

HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel **Septembre 2023**

Table des matières

TABLE DES MATIÈRES	2
RÉSUMÉ	4
CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER SUR L'ENSEMBLE DE L'ANNÉE 2022 ET DÉBUT 2023.....	7
A. Environnement macroéconomique	7
B. Marchés	8
C. Acteurs non financiers	12
D. Acteurs financiers	19
ACTION DU HCSF AU COURS DE L'ANNÉE ÉCOULÉE.....	27
A. Le Haut Conseil a mené une politique de hausse graduelle de la réserve de protection du crédit	27
B. Le Haut Conseil a transformé sa mesure « grands risques » en un coussin pour le risque systémique sectoriel.....	29
C. Le Haut Conseil a également ajusté la mise en œuvre de la décision relative aux conditions d'octroi des crédits immobiliers	32
D. Le Haut Conseil continue de reconnaître les mesures macroprudentielles prises par d'autres autorités macroprudentielles nationales	35
E. Le Haut Conseil veille également à d'autres enjeux en matière de stabilité financière, tels que l'immobilier commercial et l'effet de levier dans les institutions financières non-bancaires.....	37
F. Tableau récapitulatif des décisions du HCSF en vigueur	40
EFFETS DE L'INFLATION ET DE LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LES ACTEURS FINANCIERS ET NON FINANCIERS	41
A. L'impact sur le secteur financier.....	41
B. L'impact sur le secteur non financier	51

Ce rapport a été adopté par les membres du Haut Conseil de stabilité financière à l'occasion de la séance du 26 septembre 2023.

Bruno Le Maire
Ministre de l'Économie, des Finances et de la
Souveraineté industrielle 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

Raphaëlle Bellando
Professeur, Université d'Orléans
Personnalité qualifiée

Hélène Rey
Professeur, London Business School
Personnalité qualifiée

Marianne Verdier
Professeur, Université Paris II Panthéon Assas
Personnalité qualifiée

Les données sous-jacentes à la rédaction de ce rapport ont été arrêtées au 30 juin 2023 ou au dernier point disponible pour les données issues des comptes nationaux trimestriels.

Ce rapport a été préparé, sous la responsabilité de Jean Boissinot et Jean Dalbard, 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).

Tous les rapports annuels sont sur le [site](#) du HCSF.

Résumé

Depuis la publication du précédent rapport annuel du Haut Conseil de stabilité financière, en octobre 2022, le système financier français a été confronté à la rapidité du resserrement monétaire de la Banque centrale européenne, qui a porté son principal taux directeur de - 0,50 % à 4 % en l'espace d'un an pour lutter contre le risque d'une inflation persistante. Ce resserrement monétaire, à l'œuvre dans la plupart des économies avancées, a contribué à la matérialisation de vulnérabilités accumulées par certains acteurs financiers, notamment bancaires aux États-Unis et en Suisse. Dans ce contexte, le système financier français a une nouvelle fois montré sa résilience. Ce rapport annuel, qui couvre l'année 2022 et le premier semestre 2023, revient tout d'abord sur l'environnement macro-financier et sur la situation financière des ménages, des entreprises et des principaux acteurs du secteur financier français (banques, organismes d'assurances, gestionnaires d'actifs). Il détaille ensuite l'action du HCSF sur la période. Enfin, un chapitre thématique analyse les effets de l'inflation sur les acteurs financiers et non financiers français.

Face à la persistance d'une inflation élevée et à la hausse des taux d'intérêt, l'environnement macro-financier est resté résilient, mais des vulnérabilités subsistent

La croissance s'est maintenue à un rythme soutenu en 2022 dans la continuité du rebond post-Covid (+ 2,5 %). L'activité a certes ralenti au deuxième semestre mais la croissance a été positive sur l'ensemble de l'année 2022 et au premier semestre 2023, signe de sa robustesse face aux chocs successifs de l'invasion russe en Ukraine, de la hausse de l'inflation et du resserrement monétaire. L'inflation a en effet fortement augmenté en 2022, à 5,2 %, alimentée par les conséquences de la guerre en Ukraine, mais son ampleur a été contenue par le bouclier tarifaire.

Les évolutions sur les marchés financiers sont restées ordonnées au premier semestre 2023, les indices actions retrouvant notamment leurs niveaux de début 2022, avant l'invasion russe en Ukraine, malgré une très forte hausse du niveau et de la volatilité des taux d'intérêt. Ce nouvel environnement de taux a révélé des tensions localisées sur certains segments, dont celui des banques régionales américaines en mars-avril 2023. Toutefois, la prime de risque réclamée par les investisseurs sur les marchés actions se situe à un niveau historiquement faible, signe de la persistance de vulnérabilités des participants de marché à une hausse soudaine de l'aversion au risque en cas de détérioration prononcée de la conjoncture macroéconomique ou de choc sur les marchés.

