliards d'euros. Cette croissance est surtout tirée par le dynamisme des activités de marché, dont les revenus augmentent de 14 % à 18,2 milliards d'euros, tandis que la marge nette d'intérêt (MNI) se redresse (+4,6 %, à 49,9 milliards d'euros). Les commissions restent, quant à elles, à un niveau très élevé, s'établissant à 43,5 milliards d'euros.

La hausse de la MNI découle principalement d'un effet favorable lié aux taux d'intérêts : le coût moyen des ressources diminuant plus rapidement que le rendement des actifs. Parallèlement, la baisse des taux d'intérêts stimule la demande de nouveaux crédits de la part des agents privés (entreprises, ménages) générant un léger effet volume.

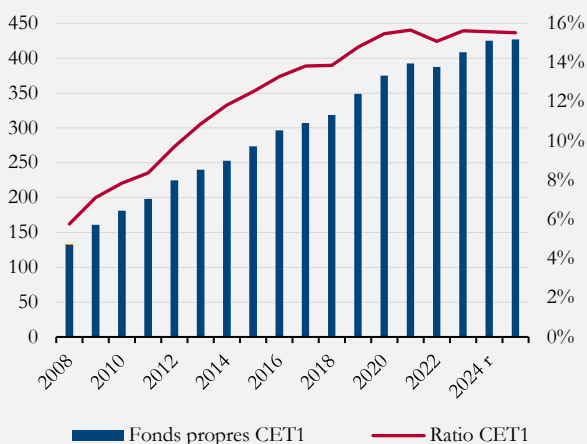
La croissance des revenus compense la hausse des charges d'exploitation (+ 3,9 %, à 82,5 milliards d'euros) et absorbe une progression plus marquée du coût du risque (+ 9,9 %, à 9,5 milliards d'euros), ce qui permet une amélioration de la rentabilité des banques françaises avec une diminution notable de leur coefficient d'exploitation (-1,7 point de pourcentage, à 66 %) et une progression du rendement des actifs (RoA) et des fonds propres (RoE) qui atteignent respectivement 0,45 % et 7,31 % (en hausse de +2 et +35 points de base par rapport aux trois premiers trimestres 2024).

Le niveau de solvabilité du secteur bancaire français, après prise en compte de la transposition de Bâle III au sein de l'Union européenne, reste élevé. Les indicateurs de liquidité sont satisfaisants.

Les banques françaises bénéficient d'une solvabilité robuste : le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (ou *common equity tier 1*, CET1) moyen des six principaux groupes bancaires français s'établit à 15,5 % en septembre 2025. La légère hausse des actifs pondérés des risques sur 2025 est partiellement compensée par une hausse des niveaux de fonds propres CET1. Leurs marges en capital restent ainsi très solides, à 4,7 points de pourcentage au-dessus du seuil de montant maximum

distribuable. Les six principaux groupes bancaires français conservent également une position de liquidité satisfaisante, avec des ratios supérieurs aux seuils réglementaires. Ainsi, fin septembre 2025, le ratio de liquidité court terme (LCR) agrégé sur douze mois glissants s'établit à 142,8 %, tandis que le ratio de financement stable (NSFR) s'élève à 114,2 %. Par ailleurs, la situation de liquidité et de refinancement en US Dollars continue de s'améliorer en 2025 et présente un excédent de ressources de 150 milliards d'euros.

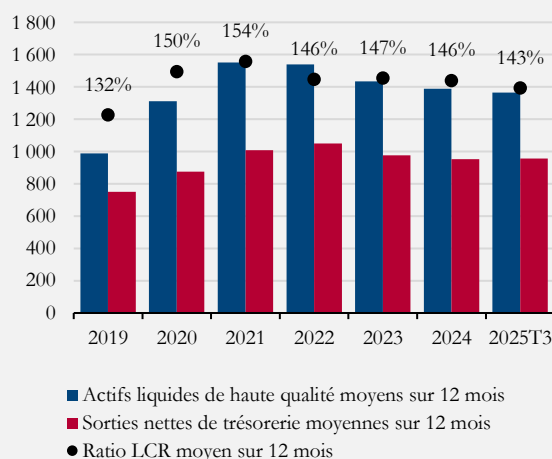
Graphique 17 – Niveau (en Md€) et ratio de fonds propres CET1 (%) des principales banques françaises



Source : ACPR.

Périmètre : BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale.

Graphique 18 – Évolution du LCR moyen sur 12 mois glissants des principales banques françaises (LCR en %, montants en Md€)



Source : ACPR.

Périmètre : BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale.

L'exposition des banques françaises au « souverain français » progresse, tout en restant limitée.

L'exposition des banques françaises aux administrations publiques françaises, via la détention de titres ou l'encours de prêts, progresse de +11 % en 2025²¹ et représente 4,1 % de leur bilan. Ce mouvement s'inscrit dans une dynamique haussière plus générale de la détention de titres de dettes « souveraines », également observée au sein des autres principales banques de la zone euro, pour lesquelles l'exposition au souverain domestique pèse 4,5 % du total bilan.

Compte tenu de ces expositions limitées, du fait que la majeure partie des titres de dettes est comptabilisée au coût amorti, et sur la base d'analyses en sensibilité, les banques françaises seraient en mesure d'absorber des variations de niveau de spread de la dette française importantes. Le risque pour le secteur bancaire associé aux incertitudes budgétaire et politique françaises serait donc davantage macroéconomique que strictement financier.

²¹ Données de septembre 2024 à septembre 2025.

D.2 Assurances

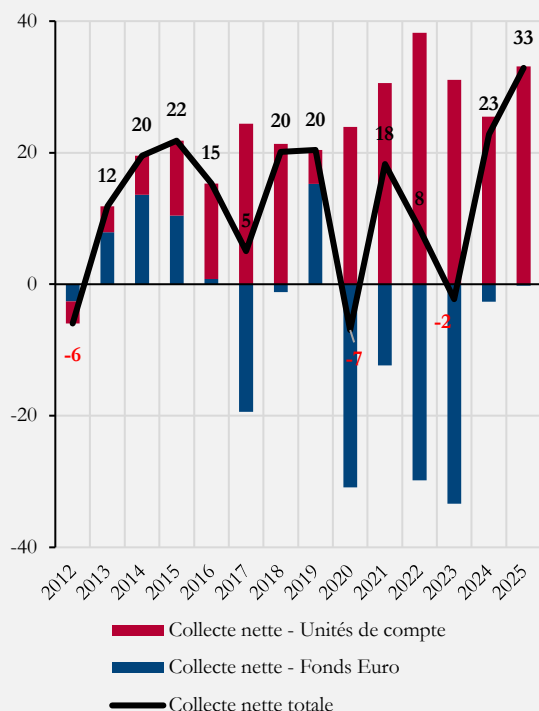
Les taux de revalorisation attractifs et le niveau élevé des flux d'épargne financière des ménages conduisent à une collecte nette record en assurance vie depuis le début de l'année 2024. En assurance non-vie, la rentabilité technique poursuit son redressement, sous l'effet d'une croissance rapide des primes et d'une hausse contenue des sinistres.

Sur le segment de l'assurance-vie, la collecte nette atteint des niveaux exceptionnels depuis le début de l'année 2024 sous l'effet combiné de la hausse de la collecte brute et de la baisse des rachats, en particulier sur les supports en euros. Cette tendance diverge des années précédentes marquées par la période de taux bas durant laquelle les assureurs ont essentiellement favorisé la souscription de supports en unités de compte (UC) afin de compenser l'érosion de la rémunération des supports en euros. Ainsi, l'assurance-vie enregistre un solde net sur un an glissant très positif pour l'ensemble de l'année 2024 et entre juin 2024 et juin 2025, de respectivement 23 et 33 milliards d'euros²², en nette hausse par rapport à l'année 2023 (-2 milliards d'euros). Plus précisément, la décollecte nette sur les supports en euros prend quasiment fin (respectivement -3 et 0 milliards d'euros en 2024 et à la fin du 1er semestre 2025, après -30 en 2022 et -33 en 2023). De leur côté, les supports en unités de compte continuent d'enregistrer une collecte nette très positive à 25 milliards d'euros en 2024 et 33 milliards d'euros à la fin du 1er semestre 2025, après 38 milliards d'euros en 2022 et 31 milliards d'euros en 2023. Ces tendances s'expliquent largement par la baisse du taux de rachat²³ qui s'établit à 4,5 % sur les supports en unité de compte et 4,8 % sur les supports en euros en 2024, contre respectivement 4,9 % et 5,4 % en 2023.

²² Les montants correspondent au cumul des 12 derniers mois.

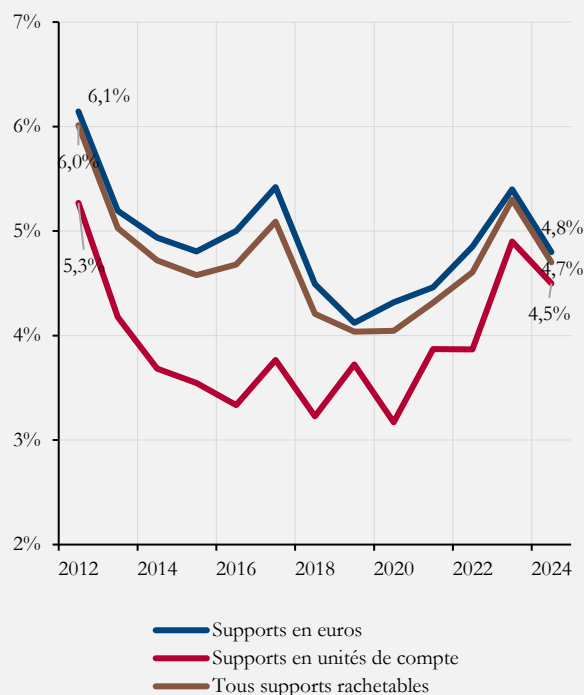
²³ Volume de achats de l'année N rapportés aux provisions de l'année N-1.

Graphique 19 – Collecte nette cumulée au cours des 12 derniers mois par type de support rachetable depuis 2012 (Md€)



Source : ACPR

Graphique 20 – Taux de rachats des contrats d'assurance-vie par support (%)



Source : ACPR.

Note : les rachats sont rapportés aux provisions de l'année n-1.

En assurance non-vie, la rentabilité technique poursuit son redressement engagé depuis 2023, sous l'effet d'une croissance rapide des primes face à une hausse des sinistres contenue. Ainsi, le ratio combiné²⁴ de l'ensemble des lignes d'activité s'établit à 95,9 % au premier semestre 2025, contre 96,9 % en 2024, 98,1 % en 2023 et 100,0 % en 2022. Plus précisément, le ratio combiné net non-vie hors santé²⁵ se situe à 98,2 %, en baisse continue depuis la fin de l'année 2022 (103,1 %). Afin de faire face aux conséquences du changement climatique, le régime d'assurance des catastrophes naturelles est conforté par une hausse de la surprime couvrant ce risque au 1er janvier 2025²⁶. De son côté, le ratio combiné des activités santé vie et non-vie baisse de 98,6 % à 95,9 % sur la même période.

Le portefeuille de placements des assureurs français demeure diversifié et les obligations souveraines françaises sont toujours attractives.

À fin juin 2025, l'encours de placements financiers des assureurs s'établissent à plus de 2 738 milliards d'euros, en hausse de 66 milliards d'euros par rapport à la fin de l'année 2024 (soit +2,5 %). Les

²⁴ Rapport entre le coût total des sinistres (prestations, commissions, frais de gestion) et les primes collectées par l'assureur. Les charges et primes sont calculées en valeur nette (de la réassurance). Une baisse du ratio combiné traduit ainsi une amélioration de la situation de l'assureur.

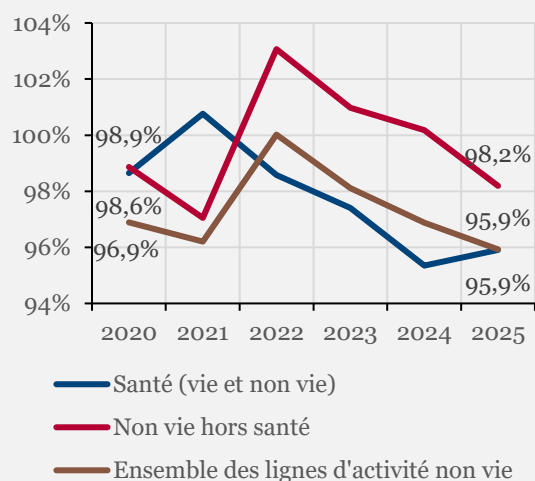
²⁵ Assurance auto, incendie et dommages aux biens, responsabilité civile générale

²⁶ La part des primes d'assurance dommages dédiée au financement du régime d'indemnisation des catastrophes naturelles a augmenté à partir du 1^{er} janvier 2025 : le taux de surprime appliqué aux contrats d'assurance dommages habitation et biens professionnels est ainsi passé de 12 % à 20 %, et celui des contrats d'assurance automobile de 6 % à 9 %.

obligations représentent environ 60 % de ces placements²⁷, principalement des obligations du secteur financier (28 % des placements à fin juin 2025), d'émetteurs souverains (20 %) et de sociétés non financières (11 %). Environ 80 % de ces obligations sont des titres de notation supérieure à A-. Les actifs obligataires souverains français représentent 12 % des placements des assureurs à la fin du premier semestre 2025, un niveau en légère augmentation par rapport à fin 2024. Même si les comportements d'investissements peuvent différer d'un organisme à l'autre, l'attractivité des actifs obligataires de l'État français ne faiblit donc pas. À fin juin 2025, le portefeuille obligataire se trouve toujours en situation de moins-values latentes à hauteur de -3 % du total du portefeuille d'investissements. Par ailleurs, des plus-values latentes sont toujours constatées sur les actions, les OPC et l'immobilier, permettant d'enregistrer une plus-value latente globale de 1 %.

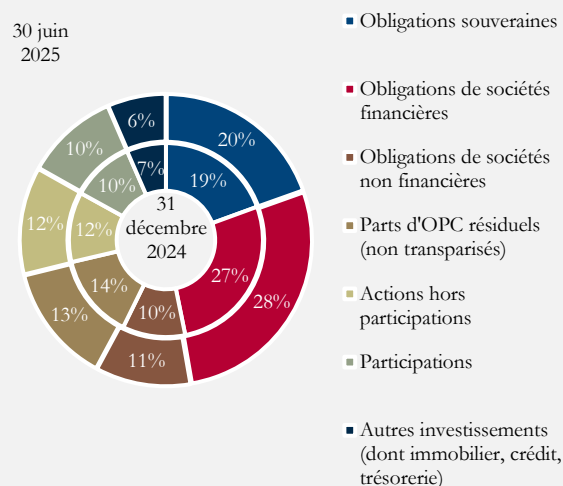
Enfin, les exigences réglementaires en capital du secteur de l'assurance sont largement couvertes. Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres significativement supérieur aux exigences, avec une couverture du capital de solvabilité requis de 241 % en moyenne à fin juin 2025, un niveau relativement stable depuis plusieurs années. Les organismes non-vie affichent un ratio moyen plus élevé que celui des organismes vie, avec toutefois des disparités plus importantes d'un organisme à l'autre.

Graphique 21 – Ratio combiné en assurance non-vie (%)



Source : ACPR.

Graphique 22 – Structure de placements des assureurs fin T2 2025 et fin T4 2024 (%)



Source : ACPR.

Champ : après mise en transparence des OPC.