La situation des ménages et des entreprises demeure solide, malgré le durcissement très marqué de leurs conditions de financement

Le taux d'épargne des ménages est resté très élevé en 2022 et début 2023, malgré la hausse de l'inflation. Ce taux d'épargne et les effets de l'inflation sont toutefois hétérogènes entre les ménages, selon leurs revenus et leurs caractéristiques socio-économiques. En matière de crédit, le risque de défaut des ménages et les pertes bancaires associées en cas de défaut ont été limités par les spécificités françaises du financement de l'habitat et la structure de l'endettement, majoritairement à taux fixe et garanti par un mécanisme de cautionnement. Les normes instituées par le Haut Conseil, relatives au taux d'effort et à la maturité des crédits immobiliers, ont également contribué à assurer le maintien au travers du cycle de conditions de financement saines. Dans le même temps, la mensualisation du calcul des taux d'usure au premier semestre 2023 a permis de fluidifier la production de crédit, avant que la demande de financement des ménages ne chute significativement sous l'effet du resserrement des conditions financières.

Les entreprises françaises ont affiché de très bons résultats en 2022, malgré des tensions au second semestre. Leur taux de marge annuel s'est stabilisé à 31,7 % en 2022, en ligne avec le niveau observé avant la crise sanitaire. Les défaillances d'entreprises se sont normalisées en 2022 et début 2023, retrouvant leurs niveaux de 2019. Le crédit bancaire aux entreprises est demeuré dynamique en 2022, les grandes entreprises substituant du financement bancaire à l'endettement de marché. Il a cependant ralenti nettement à partir de mars 2023, sous l'effet notamment de l'augmentation des taux d'intérêt, qui a restreint la demande de crédit. Dans l'ensemble, une analyse des bilans des entreprises françaises à fin 2022, notamment des petites et moyennes entreprises, confirme la robustesse de leur situation financière.

Le nouvel environnement de taux a des effets différenciés sur le système financier français, qui devrait en bénéficier dans son ensemble, en dépit de vulnérabilités circonscrites

Les banques françaises ont présenté d'excellents résultats en 2022 ainsi qu'au premier semestre 2023, alimentés par leurs activités de marché et par leurs activités internationales de détail. À moyen et long terme, la hausse des taux d'intérêt devrait soutenir la rentabilité du secteur bancaire, notamment via la hausse de la marge nette d'intérêt. À court terme, elle pourrait toutefois engendrer un renchérissement des passifs bancaires plus rapide que celui de l'actif. La hausse des taux pourrait également dégrader la qualité des prêts aux ménages et aux entreprises en lien avec la hausse des taux de défaut. Ce risque est toutefois atténué par la forte prédominance des actifs à taux fixes et par la résilience financière du secteur non financier. Le secteur bancaire français s'est au demeurant montré stable face aux faillites ou aux difficultés de certaines banques étrangères au premier semestre 2023.

De même, les assureurs sont restés résilients face à la hausse des taux. Celle-ci devrait améliorer dans l'ensemble leur situation de solvabilité, même si elle induit à court terme une diminution de la valeur de leurs actifs et augmente relativement le risque de rachats, dans un contexte de concurrence accrue avec d'autres produits d'épargne. Enfin, la situation des fonds d'investissement français est elle aussi restée solide malgré les chocs exogènes que constituaient l'invasion russe, les faillites bancaires en Suisse et aux États-Unis et le rapide resserrement monétaire, et ce même si certains types de fonds restent exposés aux risques de levier et de liquidité. Les risques liés au secteur de l'immobilier commercial se sont par ailleurs accrus à la suite de transformations structurelles, liées au développement du télétravail et du commerce en ligne, et sous l'effet du resserrement de la politique monétaire.

Le Haut Conseil a poursuivi la hausse de la réserve de protection du crédit et a ajusté ses instruments relatifs au crédit immobilier et à l'endettement des grandes entreprises françaises

S'agissant de la réserve de protection du crédit (ou coussin de capital contracyclique, CCyB), le HCSF a considéré que la conjoncture économique et le niveau des risques justifiaient une nouvelle hausse. Il a donc décidé lors de sa séance de décembre 2022 de relever le taux de la réserve de protection du crédit de 50 points de base, à 1,0 %, avec une entrée en vigueur en janvier 2024. Il a par ailleurs annoncé qu'il n'envisageait pas de hausse supplémentaire en 2023.

S'agissant de la mesure relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers, le Haut Conseil a procédé à deux ajustements techniques, via sa décision n°D-HCSF-2023-02 du 29 juin 2023, qui n'en modifient ni l'équilibre, ni la portée. Le premier visait à répondre à certaines difficultés opérationnelles rencontrées par les banques dans la mise en œuvre de la mesure. Suite à un dépassement limité observé sur un trimestre de l'une ou l'autre des limites d'allocation au sein de la marge de flexibilité de 20 %, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) pourra désormais considérer que le respect de ces limites d'allocation sur la production globale de ce trimestre et des deux trimestres suivants constitue une action correctrice appropriée et suffisante. Le second a consisté à relever, au sein de cette marge de flexibilité, l'enveloppe libre d'utilisation de 20 à 30 % (soit de 4 % à 6 % de la production totale), afin de tenir compte des évolutions structurelles en cours du marché immobilier, donnant ainsi une souplesse

supplémentaire à l'investissement locatif. Le Haut Conseil a souligné de nouveau que les normes d'octroi du crédit devaient contribuer de manière pérenne à la sûreté du crédit immobilier.