D.3 Gestionnaires d'actifs

Les fonds français font état d'une bonne performance en 2025, malgré les fortes perturbations observées autour de l'annonce des droits de douane en avril.

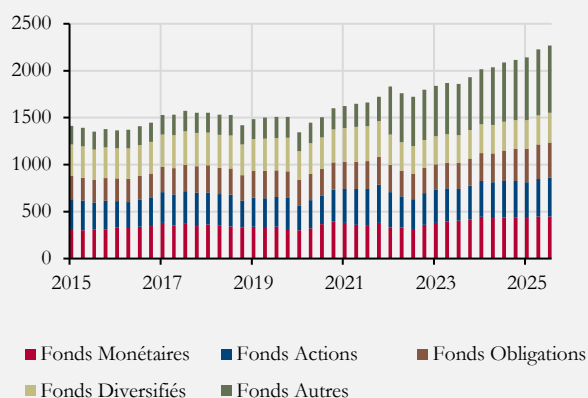
Au troisième trimestre 2025, les fonds d'investissement de droit français représentent 2 269 milliards d'euros d'actif net (contre 2 088 milliards d'euros un an auparavant, soit une hausse de +8,7 % de l'encours). La collecte a atteint 82 milliards d'euros, et s'est portée principalement sur les fonds

²⁷ Après mise en transparence des actifs des organismes de placements collectifs (OPC).

obligataires (+43 milliards d’euros) et sur les fonds « autres » (+51 milliards d’euros). Pour leur part, les fonds monétaires, actions et diversifiés enregistrent une légère décollecte²⁸.

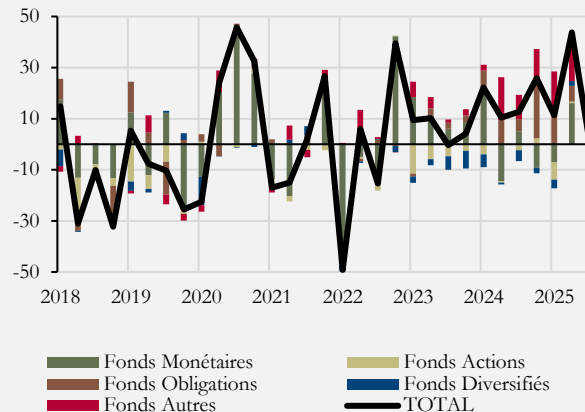
Selon l’*European Fund and Asset Management Association (EFAMA)*, les fonds ouverts domiciliés en France représentent fin 2024 11,3 % du total des actifs gérés en Europe, en quatrième position derrière le Luxembourg, l’Irlande et l’Allemagne²⁹.

Graphique 23 – Encours de fonds domiciliés en France (Md€)



Source : Banque de France

Graphique 24 – Flux de souscription nets trimestriels des OPC domiciliés en France (Md€)



Source : Banque de France

Les fonds monétaires (*money market funds – MMF*) enregistrent une variation d’encours de +8 milliards d’euros sur un an, à 447 milliards d’euros à fin septembre 2025, malgré une décollecte de 3,5 milliards d’euros sur la période. Au 30 septembre 2025, la performance sur douze mois atteint 2,65 %.

Au troisième trimestre 2025, l’actif net des fonds actions français progresse de 26 milliards d’euros par rapport à l’année précédente, pour atteindre 415 milliards d’euros. Cette évolution est essentiellement due à l’appréciation du cours des actions sur la période, puisque les fonds actions enregistrent une décollecte nette de près de 6 milliards d’euros sur ces douze mois. L’annonce des droits de douane américains le 2 avril a fait baisser substantiellement les valorisations des fonds (plus de 30 milliards d’euros sur les trois jours de bourse suivants), mais ces pertes ont rapidement été effacées après l’annonce du moratoire le 9 avril³⁰. En définitive, le taux de valorisation des fonds actions français s’établit à 8,2 % sur 12 mois au 30 septembre 2025.

L’encours des fonds obligataires progresse de 51 milliards d’euros sur l’année (soit + 16 %), pour atteindre 373 milliards d’euros fin septembre 2025. La collecte sur ces produits est très dynamique (+43 milliards d’euros sur douze mois) et la performance s’établit à 2 % sur la période. L’actif net des OPC diversifiés est de 318 milliards d’euros au troisième trimestre 2025, en hausse de 8 milliards d’euros sur douze mois. Ces fonds accusent une faible décollecte sur la période (moins de 3 milliards d’euros), en parallèle d’une performance robuste à 5,3 %.

Enfin, l’actif net des « fonds autres » (catégorie résiduelle regroupant les fonds d’épargne salariale, fonds immobiliers, fonds de capital investissement, fonds à formule et *hedge funds*) atteint 717 milliards d’euros fin septembre 2025, en hausse de 88 milliards d’euros (+14 %), sous l’effet conjugué d’une collecte très dynamique (+51 milliards d’euros) et d’une performance de 3,5 %.

²⁸ Source Banque de France, séries non consolidées

²⁹ *Cartographie des marchés et des risques 2025 | AMF*.

³⁰ *Cartographie des marchés et des risques 2025 | AMF* (p.69)

Ch.2 L'action du HCSF en 2025

A. Résumé de l'action du HCSF en 2025

En 2025, le HCSF s'est réuni à quatre reprises pour mobiliser les pouvoirs macroprudentiels dont il dispose, assurer le suivi des mesures en place et procéder à un examen des risques et des vulnérabilités pesant sur le système financier français. Au cours de cette année, le Haut Conseil s'est notamment intéressé à l'actualité internationale susceptible d'affecter les perspectives macroéconomiques, aux dynamiques d'endettement des ménages et des SNF, au niveau de résilience des banques, des assurances et des institutions financières non bancaires, ainsi qu'à la volatilité des marchés financiers. Il s'est également penché sur le développement du crédit privé ainsi que sur l'accroissement du risque cyber (voir Chapitre 4).

A.1 Maintien du taux de la réserve de protection du crédit et suivi des pays tiers matériels

Graduellement reconstituée depuis 2022, la réserve de protection du crédit agit comme un filet de sécurité préservant la résilience des banques.

La réserve de protection du crédit, ou coussin de capital contracyclique (*Countercyclical Capital Buffer*, CCyB), est une surcharge de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1) fixée trimestriellement par le HCSF. Imposée uniformément aux banques françaises et aux banques étrangères concernées par les accords de réciprocité entre pays de l'Union européenne ou par les accords de Bâle³¹, elle s'exprime en pourcentage des actifs pondérés par les risques et s'applique aux expositions situées en France. La réserve de protection du crédit n'a pas vocation à être utilisée comme un instrument de gestion conjoncturelle du cycle du crédit : elle constitue une réserve de fonds propres, proportionnée aux risques identifiés par le HCSF et destinée à être relâchée à la suite d'un choc systémique laissant craindre une contraction de l'offre de crédit, afin de soutenir la production de crédit. En 2022, conformément à son approche proactive et graduelle, le HCSF a relevé son taux à 0,5 % puis 1 %³², dans le but d'accroître la résilience des établissements de crédit en confortant leur situation de solvabilité de manière préventive.

En 2025, le HCSF maintient la réserve de protection du crédit à 1 %.

Les risques pesant sur la stabilité financière française persistent en 2025. Ceux-ci comprennent notamment le niveau d'endettement des ménages et des SNF, couplé à un haut degré d'incertitude. Ces éléments conduisent le HCSF à maintenir inchangé le niveau de la réserve de protection du crédit.

En outre, le Haut Conseil reconduit l'analyse des pays tiers matériels ne faisant pas l'objet d'un suivi par le Comité Européen du Risque Systémique (CERS), en identifiant une juridiction étrangère envers

³¹ Voir Chapitre 2.A.4 sur la politique de réciprocité.

³² Décisions D-HCSF-2022-01 et D-HCSF-2022-06 des 7 avril et 28 décembre 2022. Le taux de 0,5 % est entré en vigueur le 7 avril 2023, tandis que le taux de 1 % est entré en vigueur le 2 janvier 2024.

laquelle les banques françaises affichent des expositions matérielles : le Maroc³³. Pour autant, l'analyse des conditions macro-financières de ce pays conduit le HCSF à conserver un CCyB nul à son endroit.

A.2 Suivi de la décision relative aux conditions d'octroi des crédits immobiliers

La mesure du HCSF portant sur les crédits immobiliers, dont le respect fait l'objet d'un suivi régulier par le Haut Conseil, permet d'assurer des conditions d'octroi saines.

Depuis le 1^{er} janvier 2022³⁴, deux critères juridiquement contraignants s'appliquent aux établissements de crédit qui octroient des prêts immobiliers. D'une part, le taux d'effort de l'emprunteur (correspondant aux charges annuelles d'emprunt divisées par les revenus annuels) ne doit pas excéder 35 %. D'autre part, la maturité du crédit à l'octroi ne doit pas dépasser 25 ans³⁵. Les banques peuvent déroger à ces critères pour un volume de prêts limité à 20 % de leur production trimestrielle de crédit immobilier³⁶. Initialement introduits en 2019³⁷ sous la forme d'une recommandation aux établissements de crédit et en cohérence avec les standards de marché préexistants, ces critères visent à pérenniser des conditions d'octroi saines pour le crédit à l'habitat alors qu'une dégradation progressive et continue était observée entre 2015 et 2019.

L'objectif de ces mesures est de rendre le crédit plus sûr en préservant la solvabilité des emprunteurs et donc la résilience des banques. À long terme, l'utilisation de ces instruments macroprudentiels vise à limiter le risque d'endettement excessif des ménages pouvant entraîner des bulles sur le marché de l'immobilier résidentiel, ainsi que prévenir les crises financières entravant l'accès au crédit. Ces mesures sont adaptées au système français de financement de l'habitat (voir Chapitre 1.C), centré sur la capacité de remboursement des emprunteurs que les critères d'octroi entendent précisément préserver.

Le HCSF charge l'ACPR du suivi de la décision du 29 septembre 2021. Il apparaît que le respect de la mesure par les banques permet d'assainir largement les conditions d'octroi, avec notamment une baisse importante de la part des prêts ayant un taux d'effort supérieur à 35 %. Comme anticipé, cette réduction est en partie compensée par un allongement de la maturité à l'octroi, justifiant l'encadrement de la durée des prêts par la norme afin d'éviter toute dérive excessive. La part des crédits dépassant au moins un des deux seuils fixés par la mesure a reculé de 28,8 % en 2019 à 17,1 % au T4 2025, en-deçà du plafond

³³ Conformément à la Recommandation CERS/2015/3 du Comité européen du risque systémique, l'évaluation de l'importance d'un pays tiers pour le secteur bancaire français repose sur les mesures de seuils d'exposition. Le HCSF est chargé d'identifier des pays tiers matériels pour son système bancaire n'étant pas déjà suivis par le CERS. Les pays tiers matériels pour l'EEE sur l'exercice 2024 sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la Suisse, Singapour, Hong Kong, le Brésil, le Mexique, la Turquie, la Russie et la Chine. Voir « List of material third countries » publiée sur le site du CERS.

³⁴ Décision n°D-HCSF-2021-7 du 29 septembre 2021.

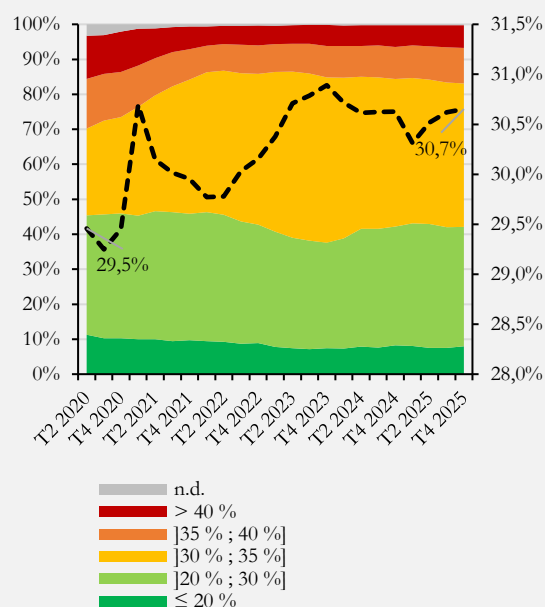
³⁵ Une tolérance de deux ans est prévue pour certains cas où l'entrée en jouissance du bien est décalée par rapport à l'octroi du crédit.

³⁶ Depuis la Décision n°D-HCSF-2023-02 du 29 juin 2023, au sein de cette marge, au moins 70 % de la flexibilité maximale doit être réservée aux acquéreurs de leur résidence principale et au moins 30 % aux primo-accédants. Les 30 % restant de flexibilité maximale sont libres d'utilisation. Le HCSF a précisé dans ses communiqués de presse de juin et décembre 2023 que le respect de la marge de flexibilité totale de 20 % et des limites d'allocation au sein de cette marge pourrait être apprécié sur 3 trimestres glissants, dans des cas spécifiques.

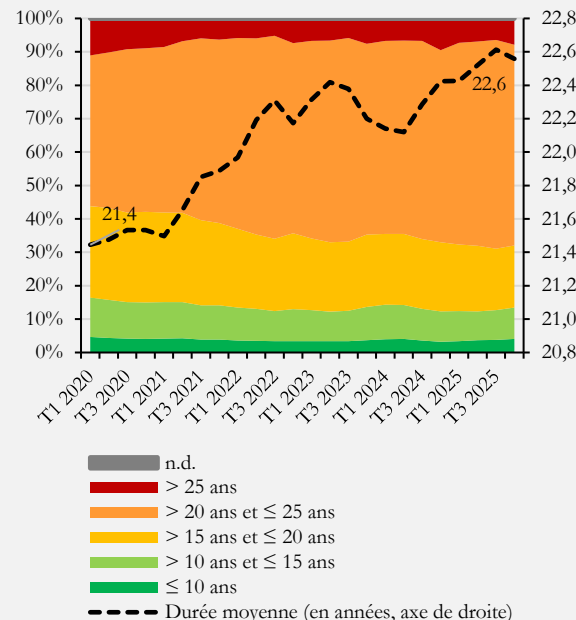
³⁷ Recommandation n° R-HCSF-2019-1 du 20 décembre 2019. Le taux d'effort maximal était fixé à 33 % et la marge de flexibilité s'établissait à 15 %.

de 20% fixé pour la marge de flexibilité, traduisant une bonne appropriation de la norme par les acteurs de marché.

Graphique 25 – Évolution du taux d’effort à l’octroi des nouveaux crédits à l’habitat (moyenne et par tranche)



Graphique 26 – Évolution de la maturité initiale des nouveaux crédits à l’habitat, en années (moyenne et par tranche)



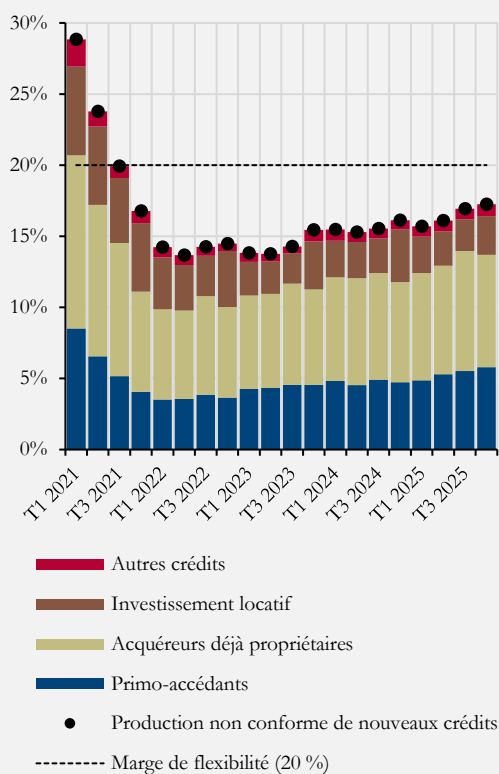
Le HCSF constate que les mesures sur les conditions d’octroi accompagnent une reprise saine et maîtrisée du secteur de l’habitat.

En 2025, le secteur de l’immobilier résidentiel connaît une période de reprise (voir Chapitre 1.C). La production de crédits à l’habitat suit une tendance positive alors que les taux d’intérêt se stabilisent à des niveaux plus faibles que durant la période de resserrement monétaire (2022-2024). Dans ce contexte, le HCSF considère que les mesures sur les conditions d’octroi ont permis d’assainir les conditions d’octroi de crédit. Elles accompagnent la reprise en évitant une spirale procyclique d’endettement excessif des ménages et de hausse des prix de l’immobilier. L’amélioration des conditions d’octroi observée depuis la mise en place des mesures est toujours visible : la reprise de la production du crédit à l’habitat ne s’est pas accompagnée d’une dégradation de sa qualité. La principale variable explicative de la dynamique de la demande de crédits immobiliers restant le coût du crédit, la baisse des taux amorcée en 2024 permet une reprise du marché que les mesures emprunteurs ne freinent pas³⁸. Ce dernier point peut être conforté par l’utilisation incomplète des marges de flexibilité, suggérant que les

³⁸À l’occasion de son Rapport annuel 2024, le HCSF a réalisé des études d’impact sur les mesures encadrant le crédit à l’habitat. Dans un contexte de resserrement de la politique monétaire et de correction ordonnée du marché immobilier, ces travaux empiriques concluaient que les normes emprunteurs n’avaient pas significativement restreint l’accès au crédit par rapport à l’effet de la hausse des taux d’intérêt à l’octroi, confirmant la pertinence du calibrage de la mesure. En particulier, les primo-accédants à la propriété, segment le plus exposé aux évolutions des conditions d’octroi, avaient été largement protégés.

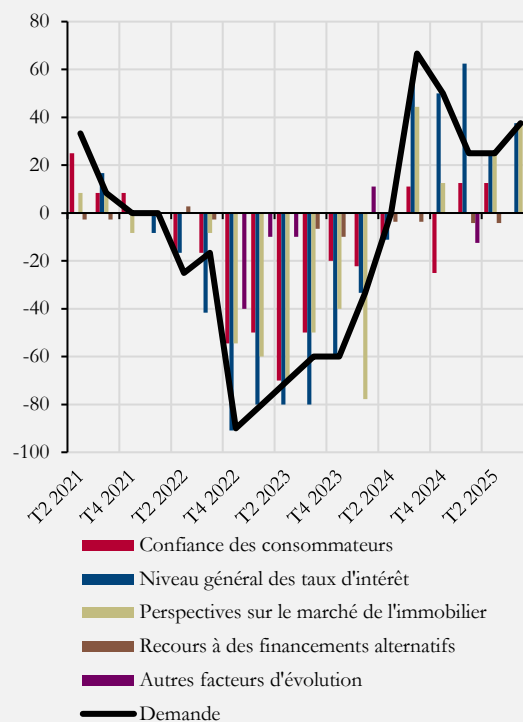
normes du HCSF ne sont pas excessivement restrictives et que l'espace discrétionnaire laissé aux banques est suffisant.

Graphique 27 – Part des prêts non conformes dans la production de crédit à l'habitat, par objet



Source : Credithab, calculs ACPR. Périmètre : 7 plus grands groupes bancaires français. Dernier point : décembre 2025.

Graphique 28 – Demande de crédits à l'habitat et facteurs explicatifs (soldes d'opinions des banques interrogées, en %)



Lecture : Le graphique agrège sous la forme de « soldes d'opinions » les réponses individuelles des banques quant aux facteurs explicatifs de la demande de crédit. Pour chaque variable, le solde d'opinion est la différence entre le pourcentage des réponses indiquant une évolution dans un sens positif et celui des réponses indiquant une évolution inverse.
Source : Banque de France (enquête BLS).

A.3 Abrogation du coussin pour le risque systémique et suivi du risque de concentration de l'endettement des sociétés non financières.

Le HCSF abroge la mesure relative à l'application du coussin pour le risque systémique sectoriel français (sSyRB FR).

Le 17 juin 2025³⁹, le HCSF abroge le coussin pour le risque systémique sectoriel français (sSyRB FR) qui s'appliquait depuis 2023⁴⁰ aux établissements bancaires systémiques français. Cet instrument imposait aux banques systémiques une surcharge en fonds propres CET1 de 3 % sur les expositions à des entreprises françaises dont le ratio de dette totale (incluant les lignes de crédit non tirées) sur

³⁹ Décision n°D-HCSF-2025-3 du 17 juin 2025.

⁴⁰ Décision n°D-HCSF-2023-3 du 28 juillet 2023.

EBITDA⁴¹ était strictement supérieur à 6 ou négatif. Afin de cibler spécifiquement le risque de concentration, le sSyRB n'était actif que si l'exposition finale d'une banque envers un groupe non financier très endetté dépassait l'équivalent de 5 % de ses fonds propres de catégorie 1. Avec ces critères, le coussin visait les grandes entreprises les plus endettées, susceptibles en cas de défaut de mettre en difficulté les banques y étant fortement exposées. Pour les banques, il était conçu comme une limite de concentration visant à décourager le dépassement de seuils d'exposition vis-à-vis d'un groupe restreint d'entreprises. Réciproquement, le coussin incitait les grandes entreprises endettées à diversifier leurs sources de financement et leurs créanciers. Le sSyRB FR succédait à la mesure dite « Grands Risques » activée en 2018⁴², qui s'appuyait sur l'article 458 du règlement européen sur les exigences de fonds propres⁴³ et suivait le même esprit.

Depuis sa mise en place, le sSyRB FR induisait des exigences en capital limitées et décroissantes, du fait du désendettement et de l'amélioration des revenus des entreprises visées, ainsi que de la limitation de la concentration des expositions des banques françaises vis-à-vis de ces entreprises. En 2025, considérant que les risques sous-jacents qu'il devait couvrir ont reculé, le HCSF juge donc que le coussin ne contribue plus significativement à la stabilité financière. Par conséquent, dans le souci de réduire la complexité réglementaire, le HCSF abroge le sSyRB FR par sa décision du 17 juin. Cet effort de simplification qui n'affaiblit pas la résilience du système financier est approuvé par le CERS et la BCE. Il s'accompagne d'un maintien du suivi des risques de concentration des banques systémiques aux entreprises très endettées. En outre, le HCSF se tient prêt à répondre à une éventuelle résurgence des risques liés à l'endettement des entreprises non financières françaises ou à sa concentration en utilisant sans délai l'instrument macroprudentiel qu'il jugerait le plus approprié.

Le HCSF continue son suivi des risques pour la stabilité financière liés à l'endettement des entreprises, en particulier le risque de concentration.

Les entreprises françaises affichent des taux d'endettement élevés en comparaison de leurs pairs européens et dépendent particulièrement du crédit bancaire pour se financer (voir Chapitre 1 C.2). Le niveau et le coût de cette dette peuvent faire peser des risques sur la stabilité financière. Dès lors, le HCSF s'assure que le risque de concentration des expositions bancaires aux entreprises très endettées est maîtrisé. D'un côté, il s'agit de surveiller le niveau d'endettement des entreprises et la diversification de leurs créanciers. De l'autre, de suivre la concentration des expositions des banques systémiques aux grandes entreprises endettées.

Si les entreprises françaises affichent des taux d'endettement élevés, ceux-ci décroissent depuis 2021, en particulier suite au resserrement de la politique monétaire en 2022⁴⁴. Spécifiquement, les entreprises les plus à risques, qu'elles soient « très endettées » ou « vulnérables »⁴⁵, concentrent une part décroissante de la dette des entreprises. Réciproquement, la surveillance du risque de contrepartie systémique pour les banques est menée par l'ACPR, qui surveille pour chaque banque les principales

⁴¹ “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization”, soit “Bénéfice Avant Intérêts, Impôts et Amortissements” en français.

⁴² Décision D-HCSF-2018-2 du 11 mai 2018.

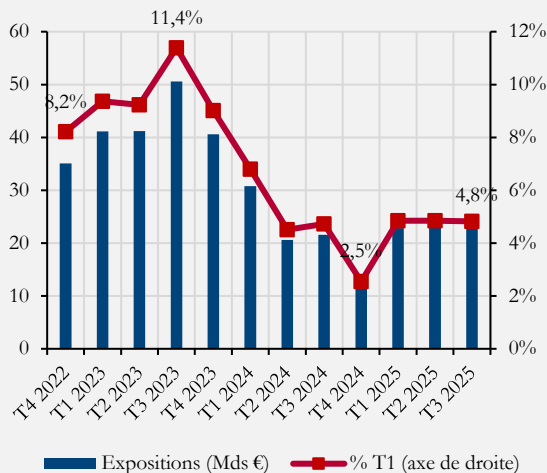
⁴³ Règlement CRR, UE n°575/2013.

⁴⁴ La surveillance des ratios d'endettement des SNF françaises est menée avec les données comptables d'entreprises FIBEN.

⁴⁵ Une entreprise est jugée très endettée si son ratio EBITDA / dépenses d'intérêts est inférieur à 3 et si son ratio de dette totale (dont les lignes de crédit non tirées) / EBITDA est supérieur à 4. Une entreprise vulnérable est une entreprise très endettée dont le ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

contreparties individuelles⁴⁶. Sur ce point, il apparaît que les banques ont fortement réduit leurs expositions à des entreprises non financières très endettées. La conjugaison complémentaire de ces approches permet au HCSF d’avoir une vision complète des risques d’endettement et de concentration.

Graphique 29– Expositions des banques systémiques française aux SNF très endettées



Source : Remise « Grands Risques », calculs ACPR. Le périmètre comprend les SNF qui déclarent un ratio d’endettement (Dettes/EBITDA) négatif ou supérieur à 6 et figurent parmi les 10 plus grandes expositions consolidées des banques de l’échantillon.

A.4 Actualisation et simplification des décisions de réciprocité du HCSF

Le HCSF continue en 2025 d’appliquer le principe de réciprocité.

La réciprocité permet la reconnaissance des mesures macroprudentielles adoptées dans d’autres États membres du CERS. Une telle reconnaissance vise à limiter les opportunités d’arbitrages transfrontières, en appliquant aux banques nationales qui opèrent à l’étranger des mesures macroprudentielles prises par les autorités d’autres pays.

La réglementation européenne crée un cadre de réciprocité à la discrétion des autorités macroprudentielles nationales⁴⁷. Dans ce cadre, lorsqu’un pays demande la réciprocation d’une mesure, il peut solliciter l’émission d’une recommandation par le CERS, qui requiert que les autres autorités nationales « s’y conforment ou s’expliquent » (*comply-or-explain*). La décision de ne pas réciproquer une mesure macroprudentielle étrangère doit être justifiée et objectivée.

⁴⁶ Cette surveillance est opérée grâce à la collecte de données spécifique « Grands Risques » qui cible spécifiquement le risque de concentration.

⁴⁷ La réciprocité est automatique pour les articles 124 et 164 du CRR, ainsi que pour le CCyB tant que le taux applicable est inférieur ou égal à 2,5 % des expositions pertinentes pondérées par les risques, et facultative au-delà. Concernant le (s)SyRB, l’article 458 du CRR et les mesures fondées sur l’emprunteur, la décision de réciproquer ou non est à la main par l’autorité macroprudentielle nationale.

En 2025, le HCSF prend deux nouvelles décisions de réciprocité, appliquant aux expositions concernées des banques françaises les coussins pour le risque systémique (SyRB) belge⁴⁸ et norvégien⁴⁹.

Le HCSF simplifie sa doctrine de réciprocité pour se concentrer sur les mesures matériellement significatives.

Afin de limiter la charge administrative associée à la reconnaissance des mesures de réciprocité, celles-ci peuvent être associées à un « seuil de matérialité » défini par l'autorité émettrice et préconisé par le CERS dans ses recommandations de réciprocité⁵⁰, permettant d'exempter les banques dont les expositions au risque visé sont faibles. Ces recommandations du CERS indiquent généralement que l'absence d'institution ayant des expositions supérieures au seuil constitue une justification suffisante pour ne pas reconnaître la mesure en raison des conséquences limitées sur la stabilité financière.

Dans un souci de simplification et de réduction de la charge administrative, le HCSF décide depuis 2024 de reconnaître uniquement les mesures trouvant à s'appliquer à au moins une banque française. Le 23 décembre 2025⁵¹, il adopte une décision abrogeant sept décisions de réciprocité dont les seuils de matérialité ne sont pas atteints par les banques françaises. Cinq mesures de réciprocité restent actives envers quatre pays (la Belgique, la Norvège, l'Italie et le Luxembourg).

Cette approche simplifiée, conditionnant les décisions de réciprocité à la matérialité des expositions pertinentes, a vocation à perdurer. En parallèle, l'ensemble des mesures macroprudentielles en vigueur dans les différentes juridictions européennes et dont l'application réciproque est recommandée par le CERS continuera à faire l'objet d'un suivi annuel, afin que le HCSF puisse adopter une décision de réciprocité si les expositions d'un établissement français visées par une de ces mesures venaient à atteindre son seuil de matérialité.

⁴⁸ Décision n°D-HCSF-2025-1 du 10 février 2025.

⁴⁹ Décision n°D-HCSF-2025-2 du 4 mars 2025.

⁵⁰ Ce seuil correspond généralement à 1% des expositions concernées. L'autorité domestique peut utiliser son propre seuil de matérialité pour appréhender une mesure étrangère, mais sa valeur doit être inférieure au montant proposé par l'autorité émettrice et le CERS.

⁵¹ Décision n° D-HCSF-2025-4 du 23 décembre 2025.

B. Tableau récapitulatif des mesures en vigueur

Le Haut Conseil maintient deux instruments en place à un niveau national : la réserve de protection du crédit, dont le taux est fixé à 1 %, et la décision encadrant les critères d’octroi de prêts immobiliers. A ces instruments, s’ajoutent des mesures de réciprocité pour quatre pays.