S'agissant de la mesure dite « grands risques », le Haut Conseil a constaté la persistance du risque de concentration représenté par l'endettement bancaire des grandes entreprises françaises et jugé qu'il convenait d'adapter l'approche au nouveau contexte macroéconomique. Il a donc décidé de remplacer sa mesure basée sur les « grands risques » des banques d'importance systémique (décision n°D-HCSF-2018-2), qui consistait en une limitation stricte de leurs expositions vis-à-vis des grandes entreprises non financières françaises les plus endettées, par un coussin pour le risque systémique sectoriel. Ce coussin, entré en vigueur le 1^{er} août 2023, s'applique aux expositions des banques systémiques françaises aux grandes entreprises françaises très endettées, au-delà d'un seuil de concentration.

Ch.1 Contexte économique et financier sur l'ensemble de l'année 2022 et début 2023

A. Environnement macroéconomique

En 2022, la croissance est restée soutenue dans la continuité du rebond post-Covid (2,5 %¹). L'activité a certes ralenti au deuxième semestre mais la croissance est demeurée positive tout au long de l'automne et de l'hiver, signe de sa robustesse face aux chocs externes causés par l'invasion russe en Ukraine et notamment la forte hausse des prix de l'énergie. En particulier, l'efficacité des mesures de sobriété a permis d'écarter tout risque de rupture d'approvisionnement en gaz avec un effet très limité sur la production industrielle du pays.

Du côté de la demande, la croissance a en particulier été portée par l'investissement des entreprises non-financières (+ 3,6 %), qui s'est montré particulièrement dynamique ces dernières années (+ 7,8 % en cumulé de 2019 à 2022) en dépit des chocs successifs qu'a connus l'économie française. La consommation des ménages, elle, a ralenti, retrouvant tout juste son niveau d'avant crise malgré l'orientation positive du pouvoir d'achat. Les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance (- 0,6 point).

Début 2023, l'activité a accéléré au premier trimestre (+ 0,2 %), et les derniers indicateurs conjoncturels apparaissent contrastés, mais pointent dans l'ensemble toujours vers une bonne tenue de l'économie française. Dans ses prévisions de juin 2023, la Banque de France prévoyait ainsi une croissance du PIB de 0,7 % pour 2023, et 1,0 % pour 2024².

Pour sa part, l'inflation a fortement augmenté en 2022, à 5,2 %, alimentée par les conséquences de la guerre en Ukraine, même si l'ampleur de sa progression a été atténuée par le « bouclier tarifaire ». D'abord principalement portée par l'énergie, sa composition a par la suite évolué sensiblement. En particulier, les prix alimentaires ont nettement contribué à l'inflation totale depuis l'automne 2022. L'inflation sous-jacente a pris le relais avec la diffusion du choc initial des prix de matières premières le long de la chaîne de valeur. Dans l'ensemble, tout en restant élevée, l'inflation pourrait cependant avoir passé son pic : elle est revenue de 6,3 % en glissement annuel en février 2023 à 4,3 % en juillet, selon les données définitives de l'Insee. L'inflation sous-jacente, dont le reflux s'est opéré plus tardivement que celui de l'inflation d'ensemble, s'élevait à 5,0 % en juillet après avoir atteint un pic à 6,3 % en avril 2023.

En zone euro, l'activité a progressé de 3,4 % en 2022, après un rebond de 5,4 % en 2021. Bien qu'en ralentissement, celle-ci a mieux résisté que prévu en fin d'année 2022, malgré les conséquences de la guerre en Ukraine. Après un léger repli au 4^e trimestre 2022, l'activité s'est stabilisée dès le 1^{er} trimestre 2023, avant de se redresser au 2^e trimestre³. Les prévisions de la Banque centrale européenne pour la croissance de la zone euro s'élèvent à 0,9 % en 2023, 1,5 % en 2024 et 1,6 % en 2025⁴. En moyenne

¹ [Les comptes de la Nation en 2022 - Insee Première](#)

² [Projections macroéconomiques – Juin 2023 | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

³ [Eurostat](#)

⁴ [Projections macroéconomiques de juin 2023](#), BCE

annuelle, l'inflation a pour sa part atteint 8,4 % en zone euro en 2022 (après 2,6 % en 2021). Elle a atteint un point haut historique en glissement annuel en octobre 2022 (à 10,6 %) et a reflué depuis, atteignant 5,5 % en juin 2023. Ce reflux a toutefois été jugé lent par la BCE, du fait d'une inflation sous-jacente et d'une inflation alimentaire encore fortes malgré une légère baisse depuis leur niveau historique record de mars 2023 (respectivement 5,7 % et 15,5 %). Le dynamisme des salaires, en lien avec la transmission des hausses passées de l'inflation et un marché du travail robuste, ne devrait cependant pas empêcher l'inflation de se normaliser progressivement, revenant de 5,4 % en 2023, à 3,0 % en 2024 et 2,2 % en 2025.