Instruments du HCSF en vigueur au 3 mars 2026				
Intitulé	Décision	Références	Date de signature	Date d'entrée en vigueur
Réserve de protection du crédit (Coussin de fonds propres contracyclique, CCyB)	Le taux du coussin pour la France est relevé de 0,5 % à 1 % à compter du 2 janvier 2024.	<u>D-HCSF-2022-6</u>	27/12/2022	02/01/2024
Conditions d'octroi de crédits immobiliers	Met en place des critères pour l’octroi de crédits immobiliers.	<u>D-HCSF-2021-7</u>	29/09/2021	01/01/2022
		<u>D-HCSF-2023-2</u>	29/06/2023	01/07/2023
		<u>D-HCSF-2023-6</u>	18/12/2023	01/01/2024

Mesures de réciprocité en vigueur au 3 mars 2026				
Pays	Intitulé	Références	Date de signature	Date d'entrée en vigueur
Belgique	Coussin pour le risque systémique adopté par la Banque nationale de Belgique pour les expositions sur la clientèle de détail (personnes physiques) garanties par un bien immobilier résidentiel situé en Belgique (taux de 6 %) ⁵²	<u>D-HCSF-2025-1</u>	10/02/2025	16/02/2025
Italie	Coussin pour le risque systémique italien (taux de 1 %)	<u>D-HCSF-2024-1</u>	17/10/2024	25/10/2024
		<u>R-HCSF-2024-1</u>	17/10/2024	25/10/2024
Luxembourg	Régulation de la Commission de surveillance du secteur financier luxembourgeois du 3 décembre 2020 fixant des conditions pour l'octroi de crédits relatifs à des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg	<u>R-HCSF-2021-2</u>	15/06/2021	01/07/2021
Norvège	Coussin pour le risque systémique adopté par le ministère des finances norvégien pour les expositions situées en Norvège	<u>D-HCSF-2025-2</u>	04/03/2025	17/03/2025

⁵² La Banque Nationale de Belgique a notifié le 16 octobre 2025 au Comité européen du risque systémique (CERS) la désactivation de son coussin pour le risque systémique sectoriel (sSyRB) à compter du 1er juillet 2026, combinée à une augmentation de 1 % à 1,25 % du taux de son coussin contracyclique (CCyB).

Ch.3 Le Haut Conseil de stabilité financière actualise sa stratégie

A. Retour sur le *Financial Sector Assessment Program* du FMI, quels enseignements pour la revue de la stratégie du Haut Conseil de stabilité financière ?

La France a fait l'objet d'une évaluation de son système financier par le FMI entre juillet 2024 et juillet 2025. Le *Financial Sector Assessment Program* a pour but d'évaluer la stabilité et la solidité du système financier. Il a lieu tous les cinq ans et aboutit à la rédaction d'un rapport publié à l'été 2025 (*Financial System Stability Assessment*, FSSA) et de notes techniques thématiques.

La mission reconnaît la grande stabilité et robustesse du secteur financier français, soulignant en particulier un modèle bancassureur résilient et un marché immobilier solide. Le FMI constate que le système financier français a traversé avec résilience plusieurs épisodes de chocs depuis sa dernière mission. En particulier, dans un contexte d'écarts budgétaires et de volatilité, les marchés de la dette souveraine fonctionnent correctement et les émissions de dette continuent d'être absorbées par une base d'acheteurs profonde et bien diversifiée. Le FMI note que les risques liés au lien entre secteur souverain et secteur financier sont contenus en raison des détentions relativement faibles des banques et d'une base diversifiée d'investisseurs mondiaux. Bien que l'endettement des ménages et des sociétés non financières reste élevé, la croissance du crédit s'est modérée et le marché de l'immobilier a connu un ajustement à la baisse ordonné.

S'agissant du secteur bancaire, le FMI remarque que le secteur est dominé par des grandes banques interconnectées, dotées de niveaux de capital élevés et de revenus stables. Le secteur de l'assurance est quant à lui le plus grand de l'Union Européenne et figure parmi les cinq premiers au niveau mondial.

Le FMI note que les banques ont des pratiques de prêt conservatrices qui aboutissent à un système bancaire à faible risque de crédit, bien que sa rentabilité soit inférieure à celle de ses homologues de la zone euro. Pour les prêts immobiliers, des emprunteurs dont la solvabilité est robuste, des prêts à taux fixe à long terme et des mécanismes de cautionnement des prêts ont permis une grande résilience des emprunteurs face aux chocs de taux d'intérêt. Le FMI souligne que ces pratiques prudentes induisent des profits limités sur le segment des prêts immobiliers et que les marges d'intérêts nettes se sont comprimées au cours des épisodes de hausse des taux d'intérêts, car l'actif est largement composé de prêts à taux fixe insensibles aux hausses de taux, tandis que les coûts de financement sur des passifs largement à taux variable ont augmenté.

Les tests de résistance du FMI montrent que les banques françaises et plus largement le système financier seraient résilients dans des scénarios de stress sévères, bien que les risques liés aux sociétés non financières et aux interconnexions entre les banques et les entités non bancaires méritent une surveillance continue. En particulier, aucune banque ne tombe en dessous de ses exigences minimales en capital dans les deux scénarios défavorables utilisés dans les tests de résistance bancaires — un choc inflationniste géopolitique et une récession. Les risques associés à l'élargissement des *spreads*

souverains sont contenus. Les coussins de liquidité des banques restent élevés, et les tests de stress de trésorerie indiquent que la plupart des banques peuvent résister à des sorties de fonds significatives pouvant aller jusqu'à un mois dans plusieurs scénarios défavorables. Les tests de résistance sur les fonds d'investissement suggèrent qu'ils disposent d'une position de liquidité adéquate pour résister à un choc de rachat substantiel.

S'agissant plus précisément du HCSF et de la politique macroprudentielle française, depuis le dernier FSAP, le FMI note que plusieurs mesures macroprudentielles ont été mises en œuvre pour atténuer les risques systémiques, mais suggère que des modifications pourraient y être apportées. Le FMI propose notamment d'améliorer la communication publique du HCSF afin de renforcer l'efficacité de son action. Concernant les instruments macroprudentiels, le FMI note que la mesure concernant les prêts immobiliers a réussi à garantir des conditions d'octroi prudentes. Le FMI suggère aussi d'accentuer la communication portant sur le taux de la réserve de protection du crédit (coussin de fonds propres contracyclique) pour garantir la disponibilité de coussins relâchables même lorsque les risques systémiques cycliques ne semblent pas élevés.

B. Présentation de la stratégie actualisée

Une revue stratégique nourrie de douze ans d'expérience macroprudentielle.

Après plus d'une décennie au service de la stabilité financière et comme annoncé en juin 2025, le HCSF initie en 2025 la revue de sa stratégie pour publication en mars 2026. Depuis son installation en 2014 dans un contexte de renforcement international de la surveillance financière après la crise de 2007-2009, le HCSF veille à la stabilité financière en France et définit la politique macroprudentielle pour limiter les risques systémiques. Le HCSF a ainsi acquis une forte expérience qui fonde aujourd'hui l'actualisation de sa stratégie macroprudentielle, précisée et adaptée à de nouveaux enjeux.

Une revue adaptée à un contexte évolutif.

La stratégie revue consiste en une actualisation du document de stratégie publié par le HCSF à sa création en 2014 et à des précisions sur les critères guidant la prise de décisions du HCSF. L'objectif ultime du HCSF reste la préservation et le renforcement de la stabilité financière et se décline en cinq objectifs intermédiaires visant à réduire les risques d'expansion ou de contraction excessive du crédit, de trop fort degré de transformation (de liquidité ou de maturité), de concentration, d'aléa moral et de systémicité. Afin de garantir la bonne transmission de la politique macroprudentielle en favorisant une communication transparente et lisible, le document stratégique se veut concis, accessible et didactique.

L'actualisation de sa stratégie permet au HCSF d'introduire des références aux acteurs et risques qui ont pris de l'importance depuis 2014, en mentionnant les intermédiaires financiers non-bancaires et les risques cyber ou climatiques. La stratégie revue permet également au HCSF d'intégrer dans un document unique des éléments de doctrine forgés depuis sa création et communiqués jusqu'ici de façon ad hoc. Par exemple, la doctrine d'utilisation de la réserve de protection du crédit (ou CCyB) est intégrée en mettant l'accent sur son rôle préventif face à une matérialisation de choc macroéconomique ou financier plutôt que sur un objectif de lissage du cycle qui n'est plus d'actualité. La présentation des mesures pouvant encadrer l'octroi de crédits est également nourrie par la pratique du HCSF au cours des dernières années. Par ailleurs, les outils à visée macroprudentielle dont disposent le HCSF et ses membres sont mis à jour, des interventions « douces » ou « intermédiaires » (communications, avis ou recommandations) aux instruments contraignants (réserve de protection du crédit, coussins systémiques, mesures emprunteurs, exigences de liquidité, de levier ou de pondération des risques pour les banques). En outre, la stratégie revue détaille plus précisément comment sont calibrées et suivies les décisions du

HCSF, notamment pour refléter les efforts d'évaluation *ex post*. Enfin, le document entérine la stratégie de réciprocité simplifiée que le HCSF entend suivre (voir Chapitre 2.A.4).

Ch.4 Panorama des risques de stabilité financière liés au cyber

A. Synthèse

La dimension potentiellement systémique du risque cyber fait l'objet d'une attention croissante de la part des régulateurs, superviseurs, organisations internationales, universitaires, *think tanks*, etc. Ce panorama s'attache à passer en revue les publications sur le sujet et aborde quatre principaux aspects :

- Le poids économique des incidents cyber. En dépit d'importantes difficultés de mesure, les études disponibles suggèrent une forte hausse du coût des cyberattaques ces dernières années et des pertes agrégées significatives pour le système financier.
- Les incidences du risque cyber pour la stabilité financière. Les cyberattaques peuvent constituer une menace pour la stabilité financière à travers leur impact sur une institution donnée, sur plusieurs composantes du système financier ou bien indirectement sur des infrastructures non financières sur lesquelles repose le système financier. Plusieurs canaux de transmission sont identifiés : perte de confiance dans le système financier, manque de substituabilité des services clés, interconnexions d'ordre financier et d'ordre technologique et opérationnel. De potentielles perturbations des infrastructures de marché tels que les systèmes de paiements d'importance systémique figurent ainsi parmi les scénarios à fort impact étudiés. Les liens de la chaîne d'approvisionnement, les rendements des actions ou encore les interdépendances de l'externalisation croissante des services TIC (technologies de l'information et de la communication) sont autant de déclinaisons des interconnexions témoignant de la capacité de propagation des incidents cybers.
- Les récentes évolutions en termes d'innovation technologique, intelligence artificielle et informatique quantique. Elles ont initié de profonds changements, constituent de nouvelles menaces ou amplifient des risques déjà existants sur la cybersécurité du secteur financier.
- Les axes de renforcement de la résilience du système financier. La nécessité de mieux identifier les principales sources de risque cyber et leurs impacts à l'échelle du système financier ainsi que le renforcement de la capacité de réponse collective aux incidents cyber de grande ampleur figurent parmi les préconisations fréquemment évoquées. L'entrée en application du règlement Digital Operational Resilience Act (DORA) le 17 janvier 2025 et sa mise en œuvre par les autorités de supervision sont sources d'améliorations en la matière.

B. Introduction

Le risque cyber⁵³ figure parmi les risques à haute probabilité et à fort impact identifiés dans le Global Risk Report du World Economic Forum (WEF, 2016). Outre la vitesse et l'ampleur de leur

⁵³ Selon le Cyber Lexicon du FSB (2018), le risque cyber fait référence à « la combinaison de la probabilité de survenance d'incidents cyber et leur impact ». Un incident cyber peut à son tour se définir comme « toute

propagation, les chocs cyber se distinguent des chocs financiers traditionnels par la possibilité de choisir le moment de l'attaque pour maximiser les dommages, **la complexité du cyberspace et de ses effets en cascade**, et **l'intention malveillante** qui anime ses instigateurs (Healey et al., 2018).

Par ailleurs, contrairement aux risques financiers, tels que le risque de crédit ou de marché, et compte tenu de la nature très évolutive des cyberattaques et du manque de données empiriques, le risque cyber ne peut pas être facilement modélisé, mesuré ou couvert sur la base de données historiques, comme cela peut être fait avec le risque de crédit par exemple (Institute of International Finance, 2017).

La numérisation croissante des services financiers associée à la présence d'actifs et de données de grande valeur rend le système financier particulièrement vulnérable aux cyberattaques (CERS, 2020), qu'elles soient ciblées ou opportunistes. D'après le FMI (Rapport sur la stabilité financière du monde, 2024), les sociétés financières sont concernées par près d'un cinquième des attaques et les banques sont les établissements les plus exposés. Les analyses de l'ENISA ([ENISA Threat Landscape : Finance Sector](#), février 2025) portant sur 432 cyberattaques rendues publiques ayant visé le secteur financier, principalement européen, entre janvier 2023 et juin 2024, montrent que les établissements bancaires sont les cibles les plus fréquentes (46 % des cyberattaques observées).

Trois dynamiques structurelles viennent encore accentuer cette exposition. Premièrement, le recours massif à des prestataires externes de services TIC crée des dépendances technologiques pouvant se transformer en vecteurs d'attaque. Deuxièmement, la détérioration du contexte géopolitique mondial alimente la multiplication des campagnes cyber hostiles. Les bases de données d'incidents montrent une accélération des attaques autour de périodes de tension internationale. Selon la CISSM Cyber Events Database et des analyses de la Banque de France (Rapport sur la stabilité financière, 2025), le nombre d'incidents déclarés est passé d'environ 1 300 en 2021 à plus de 2 000 en 2022. Cette augmentation est notable, mais doit être replacée dans une dynamique pluriannuelle : les données d'autres sources, comme Hackmageddon — qui recense davantage d'événements — suggèrent que la hausse la plus marquée s'est produite entre 2022 et 2023, et que l'intensification varie selon les régions, notamment celles directement concernées par des conflits. Par ailleurs, ces évolutions peuvent aussi refléter une amélioration des *reporting*. Troisièmement, l'innovation technologique agit comme un multiplicateur de risques. L'essor de l'intelligence artificielle dans les services financiers renforce à la fois les capacités de détection et de défense, mais aussi la surface d'attaque et les risques d'erreur ou de manipulation (ESMA, 2023 ; FMI, Shabsigh & Boukherouaa, 2023). De même, les progrès rapides de l'informatique quantique pourraient, à moyen terme, remettre en cause les fondements mêmes de la cryptographie moderne, sur laquelle repose la sécurité des échanges financiers (Radanliev, 2024).

La présente note propose une revue de la littérature récente sur le risque cyber : elle quantifie ses coûts économiques, analyse ses canaux de transmission à la stabilité financière et synthétise les principaux leviers de renforcement de la résilience du système financier.

occurrence observable dans un système d'information qui : (i) met en péril la cybersécurité d'un système d'information ou les informations traitées, stockées ou transmises par le système ; ou (ii) enfreint les politiques de sécurité, les procédures de sécurité ou les politiques d'utilisation acceptable, qu'elle résulte ou non d'une activité malveillante ».

C. Le poids économique des incidents cyber

C.1. Des pertes financières en forte hausse dans le secteur financier

D'après le FMI, les pertes consécutives à une cyberattaque sont généralement jusqu'à cinq fois supérieures à celles résultant d'incidents non malveillants. En 2024, le secteur financier mondial aurait cumulé près de 12 milliards de dollars de pertes liées aux cyberattaques subies depuis 2004. Le FMI estime par ailleurs que le risque de pertes extrêmes continue de croître de manière significative : ainsi, en 2021, les pertes médianes pour les entreprises financières d'un pays sont estimées à 152m\$ en 2021 contre 21m\$ en 2017 ([Rapport sur la stabilité financière du monde](#), 2024). Le FMI estime même qu'une fois tous les dix ans, un incident cyber peut générer, pour une institution, jusqu'à 2,2 milliards de dollars de pertes (contre 285 millions en 2017)⁵⁴. Par ailleurs, le nombre d'organisations ciblées chaque semaine par une cyberattaque a doublé en quatre ans, atteignant environ 1 984 au deuxième trimestre 2025⁵⁵.