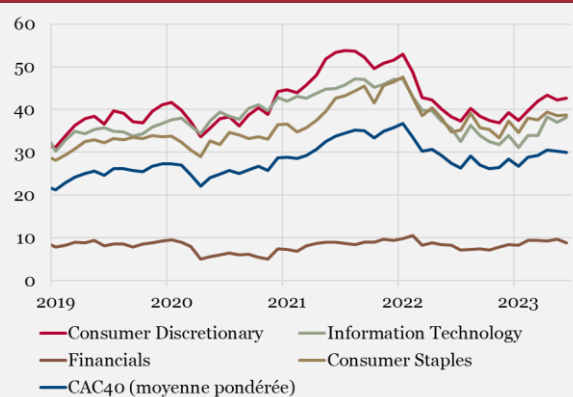
B. Marchés

Entre le début de l'année 2022 et la fin du premier semestre 2023, les actions du CAC 40 ont enregistré une légère croissance de leurs cours (2,5 %), qui a toutefois masqué des variations importantes au cours de la période et des épisodes de volatilité aiguë. L'invasion de l'Ukraine par la Russie, le retour de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt ont en effet entraîné de fortes baisses des marchés actions en 2022 (- 21 % entre début 2022 et fin septembre 2022 pour le CAC 40). L'indice n'a retrouvé son niveau de début 2022 qu'en février 2023, pour connaître une relative stabilité autour des 7300 points sur le premier semestre 2023. Ces évolutions – volatilité et correction des marchés au cours de l'année 2022 puis rebond et stabilisation en 2023 – ont également été observées sur le reste de la zone euro, alors que les principaux indices actions américains s'inscrivaient toujours, à mi-juillet 2023, en repli par rapport au début de l'année 2022 avec une baisse de - 6 % du S&P 500 et de - 9 % du NASDAQ. Après une augmentation significative en 2022, la volatilité sur les marchés actions européens et américains s'est normalisée en 2023. L'indice VIX, qui reflète la volatilité intrinsèque sur le marché actions américain, a ainsi connu plusieurs pics (doublement par rapport à début 2022) avant de revenir progressivement, au cours du premier semestre 2023, autour des niveaux observés en 2021.

Sur un plan plus fondamental, si les indicateurs de valorisation des actions françaises ont progressé depuis le début de l'année 2023, ils s'inscrivent toujours en net repli par rapport à fin 2021. Le ratio CAPE (*cyclically adjusted price-to-earnings ratio*)⁵ moyen du CAC 40 s'établissait à un niveau proche de 30 en mai 2023, en légère progression par rapport à 2022, porté par les secteurs de la consommation discrétionnaire (notamment le secteur du luxe) et de la technologie, alors qu'il se situait en moyenne à 20 durant la période pré-Covid (2015-2019) et autour de 35 fin 2021 (Graphique 1). En termes relatifs, le ratio CAPE moyen du CAC 40 est désormais très proche de celui du S&P 500 (Graphique 2), tandis que la prime de risque réclamée par les investisseurs sur le marché actions ressort à un niveau historiquement faible, indiquant que ce marché reste vulnérable à une hausse soudaine de l'aversion au risque des investisseurs.

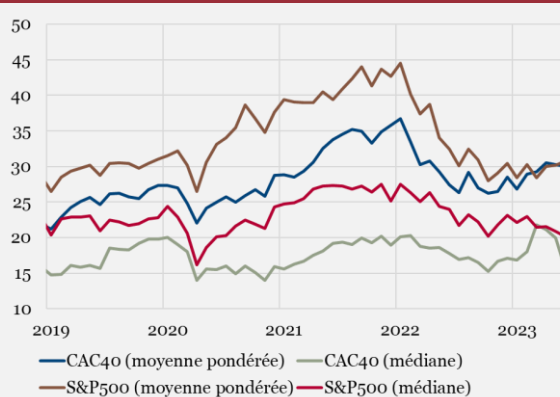
⁵ Le CAPE ratio est calculé en divisant la capitalisation boursière par la moyenne du résultat net, ici sur cinq ans, ajusté de l'inflation.

Graphique 1 – La progression du CAPE ratio du CAC 40 est portée par certains secteurs



Source : Banque de France.

Graphique 2 – Le CAPE ratio du CAC 40 a dépassé celui du S&P 500 depuis mars 2023



Source : Banque de France.

S'agissant des valeurs bancaires, après un début d'année 2023 marqué par une tendance haussière du prix des actions des banques de la zone euro, les turbulences du mois de mars ont engendré une baisse des prix, accompagnée d'une volatilité accrue et d'une hausse des primes de *credit default swap* (CDS). Entre octobre 2022 et début mars 2023, les bons résultats des banques européennes, la hausse des taux d'intérêt directeurs de la BCE et des perspectives économiques meilleures qu'anticipé ont soutenu la hausse des actions bancaires européennes. Par la suite, les faillites de banques régionales américaines et la crise traversée par Credit Suisse ont alimenté, par contagion, une volatilité élevée des actions et un écartement des *spreads* de CDS des banques européennes. Ces tensions se sont stabilisées depuis lors, mais les valeurs bancaires restent à des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient début mars 2023, bien que supérieurs à ceux du début de l'année 2023. Par ailleurs, les indicateurs de valorisation des banques se maintiennent à des niveaux historiquement faibles depuis leur baisse en 2022, bien que les tensions de mars 2023 n'aient pas eu d'effet très prononcé sur le *cost of equity* (CoE)⁶ des banques françaises. Pour autant, celui-ci reste à un niveau très élevé depuis le début de la guerre en Ukraine. En outre, la divergence entre le CoE des banques et des entreprises non-financières au sein du CAC 40 tend à s'accroître, ce qui indique que les investisseurs demandent une prime de risque supérieure pour détenir des actions bancaires (Graphique 3). La même situation se retrouve dans le reste de la zone euro.

⁶ Le Cost of Equity (CoE) est une mesure du coût des fonds propres d'une entreprise, estimée à partir du prix des actions de l'entreprise et des prévisions des analystes financiers sur les performances futures du titre. Le CoE correspond donc au taux de rendement demandé par les actionnaires, qui dépend des taux sans risque et de la prime de risque qu'ils exigent. Cette prime de risque est fonction du niveau d'aversion au risque global des investisseurs, de la dépendance de l'entreprise au contexte économique et financier et potentiellement du risque idiosyncratique de la firme.

Graphique 3 – CoE des banques françaises contre CoE du CAC 40 (%)



Source : Banque de France.

Graphique 4 – Volatilité implicite des actions (VIX, droite) et des obligations (MOVE, gauche) aux États-Unis



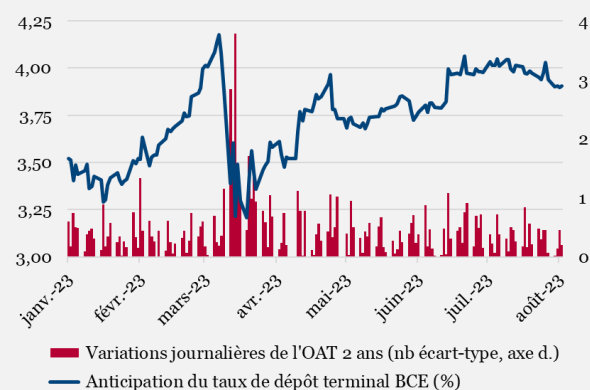
Source : Bloomberg.

Note : l'indice MOVE mesure la volatilité implicite des obligations du Trésor US à partir des options. L'indice VIX mesure la volatilité implicite des actions du S&P 500.

S'agissant des taux obligataires souverains, l'année 2022 a été témoin d'une forte hausse des rendements, le taux de l'obligation de référence française à 2 ans passant de - 0,5 % à 2,8 % alors que le taux de l'obligation de référence à 10 ans a pour sa part progressé de 0,2 % à 3,1 % sur l'ensemble de l'année. Le premier semestre 2023 a ensuite été marqué par une inversion de la courbe des taux à partir de mai 2023 : la remontée des taux courts s'est poursuivie (le taux à 2 ans se rapprochant des 3,5 % en juillet) alors que les taux longs se sont stabilisés (le taux à 10 ans oscillant autour de 3 %). Le resserrement monétaire de la plupart des grandes banques centrales a été accompagné d'une hausse de la volatilité des taux d'intérêt (Graphique 4), et ce surtout à la suite des tensions bancaires de mars 2023 à mesure que les participants de marché ajustaient leurs anticipations de taux terminaux (Graphique 5 par exemple pour les obligations souveraines françaises à 2 ans). À fin juillet 2023, les participants de marché anticipaient ainsi une stabilisation puis un début de baisse des taux directs courant 2023 aux États-Unis et début 2024 dans la zone euro. Cette hausse des taux nominaux reflète en partie la hausse de l'inflation depuis 2022, mais également des taux réels.⁷ Par ailleurs, cette hausse significative des taux souverains en Europe et en France s'est traduite par un écartement limité du *spread* contre le taux souverain équivalent allemand (sur la période 2015-2019, le *spread* moyen était de 34 points de base contre 41 sur la période 2020-2023, cf. Graphique 6).

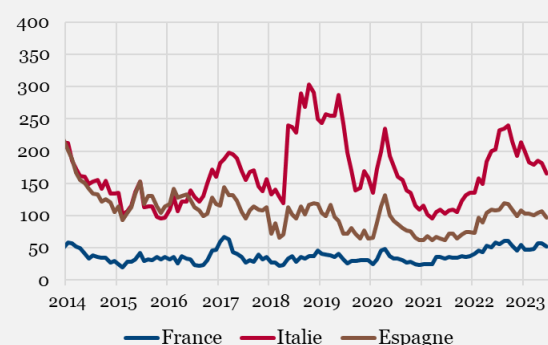
⁷ Le breakeven inflation à 10 ans qui représente l'inflation anticipée par les participants de marché est passé de 1,5 % à 2,5 % entre début 2022 et mi-juillet 2023, tandis que le taux réel à 10 ans (dérivé des obligations indexées sur l'inflation) est passé de - 1,5 % à 0,4 %.

Graphique 5 – Évolution des anticipations de taux terminaux de la BCE en 2023 et variations journalières de l'OAT à 2 ans



Note : Anticipations relatives au taux de dépôt de la BCE. Multiples de l'écart-type moyen des variations journalières de l'OAT à 2 ans entre 2006 et 2023.
Source : Bloomberg, calculs DG Trésor.

Graphique 6 – Évolution des spreads souverains 10 ans contre Bund (pdb)



Source : Bloomberg.