L'édition 2025 du rapport Marsh sur les dommages de cyber-assurance en Europe continentale (The Evolution of Cyber Claims in Europe, 2025) montre une hausse de 61 % des demandes d'indemnisation liées à des incidents cyber en 2024 par rapport à 2023⁵⁶. En France, l'AMRAE (LUCY : Lumière sur la CYberassurance, 2025) fait état d'une légère augmentation du montant total des sinistres indemnisés, atteignant 54m€ en 2024.

C.2. Des coûts encore mal mesurés

Néanmoins, les coûts associés aux incidents cyber demeurent particulièrement difficiles à estimer de manière fiable. Outre une notification encore très partielle des incidents et des pertes associées, ainsi que des problèmes de comparabilité des données en raison de l'absence d'une classification commune, l'évaluation du coût total doit également intégrer les pertes indirectes : atteinte à la réputation, dépréciation des actifs immatériels tels que la propriété intellectuelle, ou encore augmentation du coût des primes d'assurance. Ces effets différés dans le temps complexifient l'estimation *ex ante* des coûts à long terme des incidents (FMI, 2017).

Dans une revue de littérature, Cremer et al. (2022) constatent cependant de profondes lacunes dans les données disponibles, souvent non standardisées, incomplètes, et fondées sur des méthodologies devenues obsolètes au regard des évolutions du *machine learning*. Ils soulignent également que les modèles et approches de modélisation restent, pour beaucoup, mal adaptés aux spécificités du risque cyber : phénomènes d'accumulation et de contagion, probabilité de sinistres extrêmes, forte dimension comportementale et humaine (erreurs, négligences, ingénierie sociale), qui échappent en partie aux cadres actuels de quantification. Ces lacunes s'avèrent d'autant plus coûteuses que les assureurs ne peuvent s'appuyer que sur des données historiques pour évaluer les coûts, pouvant induire une surévaluation des primes de couverture (Kshetri, 2019).

⁵⁴ Les estimations annuelles reposent sur la médiane des estimations, tandis que les pertes une fois par décennie reposent sur le dernier décile des estimations.

⁵⁵ Check Point Research (CPR), Threat Intelligence Report du 21 juillet 2025. CPR indique 1 984 attaques hebdomadaires en moyenne par organisation au T2 2025, avec l'éducation comme secteur le plus ciblé et l'Europe affichant la plus forte progression régionale (+22 %). Il s'agit d'un chiffre mondial, tous secteurs confondus, calculé à partir de la télémétrie CPR (tentatives/blocages compris, pas uniquement des compromissions réussies).

⁵⁶ Ces évolutions doivent toutefois être interprétées avec prudence : l'augmentation du nombre et du montant des indemnisations reflète non seulement une sinistralité accrue, mais aussi l'essor du marché de la cyberassurance (plus grand nombre d'entreprises couvertes, extension des garanties).

Le World Economic Forum a introduit en 2015 le concept de *Cyber Value-at-Risk*, une approche quantitative visant à standardiser la mesure du risque cyber, optimiser la fixation des primes d'assurance et améliorer la gestion des incidents (Erola et al., 2022 ; Franco et al., 2024). Toutefois, la qualité de ces estimations dépend, une fois de plus, étroitement de la fiabilité et de la profondeur des données historiques disponibles. Dans cette lignée, la modélisation proposée par Dreyer et al. (2018) évalue les coûts totaux (directs et systémiques) entre 799 milliards et 22 500 milliards de dollars, selon les hypothèses d'interconnexion entre secteurs et les effets de cascade considérés. Jamilov et al. (2023) ont estimé, à partir des données de 13 000 entreprises réparties dans 85 pays entre 2012 et 2021, que le coût global du risque cyber dépassait 200 milliards de dollars par an. Leur approche innovante consiste à mesurer le coût de l'exposition au risque cyber, et non plus seulement celui des atteintes directes. Ils montrent ainsi que le degré d'exposition à ce risque prédit la survenance d'attaques et influe négativement sur les profits et les rendements boursiers. Les auteurs observent aussi des effets mesurables sur le marché des options.

Pour faciliter l'analyse et la classification du risque cyber, Eling et Wirfs (2019) proposent de le rapprocher des risques opérationnels, dont les origines présentent des similitudes importantes. Sur la base de 26 541 incidents recensés entre 1995 et mars 2014, ils identifient l'erreur ou l'acte humain comme première cause d'occurrence (près de 80 %), qu'il s'agisse d'actes malveillants (intrusion, vol de données) ou d'erreurs involontaires. Les autres causes relèvent de défaillances techniques, informatiques ou externes. Les auteurs mettent en avant le poids potentiellement déterminant de la dimension réputationnelle des incidents cyber, qui affectent la confiance et la valeur perçue de l'entreprise, même lorsque les pertes financières directes restent limitées. Cette appréciation doit toutefois être nuancée : d'autres travaux empiriques soulignent que la rupture d'activité, via l'interruption ou la dégradation des services, constitue souvent le principal poste de coût mesurable (par exemple Low, 2017). La littérature ne converge donc pas pleinement sur la hiérarchie des composantes de coût, en partie en raison des difficultés de quantification des effets réputationnels.

Certaines études ont cherché à quantifier plus précisément l'impact agrégé des cyberattaques sur le système financier. Bouveret (2018) évalue les pertes moyennes annuelles à 97 milliards de dollars pour les pays de l'échantillon, soit environ 9 % du revenu net des banques, et jusqu'à 268 milliards de dollars (26 %) dans un scénario aggravé où la fréquence des attaques serait doublée par rapport à 2013. L'introduction d'effets de contagion interbancaire augmenterait encore les pertes d'environ 20 %.

Aldasoro et al. (2020) montrent que les coûts liés aux incidents cyber sont plus élevés pour les grandes entreprises, ainsi que pour les attaques affectant simultanément plusieurs organisations. Le secteur financier, bien que plus souvent ciblé, subit des pertes moyennes moindres grâce à des investissements plus importants dans la sécurité informatique. *In fine*, les pertes associées au risque cyber ne représentent encore qu'une fraction des pertes opérationnelles totales, mais peuvent atteindre jusqu'à un tiers de la *Value-at-Risk* opérationnelle globale (BIS, 2020).

L'entrée en application du règlement (UE) 2022/2554, dit « DORA » (Digital Operational Resilience Act), devrait contribuer à pallier les manquements en termes de données dans l'évaluation des incidents cyber. Le règlement vise précisément à améliorer la visibilité sur les coûts des incidents TIC majeurs en imposant aux entités financières de son champ d'application, réparties en vingt-et-une catégories, d'estimer les conséquences économiques de chaque incident informatique majeur au sens de DORA (article 18.1.f) et de produire annuellement un rapport agrégé des coûts et pertes directs et indirects causés par l'ensemble de leurs incidents informatiques majeurs sur l'année (article 11.10).

C.3. Un marché de la cyber-assurance en expansion mais encore immature

Plusieurs états des lieux réalisés à la fin des années 2010 – OCDE (2017), Geneva Association (2018), Institute of International Finance (2019) – soulignaient la maturité encore incomplète du marché. Des travaux menés dans le cadre du dialogue UE-États-Unis (The Cyber Insurance Market Working Group, 2020) et de l'IAIS (2020) ont confirmé ces constats, relevant des pratiques de supervision hétérogènes et identifiant cinq principaux obstacles à une meilleure évaluation du risque : manque d'historique, une volatilité intrinsèque élevée (forte variance et évolution très rapide du risque), une faible maturité du marché, des risques d'accumulation combinés à la possibilité d'événements individuels aux coûts extrêmement élevés (événements extrêmes), et l'existence de couvertures non affirmatives. Les clauses cyber et les exclusions ont été progressivement clarifiées afin d'éviter les couvertures « silencieuses » et de sécuriser les assurés tout en consolidant la stabilité financière des assureurs.

L'assurance cyber poursuit néanmoins sa montée en puissance – les grandes entreprises sont presque toutes assurées et le taux de couverture des PME et ETI progresse chaque année. Le marché devrait continuer de croître sous l'effet de la numérisation généralisée des activités, de la hausse du nombre et de la gravité des incidents, ainsi que du renforcement des obligations réglementaires. En France, l'Association pour le Management des Risques et des Assurances de l'Entreprise (AMRAE) constate que le nombre de PME et d'ETI ayant souscrit une assurance cyber a progressé d'environ un tiers en 2024, confirmant une pénétration plus large au sein du tissu économique, alors que ce type de couverture a d'abord été souscrit par les grandes entreprises. Le dynamisme de la concurrence sur ce marché et la généralisation de mesures de protection élémentaires tirent les primes vers le bas, contribuant à faire de l'assurance cyber un produit de plus en plus abordable.

Bien que le marché reste relativement concentré (IAIS, Global Insurance Market Report, 2025) et encore largement tiré par les États-Unis, il devrait atteindre 16,3 milliards de dollars en 2025, contre 15,3 milliards en 2024 (Munich Re, Global Cyber Risk and Insurance Survey 2024).

L'assurabilité du risque cyber demeure toutefois particulièrement complexe, en raison de l'évolution rapide des tactiques, techniques et procédures (TTPs) des attaquants et du caractère opportuniste de leurs cibles. La fréquence et l'intensité de la sinistralité en matière de cyberattaque restent volatiles : le ratio sinistres/primes est passé, pour les grandes entreprises, de 190 % en 2020 à 17 % en 2024, et pour les PME, de 45 % à 22 % sur la même période, avec un pic à 100 % en 2022 (AMRAE, 2025).

D. Risque cyber et stabilité financière

Dans un environnement financier de plus en plus numérisé et interconnecté, le risque cyber ne peut plus être appréhendé comme une menace isolée affectant uniquement chaque institution à titre individuel. Il s'agit désormais d'un risque critique capable de perturber l'ensemble du système financier par effet de contagion, en raison de la forte interdépendance entre les acteurs, les infrastructures critiques et les prestataires technologiques. A ce titre, les cyberattaques sont considérées par la BCE comme un risque croissant et majeur pour la stabilité financière (Macroprudential bulletin, 27 mars 2025, BCE) nécessitant une approche macroprudentielle mobilisant à la fois les autorités publiques, les régulateurs et les opérateurs privés. En outre, les exigences et dispositifs nouvellement introduits par le règlement DORA visent à mieux prémunir le secteur financier européen contre les cyberattaques, et à limiter les effets potentiels d'un incident systémique.

D.1. Un risque potentiellement systémique

Les cyberattaques peuvent constituer une menace pour la stabilité financière à travers leur **impact sur une institution donnée, sur plusieurs composantes du système financier** ou bien indirectement **sur des infrastructures (non financières) sur lesquelles reposent le système financier**, telles qu'un fournisseur d'électricité, de télécommunications ou des opérateurs de câbles (IIF). Le CERS (2020) a développé un cadre d'analyse conceptuel appliqué à des scénarios historiques et hypothétiques pour évaluer dans quelles circonstances le risque cyber peut devenir une source de risque systémique pour le système financier.

Le rapport conclut qu'il est possible qu'un incident cyber de grande ampleur affectant le secteur financier puisse dans certaines conditions créer des perturbations pouvant avoir de fortes conséquences adverses sur les marchés et l'économie réelle. **Un incident cyber pourrait ainsi évoluer d'une panne opérationnelle à une crise de liquidité, susceptible de provoquer à son tour une crise systémique.** À cet égard, des pertes financières importantes (réelles ou anticipées) et l'érosion significative de la confiance dans le système financier constituent deux facteurs critiques.

Les premiers travaux empiriques relativisaient la portée intrinsèquement systémique du risque cyber mais mettaient en avant **les conditions dans lesquelles ce risque pouvait devenir systémique**. La Banque d'Angleterre (*Quarterly Bulletin Q4*, 2018) relevait en 2018 que **seuls les États-nations avaient la capacité de provoquer un choc d'une ampleur systémique**. Ce postulat n'est plus vrai en 2025, depuis que l'écosystème cybercriminel s'est fortement industrialisé (Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information – ANSSI, 2021) et que les groupes cybercriminels se sont organisés, pour les plus sophistiqués, à la manière d'entreprises ([TrendMicro, Inside the Halls of a Cybercrime Business, 2023](#)). Ainsi, l'attaque par rançongiciel de 2022 contre des infrastructures critiques du Costa Rica, imputée au groupe cybercriminel Conti, n'a a priori pas été parrainée par un État-Nation. Pourtant, elle a tant affecté le fonctionnement des agences gouvernementales du pays que le président Rodrigo Chaves a dû déclarer l'état d'urgence nationale.

L'évolution technologique, rythmée notamment par la démocratisation de l'usage d'outils d'intelligence artificielle générative ainsi que par l'anticipation du passage à l'ère de la cryptographie post-quantique, contribue à renforcer la sophistication de la menace cyber, dans un environnement plus risqué, marqué par un contexte géopolitique tendu (AMRAE, 2025).

D.2. De multiples canaux de transmission

Plusieurs canaux sont susceptibles d'affecter la stabilité financière (FMI, 2020) :

- une **perte de confiance dans le système financier**, causée par de longues perturbations ou une corruption de l'intégrité des données, avec des conséquences sur la liquidité du système financier. Le FMI (Fabio Natalucci, Mahvash S. Qureshi, Felix Suntheim, *L'intensification des cybermenaces suscite de grandes inquiétudes pour la stabilité financière*, avril 2024) note qu'un incident cyber de grande ampleur dans une institution financière pourrait ébranler la confiance et, dans des cas extrêmes, provoquer des cessions d'actifs massives sur les marchés ou des ruées sur les dépôts bancaires ;
- un **manque de substituabilité des services clés**, parmi lesquels les services de conservation des titres, de compensation centrale ou de paiement. Les systèmes de paiement de gros en temps réel (*real time gross settlement systems*, RTGS) et le système de messagerie SWIFT, parce qu'ils sont cruciaux pour les paiements et règlements en espèces et en titres, sont considérés comme de potentiels « *single point of failure* » (cf. note 2, État des vulnérabilités) dans l'infrastructure

de paiement mondiale (WEF). Ainsi, en décembre 2023, la cyberattaque subie par sa banque centrale a désorganisé le système de paiement du Lesotho, empêchant les banques du pays d'effectuer des opérations (Fabio Natalucci, Mahvash S. Qureshi, Felix Suntheim, *L'intensification des cybermenaces suscite de grandes inquiétudes pour la stabilité financière*, avril 2024) ;

- **l'interconnexion au sein du système financier qu'elle soit directe et d'ordre financier** (à travers les transactions bilatérales, les plateformes de trading, règlement, compensation ; la banque centrale ; les systèmes de paiement...) **ou qu'elle soit indirecte et d'ordre technologique et opérationnel** (exposition à du matériel et des logiciels communs, à des fournisseurs communs de services technologiques tels que le *cloud*).

Sur ce dernier point, Healey *et al.* (2018) identifient le manque de substituabilité des technologies de l'information et de la communication comme un canal à part entière. Ils notent en effet que les entreprises informatiques ont tendance à être extrêmement similaires et à dépendre des mêmes systèmes d'exploitation, des mêmes applications et des mêmes protocoles (e.g., Internet). Enfin, les catastrophes locales révèlent souvent des dépendances physiques inattendues en perturbant des régions ou des industries entières.

Parmi les services financiers clés, de potentielles perturbations d'un système de paiement d'importance systémique figurent parmi les scénarios à fort impact souvent examinés. L'incertitude quant au caractère définitif des règlements aurait de larges répercussions sur les chaînes complexes de participants impliqués (IIF). Un incident entraînant dans un premier temps l'indisponibilité des dépôts et des soldes de comptes d'une grande banque pourrait, à travers le canal de la confiance, induire des problématiques de liquidité pour d'autres banques qui n'étaient initialement pas affectées par l'incident, l'incertitude pouvant être alimentée par les fausses nouvelles propagées sur les réseaux sociaux (CERS). Un article d'Eisenbach, Kovner, and Lee (Fed Staff Report, 2020) montre qu'une cyberattaque sur le réseau de paiements de gros d'un des cinq plus grands participants du système de paiement américain affecterait en moyenne 38 % du réseau (en termes d'actifs bancaires, en dehors de la banque ciblée), tandis qu'un « scénario de cascade » dans lequel les institutions répondent cette fois stratégiquement à la dégradation de leurs soldes en cours de journée en renonçant à leurs paiements et en thésaurisant des liquidités, aboutirait à des abandons de paiements de l'ordre de 5 % à 35 % de la valeur totale des paiements quotidiens (soit 1 à 11 fois le PIB quotidien des États-Unis). À partir de l'analyse d'un échantillon de douze institutions financières américaines d'importance systémique, Duffie and Younger (2019) estiment que celles-ci disposent de stocks suffisants d'actifs liquides de haute qualité pour couvrir les retraits des investisseurs de gros en cas de *cyber-run*⁵⁷ relativement important mais suggèrent que cela ne garantit pas pour autant que le système de paiement continuerait à traiter les paiements suffisamment rapidement pour éviter des dommages à l'économie réelle. Des exemples d'attaques à visée de sabotage à l'encontre de banques sud-coréennes en 2013, imputées à la Corée du Nord (McAfee, 2013), ou en 2022, à l'encontre de banques ukrainiennes, imputées à la Russie (Microsoft, 2022), ou encore en 2024 à l'encontre de distributeurs automatiques de billets en Russie, imputées à l'Ukraine (Kyiv Post, 2024), illustrent que la perturbation du système de paiement d'un pays par le biais de cyberattaques visant ses banques est une technique de déstabilisation utilisée en appui d'un conflit armé. De même, les attaques par saturation (dites « DDoS »), ciblent régulièrement les banques de pays

⁵⁷ Un « *cyber-run* » est un scénario dans lequel une cyberattaque provoque un « *bank run* » et une crise de liquidité.

impliqués dans des conflits armés, et sont généralement soutenues par des campagnes d'agitation et de propagande à visée amplificatrice (Citalid, 2024).

Parmi les scénarios étudiés, une corruption simultanée de l'intégrité des données d'une banque dépositaire et de l'un des grands dépositaires centraux de titres rendrait difficile le recoupement ou la reconstruction des opérations communes entre ces entités, avec des effets négatifs sur le traitement et le prix des titres concernés, les échanges, et plus globalement sur la confiance (IIF, 2017). De même, la manipulation simultanée des flux de prix de plusieurs marchés de matières premières et de marchés à terme, ainsi que des informations données par une chambre de compensation, provoquerait des pertes importantes pour de nombreux participants de marché, même si cela ne menacerait pas nécessairement la stabilité financière (CERS). De manière générale, la corruption de l'intégrité des données peut exiger des arbitrages délicats entre la nécessité d'opérer une récupération rapide des données et celle de garantir leur exactitude et leur sûreté afin d'éviter une propagation des risques dans le système (OFR, 2017).

D.3. La portée des interconnexions

Des études s'attachent à analyser l'**ampleur de la propagation des impacts des incidents cyber, au-delà des victimes directes de ceux-ci**. En se fondant sur l'étude de l'attaque NotPetya⁵⁸ en 2017, Crosigni *et al.* montrent qu'à travers les liens de la chaîne d'approvisionnement, **les effets de l'attaque se sont propagés en « aval » aux clients des entreprises directement touchées par le code malveillant**, affectant nettement leurs capacités productives et leurs bénéfices par rapport à leurs pairs (et ce, d'autant plus que leurs fournisseurs étaient peu substituables) et les contraignant à utiliser leurs liquidités et augmenter leurs emprunts. Les auteurs estiment la **chute des bénéfices pour les entreprises clientes** concernées à 7,3 milliards de dollars, soit un montant **quatre fois supérieur aux pertes signalées par les entreprises directement touchées par la cyberattaque**. L'exemple plus récent, datant de novembre 2023, de la compromission par un rançongiciel de la filiale américaine de la banque nationale chinoise ICBC (ICBC Financial Services)⁵⁹, esquisse en outre l'ampleur que pourrait avoir une cyberattaque sur un acteur financier particulièrement interconnecté. Du fait de sa compromission par des affiliés du groupe de cybercriminels opérant le rançongiciel LockBit, ses employés n'ont pas pu régler d'importants lots d'opérations sur les bons du Trésor américain pour le compte d'autres participants du marché. ICBC a donc dû injecter des capitaux en urgence au sein de sa filiale et les détails du règlement ont été transmis aux participants du marché concernés de manière dégradée, à savoir via des clés USB (Banque de France, décembre 2023). D'autres participants, moins directement affectés, ont redirigé leurs transactions vers d'autres entreprises par précaution. Bien qu'ICBC Financial Services ne soit qu'une entreprise de taille moyenne par laquelle les plus grands acteurs du marché ne passent pas, et que l'attaque n'ait affecté qu'une partie limitée de son système d'information du fait du caractère obsolète de certains serveurs de l'entité qui n'a pas permis au code malveillant de s'y installer (Bloomberg, 2023), l'attaque a tout de même eu un impact sur la liquidité du marché des bons du Trésor (*cash* et *repo*), ainsi que sur certaines opérations actions, pour un total notionnel de transactions en suspens de 37 milliards de dollars environ.

À partir d'analyses textuelles portant sur les conférences de résultats trimestriels des entreprises, Jamilov *et al.* (2023) mettent en évidence un **impact négatif des incidents cyber non seulement sur les rendements des actions des entreprises affectées mais également sur les entreprises non affectées**

⁵⁸ Attaque par rançongiciel, imputée à la Russie, qui avait ciblé les systèmes d'information d'institutions et d'entreprises ukrainiennes et qui s'était ensuite propagée à d'autres pays.

⁵⁹ ICBC Financial Services fournit principalement des services de compensation, d'exécution et de financement à des clients institutionnels et sert d'intermédiaire pour les gouvernements, les fonds spéculatifs et les négociateurs pour compte propre qui souhaitent acheter et vendre de la dette américaine.

d'un même secteur dans un même pays. Dans la même veine, Kamiya *et al.* (2021) montrent que les cyberattaques impliquant la perte d'informations financières personnelles induisent une perte de richesse importante pour les actionnaires des entreprises ciblées, en grande partie liées à des coûts réputationnels, et affectent également le cours des actions des autres entreprises de leur secteur. Ces coûts réputationnels peuvent être accentués par les attaquants eux-mêmes : par exemple, en juin 2024, la coopérative financière brésilienne Sicoob a été compromise par des attaquants qui ont revendiqué lui avoir dérobé des données sensibles et ont cherché à attenter à sa réputation en d'une part la qualifiant de « banque la plus dangereuse du Brésil » et d'autre part en incitant ses clients à retirer leurs dépôts (Citalid, 2024).

L'adoption de nouvelles technologies telles que le *cloud* crée de nouvelles interdépendances, y compris avec des entités opérant en dehors des limites des systèmes financiers réglementés. Si le *cloud* peut permettre de renforcer de manière significative la résilience des institutions considérées individuellement, la concentration potentielle de la fourniture de ces services pourrait entraîner des effets systémiques en cas de défaillance opérationnelle à grande échelle ou d'insolvabilité (FSB, 2019). Lloyds estime qu'un cyber-incident provoquant la mise hors ligne d'un des trois premiers fournisseurs de *cloud* aux États-Unis⁶⁰ pendant 3 à 6 jours entraînerait des pertes totales de l'ordre de 7 à 15 milliards de dollars, dont 1,5 et 3 milliards de pertes assurées (*Cloud Down*, 2018). À partir d'un modèle stylisé appliqué aux membres compensateurs d'une chambre de compensation centrale, l'étude d'Asensio, Bouveret, Harris (ESMA, 2021) suggère que la forte concentration des fournisseurs de *cloud* pourrait créer des risques pour la stabilité financière si une panne chez l'un d'entre eux affecte nombre de ses clients, augmentant la probabilité de pannes simultanées. Ce risque de concentration s'est matérialisé par la panne d'une durée approximative de 15 heures du service *Cloud* d'Amazon, Amazon Web Services, en octobre 2025, qui a affecté nombre de grandes entreprises parmi lesquelles la banque Lloyds et le service de paiement Venmo. Au-delà du secteur du *Cloud*, il est nécessaire d'évoquer également la panne mondiale de juillet 2024 qui a découlé d'une mise à jour défectueuse d'un logiciel fourni par le prestataire de services en cybersécurité CrowdStrike. 8,5 millions d'ordinateurs et de serveurs à travers le monde utilisant le système d'exploitation Microsoft Windows n'ont en conséquence pas pu démarrer, affectant de nombreux secteurs économiques. Le recours à une stratégie multi-fournisseurs permettrait de réduire ce risque systémique si les fournisseurs de *cloud* présentent des vulnérabilités communes limitées. Cependant, la mise en œuvre d'une telle stratégie s'avère encore complexe pour divers facteurs dont les coûts, la dépendance au chemin et les limites de compatibilité technologiques, ou encore la forte concentration de certains services (e.g., Cloud).

Plus largement, alors que les entreprises améliorent la défense de leurs systèmes d'information, les attaquants cherchent de plus en plus à compromettre en amont un élément de la chaîne d'approvisionnement, jugé de confiance par la victime, afin de l'atteindre de manière indirecte. Les attaquants peuvent ainsi compromettre la mise à jour d'un logiciel, comme l'illustrent l'attaque de 2017 dite « NotPetya » ou plus récemment l'attaque de 2021 dite « SolarWinds ». Les attaquants peuvent également porter atteinte à des prestataires de services informatiques fournissant des services d'infogérance car ils disposent d'interconnexions réseau avec leurs clients leur offrant des possibilités de latéralisation vers le réseau de ceux-ci. L'ANSSI continue d'identifier en 2025 les attaques par la chaîne d'approvisionnement comme une tendance forte permettant aux attaquants d'atteindre leurs cibles finales plus discrètement (ANSSI, 2025).

⁶⁰ Amazon Web Services, Microsoft Azure et Google Cloud.

D.4. Un impact sur la notation de crédit

Si les cyberattaques n'ont eu jusqu'à présent qu'un effet limité sur les notations de crédit des institutions financières, la fréquence et la complexité croissantes des attaques devraient se traduire à l'avenir par davantage d'actions de notation (S&P Global, *Cyber Risk In A New Era*, 2020-2021). La présence d'un cadre de cybersécurité robuste est essentielle, et les standards de gouvernance cyber font notamment l'objet d'une attention croissante. Toutefois, en cas de cyberattaque, une détection et une remédiation rapides peuvent constituer le facteur clé pour éviter d'affecter la réputation et la confiance des clients, et ainsi le profil de crédit de l'entreprise. En 2019, S&P a dégradé la note de la Bank of Valletta à la suite d'une cyberattaque ayant renforcé les inquiétudes relatives à la robustesse de son cadre de gestion des risques opérationnels. Les attaques causant une perturbation des opérations sont susceptibles d'avoir un effet négatif plus marqué sur les notes de crédit que celles ciblant le vol de données clients (S&P Global). La même année, Moody's a dégradé la perspective de notation de crédit (*credit rating outlook*) d'Equifax après qu'en 2017, des attaquants aient compromis son système d'information et fait fuiter les données d'environ 147 millions de consommateurs américains.

D.5. Un enjeu de disponibilité des données

Les travaux académiques spécifiques à la cybersécurité restent limités par la disponibilité des données. Cependant, de nouvelles bases de données émergent et permettent de suivre l'exposition de l'industrie aux risques cyber. Le *Center for international and security studies* (CISSM) de l'Université du Maryland propose une base de données consolidée des incidents cybers recensés sur les réseaux sociaux. En raison de sa couverture globale et multisectorielle, cette base fait désormais figure de référence internationale. Ainsi, en 2024, les industries financière et bancaire représentaient 12 % des attaques. En Europe, l'Agence européenne pour la cybersécurité (ENISA), recense 488 institutions victimes de cyber attaques entre juin 2023 et 2024. En France, Dacoragna et al. (2023) ont montré que les données de plaintes pour cyber attaques de la Gendarmerie Nationale pouvaient permettre une estimation des coûts associés aux incidents cyber pour les Français. En mobilisant des données sur les vulnérabilités informatiques issues de la National Vulnerability Database (NVD)⁶¹, ainsi que la base d'incidents Hackmageddon⁶², Boumezoued et al. (2023) montrent que des chocs externes, tels que la publication d'une vulnérabilité cyber, augmentent la probabilité d'être victime d'une attaque à court terme. Ce travail a été récemment actualisé (*Cyber Risk Frequency Modelling Using Hawkes Processes: Calibration on Attack and Vulnerability Data*, 2024), confirmant l'existence de dynamiques d'auto-excitation et de contagion dans la survenance des attaques. Shabad (2025) fait aussi remarquer que ce problème de disponibilité des données s'applique aussi aux prestataires de technologies opérationnelles et que ces manquements sont d'autant plus forts qu'ils se cumulent à des biais comportementaux, entre autres. Salzberger (2025) a démontré que les dirigeants d'entreprises allemands présentaient un biais systématique à sous-évaluer leurs expositions aux risques et à surévaluer leurs capacités de défense (Salzberger, 2025).

⁶¹ La National Vulnerability Database (NVD) est une base de données construite par la NIST (US National Institute of Standards and Technology) recensant vulnérabilités à l'échelle mondiale et non uniquement pour les entreprises américaines.

⁶² Base de données indépendante couvrant des incidents sur toutes zones géographiques (35 % des incidents y sont recensés aux États-Unis).

D.6. Des risques accentués par l'émergence de l'intelligence artificielle

La généralisation rapide de l'intelligence artificielle (IA) au sein de l'industrie financière appelle à la mise en place de nouveaux cadres de gestion. Pour autant, ces risques ne paraissent pas fondamentalement nouveaux. Il semble que l'IA tend surtout à amplifier les risques déjà présents pour l'industrie financière.

- **Perte d'indépendance technologique**

Le recours normalisé à l'IA génère de nouveaux risques de dépendance technologique vis-à-vis des fournisseurs. Les utilisateurs d'application d'IA sont ainsi entrés dans un rapport de force largement dominé par les éditeurs, fortement concentrés dans un oligopole⁶³. Les prestataires tiers de service d'IA sont devenus des acteurs systémiques pour l'industrie financière, notamment, puisque le défaut de l'un d'eux peut constituer un risque de panne sur une fraction conséquente de l'industrie, d'autant qu'il est difficile pour un client de changer de fournisseur.

Il s'agit d'un risque de perte d'autonomie technologique auquel s'ajoute celui de la souveraineté de l'IA et de l'alignement avec les réglementations européennes et nationales, notamment en termes de protection des données. Si l'UE a fait de la souveraineté digitale l'un des principaux enjeux de son Cyber agenda, la capacité à protéger les citoyens d'utilisation non-désirée ou malintentionnée de leurs données est loin d'être acquise voire réaliste dans une industrie où l'essentiel des fournisseurs de ces services sont américains ou chinois (Calderaro et Blumfelde, 2022).