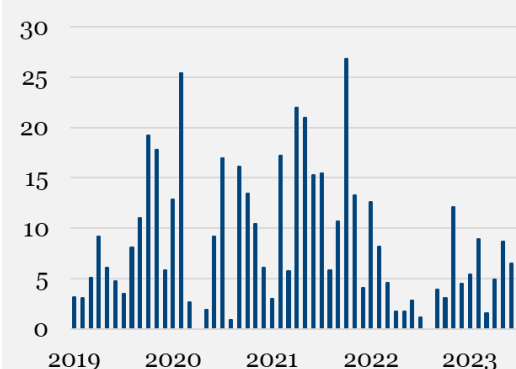
S'agissant du marché de la dette des entreprises françaises, après une hausse marquée en 2022, passant de 0,3 % à 3,8 % sur le segment des titres notés *investment grade* (IG) et de 2,2 % à 6,6 % sur celui des titres *high yield* (HY), les rendements moyens observés ont affiché une relative stabilité entre décembre 2022 et mai 2023. Les *spreads* de crédit ont nettement reflué par rapport à leur pic du second semestre 2022, tout en restant au-dessus des niveaux qui prévalaient avant le début de la guerre russe en Ukraine et du relèvement des taux directeurs (Graphique 7), ce qui contraste avec le niveau historiquement bas des primes de risque sur les actions. Ces niveaux de *spreads* de crédit ont contribué à la hausse des coûts de financement, en particulier pour les émetteurs du secteur HY (+ 50 points de base entre décembre 2021 et mai 2023 pour le *spread* HY, +10 points de base pour le *spread* IG). Dans ce contexte, les émissions primaires de dette de catégorie HY sont restées en retrait depuis fin 2021 (Graphique 8).

Graphique 7 – Spreads de crédit des obligations privées des entreprises européennes *investment grade* et *high yield* (pdb)



Source : Bloomberg.

Graphique 8 – Montants de dette émis par les entreprises européennes notées *high yield* (Md€)



Source : Bloomberg. Entreprises domiciliées en zone euro.

Le différentiel de taux entre les États-Unis et la zone euro a pesé à la baisse pendant la plus grande partie de l'année 2022 sur le taux de change euro contre dollar US, avec un plus bas observé fin septembre (1 EUR = 0,9565 USD). Durant le dernier trimestre 2022, la valeur de l'euro a progressé de 12 %,

terminant l'année au-dessus de la parité contre dollar (1 EUR = 1,0666 USD). Poursuivant cette évolution en 2023, la valeur de l'euro s'est stabilisée autour de de 1,10 USD au 2^{ème} trimestre 2023.

C. Acteurs non financiers

C.1. Ménages

L'accumulation de l'épargne ralentit sous l'effet de l'inflation mais le taux d'épargne reste élevé par rapport à la période pré-Covid

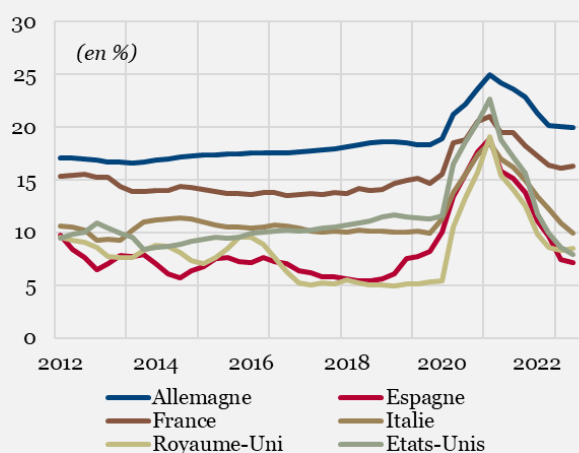
En 2022, l'épargne des ménages a été moins importante que les deux années précédentes mais est restée plus élevée qu'avant la crise de la Covid-19, malgré les pertes entraînées par la baisse des valorisations de marché et l'érosion de la capacité d'épargne par l'inflation⁸. En définitive, sur l'année 2022, l'épargne des ménages – différence comptable entre leur revenu et leur consommation – a atteint 278 Md€, un montant inférieur à celui de 2021 (295 Md€) et 2020 (318 Md€), mais bien supérieur à celui de 2019 (219 Md€).

Le taux d'épargne des ménages s'est ainsi élevé à 17,4 % de leur revenu disponible brut en 2022, en baisse par rapport à 2021 (19,0 %) mais plus élevé que pré-crise Covid (14,5 % en moyenne sur la période 1990-2019). Des évolutions comparables ont été observées dans tous les grands pays européens, avec une baisse du taux d'épargne depuis le pic de 2020 mais un niveau demeurant plus élevé qu'avant crise (Graphique 9).

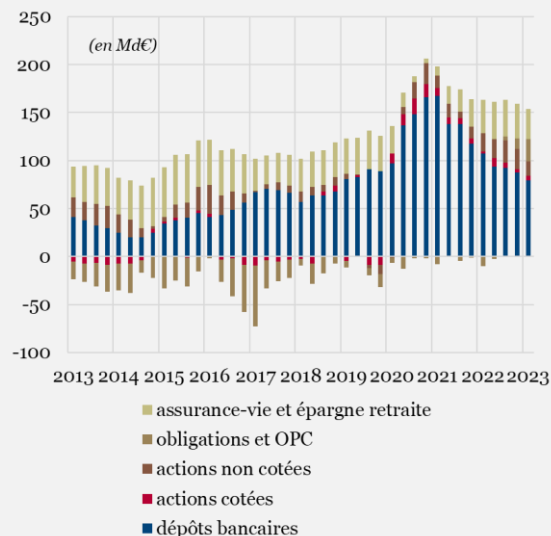
La croissance de l'épargne des ménages français a continué d'être soutenue par le niveau historiquement élevé de leur épargne financière⁹ (6,9 % du revenu disponible brut au T4 2022 contre 4,4 % en moyenne entre 2015 et 2019). En 2022, les flux nets des placements financiers des ménages (Graphique 10) se sont élevés à 159 Md€ (contre 161 Md€ en 2021). Les produits bancaires (dépôts et livrets) sont restés le principal placement des ménages, représentant 55 % des principaux placements financiers avec 87 Md€ en 2022, malgré un recul de 30 Md€ au profit des autres catégories de produits. Les produits d'assurance-vie et d'épargne retraite ont continué leur progression (+ 36 Md€, dont 35 Md€ sur les produits en unités de comptes, soit 23 % des placements), et les achats nets de titres (actions cotées et non cotées, obligations et OPC) ont fortement accéléré après une baisse en 2021 (+ 35 Md€ après + 17 Md€ en 2021, soit 22 % des placements). Cette évolution des placements des ménages a reflété la recherche d'un meilleur rendement dans un contexte de forte inflation pesant sur le rendement net de l'épargne.