- **Les risques opérationnels exacerbés**

Pour dépasser les capacités computationnelles classiques et outrepasser des manquements de données, les modèles d'IA ont fréquemment recours à des données synthétiques. Cependant, cette pratique porte le risque de fonder des analyses sur des informations incomplètes et/ou opaques, au détriment de la compréhension des modèles (Shabsight et Boukherouaa, 2023). De plus, le recours à des données de sources alternatives pour le secteur financier (réseaux sociaux, presse, images, etc.) implique une attention plus importante pour tenir compte des spécificités de chaque source et échapper à des biais de subjectivité (Ntoutsu et al., 2019).

De manière générale, en plus des données, c'est le processus de décision des algorithmes d'IA qui est opaque et peut générer un déficit d'explicabilité⁶⁴, pouvant affecter les risques opérationnels liés aux prises de décisions des individus (Solaimani et Long, 2025). La confiance des investisseurs dans l'IA se heurte à la fiabilité et la prédictibilité de leurs résultats, notamment dans le cas des IA basées sur des modèles probabilistes (e.g., les IA génératives). Par ailleurs, les IA sont également sujettes à des erreurs pouvant résulter des modèles et leur entraînement ou encore de biais d'entrée, générant des hallucinations, c'est-à-dire des réponses incorrectes données avec un fort degré de certitude par l'IA (Lo et Singh, 2023).

⁶³ Le rapport de force est d'autant plus fort que les algorithmes d'IA générative sont, pour les principaux, la propriété unique de leur éditeur (Meta, OpenAI, Alphabet, ...) qui protègent ces codes de la concurrence, les rendant opaques. À l'inverse, les précédentes avancées dans les algorithmes de *machine learning* ont été portées par les milieux académiques en *open source*, garantissant la transparence.

⁶⁴ L'explicabilité dans le domaine de l'IA est définie par la CNIL comme la capacité de mettre en relation et de rendre compréhensible les éléments pris en compte par un système d'IA pour la production d'un résultat.

L'IA crée aussi de nouvelles expositions aux risques pour les investisseurs. L'IA peut produire ou relayer des informations erronées d'apparence crédible, que ce soit du fait de biais dans ses données d'entraînement ou d'un usage malveillant par son concepteur ou son utilisateur, dans le but de tromper ou manipuler des individus. On parle alors de *fake news* : on peut penser à la fausse vidéo d'incendie du Pentagone le 22 mai 2023 qui avait entraîné des ventes très rapides sur les titres américains l'espace de quelques minutes. Le *deepfake* (manipulation audio-visuelle), est aussi un des cas les plus connus. Le *deepfake* peut conduire un salarié à une erreur opérationnelle ou orienter les décisions d'investisseurs particuliers par exemple.

D.7. De nouveaux risques induits par l'émergence de l'informatique quantique

L'informatique quantique (*quantum computing* ou QC) est une innovation technologique qui permettra à terme d'augmenter exponentiellement les capacités computationnelles actuelles. Si les bénéfices potentiels sont nombreux pour le secteur financier (e.g. modélisation/simulation, optimisation de processus, puissance de calcul⁶⁵), ce nouveau développement apporte également de nouveaux risques, notamment en ce qui concerne la sécurité des algorithmes de chiffrement utilisés par les entités financières pour sécuriser leurs données⁶⁶. Il existe deux grandes catégories de de chiffrement (NISTRI, 2016 ; Mavroeidis et al., 2018) :

- **Le chiffrement symétrique**, qui est basé sur l'utilisation d'une même clé pour chiffrer et déchiffrer des données. Le chiffrement symétrique est a priori moins exposé au cassage par les QC pour peu que la taille des clés utilisées soit suffisante (Rao et al, 2017) ;
- **Le chiffrement asymétrique**, qui est basé sur l'utilisation de deux clés - l'une publique pour chiffrer, l'autre privée pour déchiffrer - qui sont complémentaires et mobilisées systématiquement pour tout envoi et réception de message sur un système. Les messages peuvent prendre plusieurs formes, du texte ou des transferts monétaires notamment. C'est aussi le système utilisé sur les blockchains pour le transfert de cryptoactifs par exemple. Les algorithmes de recherche du QC sont particulièrement performants pour identifier les clés privées et en déduire les clés publiques, posant un danger important.

Des travaux réalisés dans les années 90 participent déjà à démontrer les implications du QC sur la sécurité des clés de chiffrement : d'une part, l'algorithme cryptographique quantique de Shor (1994) qui démontre la possibilité de casser la cryptographie asymétrique classique, et d'autre part l'algorithme de Grover (1996) sur la réduction du temps pour casser un chiffrement symétrique n'ayant pas une taille de clé suffisante (Auer et al., 2024 ; Vadisetty, 2024).

Ces implications révèlent l'importance de se préparer pour un environnement post-QC (PQC). Les secteurs les plus vulnérables seraient les banques en ligne et mobile, les systèmes de paiements (virements ou retraits), la sécurité des échanges inter-entreprises et les réseaux VPN selon Deodoro et al. (2021). Dans l'environnement des cryptoactifs, deux études publiées par Deloitte⁶⁷ estiment que 25 % du nombre total de Bitcoins en circulation et 65 % des Ethers seraient exposés à un risque de piratage par informatique quantique.

⁶⁵ Quantum computing and the financial system: opportunities and risks, BIS papers n°149, Oct. 2024

⁶⁶ La hausse des capacités computationnelles du QC permettra de résoudre avec efficacité et dans un délai court les problèmes mathématiques complexes qui servent à chiffrer des clés de sécurité

⁶⁷ Deloitte, Quantum computers and the Bitcoin blockchain; et Quantum risk to the Ethereum blockchain – a bump in the road or a brick wall ?

Les risques portés par le QC sont prospectifs et rétroactifs. La technologie n'est pas encore opérationnelle et son horizon reste encore incertain (selon les visions d'expert entre 2030 pour les plus prudents ; 2035 d'après le *Quantum Threat Timeline Report 2024* du *Global Risk Institute*). Cependant, comme le rappelle Auer et al. (2024) les données chiffrées peuvent, dès à présent, être piratées, non lisibles donc, pour être stockées jusqu'à ce que la technologie soit prête, une menace appelée « *harvest now, decrypt later* ». Doerr et al (2022) estiment que ces attaques pourraient coûter 1 point de PIB aux économies avancées dans les 15 à 20 prochaines années.

E. Les axes de renforcement du système financier face au risque cyber

E.1. Une harmonisation par le haut pour renforcer la maturité cyber du secteur financier

La nécessité d'une plus grande cohérence des cadres réglementaires nationaux en matière de cybersécurité a longtemps été promue par différentes instances internationales, comme axe de renforcement de la résilience du système financier. Dans un rapport publié en avril 2024, le FMI indique d'ailleurs que les pays où la législation cyber est plus développée apparaissent moins propices à être victimes de cyber incidents (FMI, 2024). Le paquet réglementaire européen DORA, entré en application le 17 janvier 2025, vise, à l'échelle européenne, à renforcer la résilience des entités financières aux cyberattaques (mais aussi aux incidents informatiques d'origine opérationnelle) via plusieurs piliers : un cadre de gestion des risques informatiques et du risque de tiers renforcé, une gestion assidue des incidents informatiques et une déclaration des incidents majeurs au superviseur, le partage d'informations entre pairs et avec le superviseur, l'instauration d'un cadre européen de surveillance permanente d'un certain nombre de prestataires informatiques considérés comme critiques (*Critical Third-Party Providers* ou CTPPs) ainsi que la mise en place de tests de résilience. Sur ce dernier volet, tandis que l'ensemble des entités financières du champ d'application de DORA doivent disposer d'un programme annuel de tests de résilience, un certain nombre d'entités financières, réputées systémiques au niveau national et/ou au sein du Mécanisme de supervision unique (s'agissant des établissements de crédit d'importance significative sous la supervision de la BCE), doivent réaliser des tests d'intrusion avancés fondés sur la menace environ tous les trois ans. Ces tests, dits « TLPT » (pour *Threat-led penetration tests*) sont encadrés par les autorités TLPT. L'ACPR et la Banque de France ont ainsi fondé la TLPT Cyber Team France (TCT-FR), à laquelle s'est jointe l'AMF en 2024. Cette équipe nationale est en charge en France de l'application de l'exigence DORA de réalisation de TLPT triennaux (Banque de France, 2025)⁶⁸.

Au niveau international, la BRI (*Committee on Payment and Market Infrastructure*) et l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) travaillent de concert sur des orientations sur le risque opérationnel à destination des infrastructures de marchés financiers. Dans la continuité de l'orientation cyber publiée en 2017⁶⁹, le *Committee on Payments and Market Infrastructures* (CPMI-IOSCO) a mis en place l'*Operational Resilience Group* en 2024 pour travailler sur les enjeux du risque opérationnel. Le groupe, auquel participe la Banque de France, travaille actuellement sur trois axes : (i) publier un

⁶⁸ Quand TIBER-SSM l'est pour les établissements de crédit d'importance significative.

⁶⁹ Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures – orientation publiée en 2017 pour compléter les *Principles for market Infrastructures* (2012), publiés en 2012 pour poser les bases réglementaires applicables aux opérateurs d'infrastructures de marchés financiers.

ensemble d'orientations opérationnelles et recommandations sur la gestion du risque cyber (horizon S1 2026), (ii) approfondir les enjeux liés au risque de tiers, (iii) faire une veille sur les risques émergents.

L'ACPR et la Banque de France sont également membres du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BCBS) qui fixe les normes internationales de la réglementation bancaire, y compris celles relatives à la cybersécurité. L'ACPR échange également avec le Conseil de stabilité financière (CSF), qui coordonne les autorités financières nationales et les organismes internationaux de normalisation et contrôle la mise en œuvre de normes clés, notamment celles relatives à la cybersécurité.

E.2. Le rôle central de la coordination internationale des crises

Au niveau international, le groupe d'experts du G7 sur la cybersécurité (CEG), dont la Banque de France, l'ACPR, l'AMF et la DGT sont membres, s'emploie à renforcer la stabilité financière mondiale grâce à des efforts coordonnés visant à atténuer les risques cyber. À ce titre, le CEG organise régulièrement des exercices transfrontaliers de gestion de crise cyber majeure, dont les plus récents se sont tenus en 2019 et 2024. Par ailleurs, au sein de cette enceinte, plusieurs groupes de travail sont dédiés à l'analyse des risques cyber et des menaces émergentes, notamment celles liées à l'intelligence artificielle et aux technologies quantiques. Le CEG a également pour vocation de produire des documents de référence, tels que les « Fundamental Elements », qui définissent les meilleures pratiques en matière de cybersécurité pour le secteur financier.

Dans son rapport publié en avril 2024 (CERS, 2024), auquel a contribué l'ACPR, le Comité européen du risque systémique (CERS) a analysé des pistes stratégiques contre le risque cyber. Ces pistes incluent tout d'abord l'amélioration de la gestion et du partage d'information. À ce titre, DORA prévoit que les autorités compétentes aient la possibilité de fournir aux entités financières leur ayant déclaré un incident majeur des commentaires pertinents et proportionnés ou des orientations de haut niveau ; que les autorités européennes de surveillance partagent sur base annuelle des informations anonymisées et agrégées sur les incidents majeurs reçus ; et que les entités financières partagent entre elles des informations sur la cyber menace, au sein de communautés de confiance.

Ensuite, le rapport du CERS préconise l'harmonisation des pratiques de gestion et de coordination des crises et l'implémentation de dispositifs de résolution en cas d'incident cyber. Le développement de protocoles de réponse nationaux et transfrontaliers permettrait en effet d'améliorer la capacité de réponse collective aux incidents cyber (CERS 2021 ; FMI 2020). Au niveau français, la Banque de France héberge le Secrétariat du Groupe de Place Robustesse (GPR), dont les principaux acteurs privés du secteur financier et des acteurs publics tels que ANSSI, l'ACPR, l'AMF ou encore la DGT, sont membres. Au fil de ses 20 années d'existence, le GPR a prouvé sa capacité à coordonner le secteur financier français en cas de crise opérationnelle majeure, notamment d'origine cyber et a développé une pratique régulière de gestion et d'exercice de crise⁷⁰. Depuis 2023, l'ACPR s'est en parallèle dotée d'un protocole de crise cyber pour la gestion d'une crise sectorielle (banque et assurance). Ce protocole comprend des interfaces et des mécanismes de coordination avec le GPR et le protocole de gestion des crises cyber de la BCE. En outre, depuis l'entrée en application du règlement DORA, les trois autorités européennes de surveillance (l'ABE, l'EIOPA et l'ESMA) ont établi le cadre de coordination de l'Union européenne en matière d'incidents cyber systémiques (EU-SCICF), préconisé par le CERS (CERS, 2021), qui vise à faciliter une réponse efficace du secteur financier à un incident cyber présentant un risque pour la stabilité financière, en renforçant la coordination entre les autorités financières et les autres organismes pertinents de l'Union européenne, ainsi qu'avec les principaux acteurs au niveau

⁷⁰ https://www.banque-france.fr/system/files/2025-02/20250211_CP_Rapport_GPR_vf.pdf

international. C'est la Banque de France qui représente les autorités financières françaises au sein de l'EU-SCICF.

E.3. Mieux identifier, quantifier et tester le risque cyber systémique

Parmi les autres axes de renforcement du cadre de cybersécurité figurent aussi l'identification des principales sources de risque cyber à l'échelle du système financier et l'analyse de leur impact potentiel sur la stabilité financière, à travers des outils tels que la cartographie des interconnexions financières et technologiques clés, que l'analyse des registres d'information DORA sur les contrats avec des prestataires de services informatiques facilitera ; l'amélioration de la quantification de l'impact potentiel des incidents cyber (FMI 2018 ; Healey *et al.* 2018), que les déclarations d'incidents majeurs obligatoires et le rapport de coûts et pertes agrégés DORA favoriseront ; ainsi que les tests de résistance, comme celui organisé par la Banque centrale européenne en juillet 2024 sur un périmètre de 109 banques européennes dont les résultats ont alimenté le processus de contrôle et d'évaluation prudentiel (BCE, 2024). La participation à des exercices de gestion de crise cyber, comme ceux que peuvent organiser le G7 (BCE, 2024) ou le GPR (Banque de France, 2025), est également conseillée, dans un souci d'anticipation et de coopération avec les autorités.

E.4. Adapter les outils macroprudentiels à la spécificité du risque cyber

La vitesse et l'échelle de propagation du risque cyber justifient le développement d'une réflexion sur l'adaptation des instruments macroprudentiels à la gestion d'un incident cyber de grande ampleur (CERS ; Banque d'Espagne, *FSR*, 2021). L'ACPR et la BdF, en tant que membre du CERS et de l'ESCG (*European systemic cyber expert group*), ont ainsi participé à une réflexion sur l'adaptation des outils existants à la gestion d'un incident cyber de grande ampleur. Le CERS a par la suite publié des rapports sur la mise en place d'outils plus ciblés comme, parmi d'autres outils macroprudentiels et opérationnels déjà évoqués ci-dessus ([CERS, 2023](#) et [CERS, 2024](#)), des exercices basés sur des scénarios de crise cyber (CyRST) et des objectifs de tolérance d'impact systémique (SITO) ([CERS, Advancing macroprudential tools for cyber resilience](#), 2023).

E.5. Anticiper les risques technologiques émergents, l'exemple de l'informatique quantique

Dans l'esprit de DORA, le secteur financier doit également adopter une posture proactive sur les risques émergents. À cette fin, l'informatique quantique est identifiée comme un risque majeur pour la stabilité financière nécessitant une mobilisation des autorités et des entités financières. S'il n'y a pas encore un réel consensus sur l'horizon d'apparition des circuits quantiques spécifiques pour l'algorithme de Shor (« cryptographically relevant quantum computers » ou CRQC), le risque appelle d'ores et déjà une vigilance, notamment sur les attaques de type « *harvest now, decrypt later* ». Des travaux visant à mettre en œuvre la cryptographie « post-quantique » sont déjà engagés par les autorités financières (ex : projet LEAP du BSIH impliquant la BdF et la BBk ⁷¹, *Next-generation Commercial Cryptographic Algorithms Program* lancé par la Chine en fév. 2025 ⁷²), notamment sur la base de la campagne de standardisation post-quantique d'algorithmes classiques résistants aux attaques quantiques de la *National Institute of Standards and Technology* ⁷³.

⁷¹ Project Leap: quantum-proofing the financial system ([bis.org](#))

⁷² [Institute of Commercial Cryptography Standards](#)

⁷³ [Post-Quantum Cryptography | CSRC \(nist.gov\)](#)

Dans le cadre de la phase 2 du projet LEAP, le BISIH a organisé en février 2025 une conférence sur le sujet⁷⁴ afin d'engager une discussion entre autorités sur la nécessaire préparation ordonnée des communautés financières (BIS, 2025). L'enjeu est relativement fort dans la mesure où il s'agit de réfléchir sur les premières actions à entreprendre, qui relèvent de considérations à la fois techniques, organisationnelles et stratégiques (e.g. sensibilisation, inventaire cryptographique, cartographie des dépendances, conception d'une stratégie de migration, adoption d'une posture « crypto-agile », transition hybride, etc.).

Dans une démarche d'anticipation du « Q-day », les autorités compétentes commencent également à communiquer des objectifs de migration. Le NIS Cooperation Group, sponsorisé par la Commission européenne, a publié en juin 2025 une première feuille de route coordonnée pour la migration vers la cryptographie post-quantique, fixant 2030 comme échéance pour la sécurisation des infrastructures critiques des États membres. Le G7 CEG a publié une feuille de route visant à donner un positionnement public sur les risques et objectifs de transition. La principale recommandation sera de migrer globalement d'ici 2035, et pour les systèmes les plus critiques d'ici 2030/32. Lors des Assises de la cybersécurité en octobre 2025, l'ANSSI a annoncé qu'à partir de 2027, elle cessera de qualifier tout produit de sécurité ne disposant pas de cryptographie post-quantique (PQC). À compter de 2030, elle recommande que toutes les solutions acquises soient résistantes à l'informatique quantique, renforçant ainsi ses recommandations actuelles.

⁷⁴ Quantum-readiness for central banks and supervisors

Bibliographie

- Ahaus, K., Asensio, C., Bouveret, A., & Harris, R. (2021). *Cloud outsourcing and financial stability risks* (in *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*). ESMA.
- Aldasoro, I., Gambacorta, L., Giudici, P., & Leach, T. (2020). *The drivers of cyber risk*. BIS.
- AMRAE. (2025). *LUCY : Lumière sur la CYberassurance - Édition 2025*. AMRAE.
- ANSSI. (2021). *État de la menace rançongiciel à l'encontre des entreprises et des institutions*. ANSSI.
- ANSSI. (2024). *Panorama de la cybermenace 2024*. ANSSI.
- Lo, A. W., & Singh, M. (2023). From ELIZA to ChatGPT: The Evolution of Natural Language Processing and Financial Applications. *Journal of Portfolio Management*, 49(7).
- Auer, R. A., Dupont, A., Gambacorta, L., Park, J. S., Takahashi, K., & Valko, A. (2024). *Quantum computing and the financial system: opportunities and risks*. BIS, Bank for International Settlements.
- Banque de France. (2023, déc.). *Évaluation des risques du système financier français*. BdF.
- Banque de France. (2025). *Rapport sur la stabilité financière*. BdF.
- Banque de France. (2025). *Le Groupe de Place Robustesse teste la résilience des paiements par carte et mobile face à une crise cyber d'envergure* (communiqué). BdF.
- Banque centrale européenne (BCE). (2024). *La BCE conclut son test de résistance sur la cyberrésilience*. BCE.
- Banque centrale européenne (BCE). (2025, 27 mars). *Macroprudential Bulletin* (numéro consacré au risque cyber). BCE.
- Bank of England. (2018, Q4). *Cyber risk in the financial sector (Quarterly Bulletin)*. BoE.
- Bouveret, A. (2018). *Cyber risk for the financial sector: a framework for quantitative assessment* (IMF Working Paper). FMI.
- Calderaro, A., & Blumfelde, S. (2022). Artificial intelligence and EU security: The false promise of digital sovereignty. *European Security*, 31(3), 415-434.
- CERS / ESRB. (2020). *Systemic cyber risk*.
- CERS / ESRB. (2021). *Recommendation on a pan-EU systemic cyber incident coordination framework (EU-SCICF)*.
- CERS / ESRB. (2023). *Advancing macroprudential tools for cyber resilience*.
- CERS / ESRB. (2024). *Advancing macroprudential tools for cyber resilience - Operational policy tools*.
- Chen, L., Chen, L., Jordan, S., Liu, Y. K., Moody, D., Peralta, R., ... & Smith-Tone, D. (2016). *Report on post-quantum cryptography* (Vol. 12). Gaithersburg, MD, USA: US Department of Commerce, National Institute of Standards and Technology.
- Citalid. (2024). *Banque & finance - Rapport sectoriel : État de la menace 2024*. Citalid.
- Cloud Security / Lloyd's. (2018). *Cloud Down: The impacts on the US economy*. Lloyd's & partners.

- Cremer, F., Sheehan, B., Fortmann, M., Kia, A. N., Mullins, M., Murphy, F., & Materne, S. (2022). Cyber risk and cybersecurity: a systematic review of data availability. *The Geneva papers on risk and insurance. Issues and practice*, 47(3), 698.
- Danielsson, J., et al. (2016). *The financial risk from cyber attacks*. LSE Systemic Risk Centre Paper.
- Deodoro, J, M Gorbanyov, M Malaika and TS Sedik (2021): “Quantum computing and the financial system: spooky action at a distance?”, *IMF Working Papers*, no 2021/071, March. Deloitte. (s.d.). *Quantum threat to cryptoassets* (2 études sur Bitcoin & Ether). Deloitte.
- Doerr, S., Gambacorta, L., Leach, T., Legros, B., & Whyte, D. (2022). *Cyber risk in central banking*. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.
- Dreyer, P., Jones, T., Klima, K., Oberholtzer, J., Strong, A., Welburn, J. W., & Winkelman, Z. (2018). Estimating the global cost of cyber risk. *Research Reports RR-2299-WFHF*, Rand Corporation.
- Duffie, D., & Younger, W. (2019). *Cyber runs*. Working paper.
- ECB / G7 CEG. (2024). *G7 Cyber Expert Group conducts cross-border coordination exercise in the financial sector*. BCE.
- Eling, M., & Wirfs, J. (2019). What are the actual costs of cyber risk events?. *European Journal of Operational Research*, 272(3), 1109-1119.
- ENISA. (2025, fév.). *Threat Landscape: Finance Sector*. ENISA.
- Erola, A., Agrafiotis, I., Nurse, J. R., Axon, L., Goldsmith, M., & Creese, S. (2022). A system to calculate Cyber Value-at-Risk. *Computers & Security*, 113, 102545. Article.
- European Commission / EU legislators. (2022). *Règlement (UE) 2022/2554 (DORA)*. JOUE.
- FSB (Financial Stability Board). (2019). *Third-party dependencies in cloud services*. FSB.
- Franco, M. F., Künzler, F., Von der Assen, J., Feng, C., & Stiller, B. (2024). RCVaR: An economic approach to estimate cyberattacks costs using data from industry reports. *Computers & Security*, 139, 103737.
- Global Risk Institute. (2024). *Quantum Threat Timeline Report 2024*. GRI.
- Grover, L. K. (1996, July). A fast quantum mechanical algorithm for database search. In *Proceedings of the twenty-eighth annual ACM symposium on Theory of computing* (pp. 212-219).
- Healey, J., et al. (2018). *The future of financial stability and cyber risk*. Atlantic Council.
- IIF (Institute of International Finance). (2017). *Cyber Security & Financial Stability: How cyber-attacks could materially impact the global financial system*. IIF.
- Kopp, E., Kaffenberger, L., & Jenkinson, N. (2017). *Cyber risk, market failures, and financial stability*. International Monetary Fund.
- FMI. (2020). *Cyber Risk and Financial Stability: It's a Small World After All* (Staff Discussion Note). FMI.
- FMI. (2024, avril). *Global Financial Stability Report* (chapitre cyber). FMI.
- FMI. (2024). *The Last Mile: financial vulnerabilities and risks*. FMI.
- IAIS (International Association of Insurance Supervisors). (2020). *Cyber Risk Underwriting: Identified Challenges and Supervisory Considerations for Sustainable Market Development*. IAIS.

- IAIS. (2025). *Global Insurance Market Report (GIMAR) 2025*. IAIS.
- Jamilov, R., Rey, H., & Tahoun, A. (2023). *The anatomy of cyber risk* (No. w28906). National Bureau of Economic Research.
- Kamiya, S., Kang, J. K., Kim, J., Milidonis, A., & Stulz, R. M. (2021). Risk management, firm reputation, and the impact of successful cyberattacks on target firms. *Journal of Financial Economics*, 139(3), 719-749.
- Kyiv Post. (2024). *Ukraine Hacks ATMs Across Russia in Ongoing Massive Cyberattack*. Kyiv Post.
- Kshetri, N. (2019). The economics of cyber-insurance. *IT Professional*, 20(6), 9-14. Marsh. (2025). *The evolution of cyber claims in Europe (Continental)*. Marsh.
- Mavroeidis, V., Vishi, K., Zych, M. D., & Jøsang, A. (2018). The impact of quantum computing on present cryptography. *arXiv preprint arXiv:1804.00200*. McAfee. (2013). *Dissecting Operation Troy: Cyberespionage in South Korea*. McAfee.
- Microsoft. (2022). *Defending Ukraine: Early Lessons from the Cyber War*. Microsoft.
- Moody's. (2019). *Rating action on Equifax following 2017 breach (credit outlook change)*. Moody's.
- Munich Re. (2024). *Global Cyber Risk and Insurance Survey 2024*. Munich Re.
- Natalucci, F., Qureshi, M. S., & Suntheim, F. (2024, avril). *L'intensification des cybermenaces suscite de grandes inquiétudes pour la stabilité financière*. Blog du FMI.
- Ntoutsi, E., Fafalios, P., Gadiraju, U., Iosifidis, V., Nejdl, W., Vidal, M. E., ... & Staab, S. (2020). Bias in data-driven artificial intelligence systems—An introductory survey. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Data Mining and Knowledge Discovery*, 10(3), e1356.
- OFR (Office of Financial Research). (2017). *Cybersecurity and Financial Stability: Risks and Resilience*. OFR.
- Rao, S., Mahto, D., Yadav, D. K., & Khan, D. A. (2017). The AES-256 cryptosystem resists quantum attacks. *Int. J. Adv. Res. Comput. Sci*, 8(3), 404-408.
- Radanliev, P. (2024). Artificial intelligence and quantum cryptography. *Journal of Analytical Science and Technology*, 15(1), 4. S&P Global Ratings. (2020-2021). *Cyber Risk In A New Era* (series). S&P Global.
- Salzberger, A. (2025). The optimistic bias in cyber risk perception of German enterprises: do organizational and personal moderators matter?. *Organizational Cybersecurity Journal: Practice, Process and People*.
- Shabad, V. (2025). Flow-Constrained Risk Management for Operational Technology Security: A Multi-Criteria Framework for Critical Infrastructure. *Available at SSRN 5389934*.
- Shabsigh, M. G., & Boukherouaa, E. B. (2023). *Generative artificial intelligence in finance: Risk considerations*. International Monetary Fund. Shor, P. W. (1994, November). Algorithms for quantum computation: discrete logarithms and factoring. In *Proceedings 35th annual symposium on foundations of computer science* (pp. 124-134).
- Ieee. Solaimani, S., & Long, P. (2025). Beyond the black box: operationalising explicability in artificial intelligence for financial institutions. *International Journal of Business Information Systems*, 49(5), 1-38.

- Trend Micro. (2023). *Inside the Halls of a Cybercrime Business*. Trend Micro.
- World Economic Forum. (2015). *Cyber Value-at-Risk*. WEF.
- World Economic Forum. (2016). *Understanding Systemic Cyber Risk*. WEF.
- World Economic Forum. (2025). *Global Risks Report 2025; Cybercrime cost estimate (USD 10.5tn by 2025)*. WEF.

Lexique

ABE / EBA : Autorité bancaire européenne / *European Banking Authority*.

ACPR : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Il s'agit de l'autorité administrative en charge de la supervision des secteurs bancaire et assurantiel en France. Elle est adossée à la Banque de France mais indépendante.

AEAPP / EIOPA : Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles / *European Insurance and Occupational Pensions Authority*.

AEMF / ESMA : Autorité européenne des marchés financiers / *European Securities and Markets Authority*. Il s'agit d'une autorité européenne indépendante créée en 2011, qui a pour mission « de renforcer la protection des investisseurs et de favoriser des marchés financiers stables et performants dans l'Union européenne » ([site de l'AEMF](#)).

AMF : Autorité des marchés financiers. Il s'agit du régulateur de la place financière française, qui « surveille les acteurs et les produits d'épargne soumis à son contrôle » ([site de l'AMF](#)). L'AMF est une autorité publique indépendante.

ANSSI : Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information

BCE : Banque centrale européenne.

CCyB : *Countercyclical Capital Buffer*, coussin de fonds propres contra-cyclique, également appelé « réserve de protection du crédit ». Cf. page sur le site du HCSF ([lien](#)), ainsi que la notice ([lien](#)) et la note détaillée ([lien](#)) de 2015 sur sa mise en œuvre.

CERS / ESRB : Comité européen du risque systémique / *European Systemic Risk Board*. Créé en 2010, il est en charge de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'Union européenne. Il contrôle et évalue les risques systémiques et peut émettre des alertes et des recommandations.

CET1 : *Common Equity Tier 1*, fonds propres de base de catégorie 1 pour les établissements de crédit.

Comité de Bâle (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS) : comité rassemblant les superviseurs de 27 pays, chargé de renforcer la solidité du système financier mondial. L'ACPR et la Banque de France sont membres du Comité de Bâle pour la France.

ESMA : European Securities and Markets Authority

FMI : Fonds monétaire international.

LCR : *Liquidity Coverage Ratio*, ratio de couverture des besoins de liquidités, pour un établissement de crédit.

NIS : Network and Information Security

NSFR : *Net Stable Funding Ratio*, ratio de financement stable net, ou ratio structurel de liquidités à long terme, pour les établissements de crédit.

PNB : produit net bancaire.

RoA : *Return on Assets*, rentabilité des actifs. Il est égal au rapport entre le résultat net et le total des actifs.

RoE : *Return on Equity*, rendement des capitaux propres ou rendement des fonds propres. Il est égal au rapport entre le résultat net et les fonds propres totaux.

SNF : sociétés non financières. Les SNF sont l'« ensemble des unités institutionnelles qui sont des producteurs marchands dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non financiers, et dont les opérations de répartition et les opérations financières sont séparées de celles de leurs propriétaires » (Insee).