⁸ Le focus du Conseil d'analyse économique (CAE) n°088-2022 de juillet 2022 met en évidence que depuis juin 2021 et jusqu'en juin 2022 au moins le montant d'épargne en euro des ménages les plus modestes était resté quasi-inchangé, ce qui implique qu'elle a été réduite en termes réels eu égard à la hausse de l'inflation. Ceci signifie que la crise inflationniste a forcé une partie des ménages à réduire leur épargne par rapport à la tendance d'avant crise et en termes réels.

⁹ Part de l'épargne non consacrée à l'investissement : pour les ménages, les dépenses d'investissement se composent principalement d'achats de logements neufs.

Graphique 9 – Taux d'épargne des ménages (%)

Source : Banque de France.
Note : taux lissé sur 4 trimestres

Graphique 10 – Flux nets de placements financiers sur un an (Md€)

Source : Banque de France.

Cette dynamique d'épargne s'est confirmée début 2023, avec un niveau d'épargne en baisse (+ 21,6 Md€ au T1 2023, contre + 22,5 Md€ en moyenne entre le T1 2012 et le T4 2019) mais restant relativement élevé et une orientation de l'épargne vers des supports jugés plus rentables par les ménages. Les produits d'épargne réglementée, dont le rendement nominal a augmenté sensiblement depuis janvier 2022, avec un taux du livret A passant de 0,5 % à 3 % en février 2023, ont notamment été fortement abondés par les ménages. La collecte nette des livrets réglementés a atteint 33 Md€ sur le premier trimestre 2023, dont 19 Md€ sur le livret A. Au contraire, les dépôts à vue ont fait l'objet d'une forte décollecte depuis mi-2022.

La production de crédit immobilier se normalise en réaction à la hausse des taux

La production de crédit immobilier a connu deux phases en 2022 : un début d'année très dynamique, suivi d'un fort ralentissement au second semestre (Graphique 11). Au total, la production de crédit immobilier hors renégociations a atteint 218 Md€ sur l'année¹⁰, en repli de seulement 3 % par rapport à 2021 qui avait été une année exceptionnelle. Les rachats et renégociations se sont élevés à 42,6 Md€ sur l'année, après 49,2 Md€ en 2021. La production de crédit a poursuivi sa normalisation début 2023 avant de se stabiliser à partir de mars 2023 sur des niveaux proches de 12,5 Md€ par mois (hors renégociations).

Après avoir atteint des niveaux historiquement bas en 2021, les taux d'intérêt immobiliers¹¹ sont fortement remontés dans le courant de l'année 2022. Les taux hors renégociations s'établissaient à 2,12 % en décembre 2022, contre un plus bas historique à 1,06 % en décembre 2021. Les taux y compris renégociations ont connu la même tendance, passant toutefois sous ceux des nouveaux crédits et atteignant 2,05 % en décembre 2022, en hausse de 95 points de base sur l'année. Cette hausse rapide s'est confirmée début 2023, les taux hors renégociations atteignant 2,92 % en avril 2023. Cette augmentation, qui répercute celle du coût de financement des banques et n'a pas encore permis aux

¹⁰ Crédits aux particuliers - Déc 2022 | Banque de France (banque-france.fr)

¹¹ Ibid.

établissements bancaires de retrouver des marges positives sur les crédits bancaires¹², devrait se poursuivre dans les prochains mois. À court terme, les risques d'une remontée des taux pour les ménages déjà endettés sont limités : la quasi-totalité des crédits immobiliers en France sont octroyés à taux fixes. Par ailleurs, le prix du crédit aux ménages reste peu élevé en comparaison européenne. En avril 2023, le taux effectif global (y compris frais et assurance) moyen des crédits nouveaux à l'habitat s'établissait ainsi à 3,19 % en France, contre 3,76 % en moyenne en zone euro.

La hausse des prix de l'immobilier dans l'ancien¹³ a ralenti en 2022 pour la première fois depuis 2015 : sur l'année, ils ont augmenté de 4,7 %, contre 7,0 % en 2021 (Graphique 12). Ce ralentissement s'est confirmé au premier trimestre 2023, avec une décélération des prix sur un an, à + 2,7 %, moins marquée toutefois pour les logements neufs¹⁴ (+ 5,4 % au T4 2022, + 5,3 % au T4 2022 et + 4,4 % au T1 2023). Dans la continuité de 2021, la croissance des prix dans l'ancien a été alimentée par la dynamique des prix en régions (+ 5,9 % en 2022), tandis que les prix ont diminué à Paris (- 0,7 %), et par celle des maisons, plus que celle des appartements (respectivement + 5,5 % et + 3,5 % sur l'année). Sur l'année 2022, cette hausse a été concentrée sur les trois premiers trimestres. À partir du 4^{ème} trimestre 2022, les prix ont en effet fortement ralenti et ce ralentissement s'est transformé en baisse des prix au niveau national au 1^{er} trimestre 2023 (- 0,2 % sur le trimestre, une première depuis le deuxième trimestre 2015). Ce ralentissement des prix a également été observé au niveau de la zone euro dans son ensemble depuis le milieu de l'année 2022, après une année 2021 dynamique¹⁵. En parallèle, les transactions dans l'ancien ont diminué de façon continue depuis avril 2022, après avoir atteint un plus haut historique à 1 206 000 transactions en août 2021. En avril 2023, elles s'établissaient à 1 048 000, en baisse de 11 % sur un an.

La production de crédit à la consommation¹⁶ a augmenté en 2022 : les encours ont progressé de 3,3 % sur l'année en France, après 2,4 % en 2021 où les effets de la pandémie de Covid-19 s'étaient encore fait ressentir sur la production. Comme pour les crédits à l'habitat, les taux ont fortement augmenté sur l'année tout en restant inférieurs en France à la moyenne européenne. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits amortissables s'est établi en France à 4,9 % en décembre 2022, contre 3,5 % en décembre 2021, et à 7,0 % en zone euro.

¹² D'après l'Analyses et synthèses n°151 : Le financement de l'habitat en 2022 de l'ACPR, les établissements bancaires rapportent des marges brutes négatives sur la production de nouveaux crédits à l'habitat depuis le T2 2022, et encore inférieures à - 1 % au T1 2023.

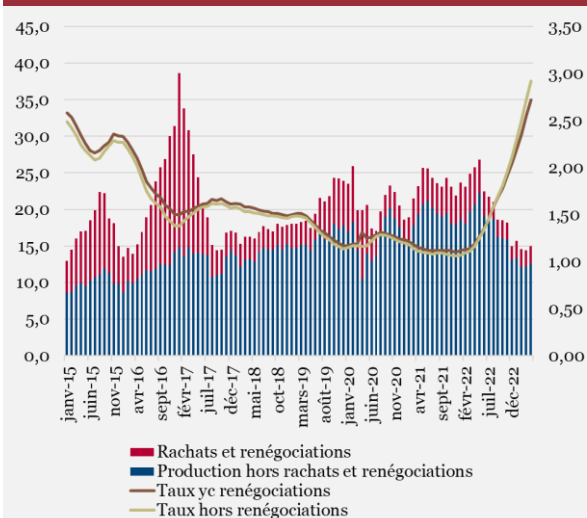
¹³ [INSEE, Informations rapides No 134, Indices Notaires-Insee des prix des logements anciens](#)

¹⁴ [Indice du prix des logements | Insee](#)

¹⁵ Cf. l'analyse de la Revue de la stabilité financière de la BCE de mai 2023 sur l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel en zone euro.

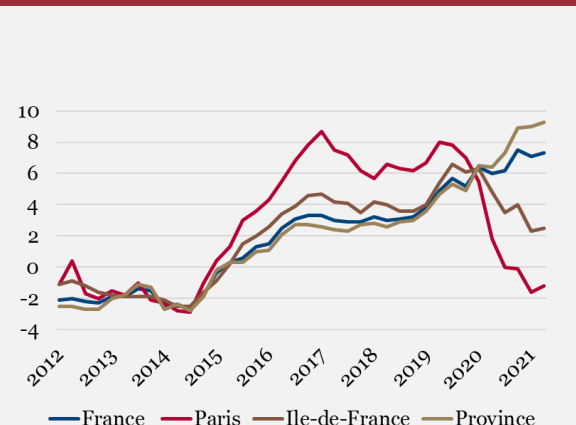
¹⁶ [Crédits aux particuliers - Déc 2022 | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

Graphique 11 – Production mensuelle de crédit immobilier (Md€) et taux (%)



Source : Banque de France.

Graphique 12 – Évolution des prix de l'immobilier (glissement annuel)



Source : Notaires-Insee.

C.2. Entreprises

Les entreprises confortent leur résilience financière malgré un endettement relativement élevé

En 2022, la situation économique et financière des entreprises s'est globalement maintenue malgré des tensions au deuxième semestre. Après avoir atteint un plus haut en 2021 (34,0 %) ¹⁷, le taux de marge, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée (VA), s'est stabilisé à 31,7 % en 2022, soit un niveau en ligne avec le niveau observé avant la crise sanitaire. Le taux d'investissement, qui rapporte la formation brute de capital fixe (FBCF) à la VA, a légèrement progressé (25,9 % en 2022 après 25,7 % en 2021 et 24,2 % en 2019 ¹⁸), en raison d'un effet de rattrapage dans le secteur automobile et du dynamisme des investissements en services des entreprises. Après avoir atteint un niveau historiquement bas en 2021, à environ 28 000 défaillances, les défaillances d'entreprises sont remontées au cours de l'année 2022 où environ 41 000 défaillances ont été enregistrées (contre environ 52 000 en 2019) ¹⁹. Cette normalisation s'est poursuivie en 2023 et les défaillances ont désormais retrouvé leurs niveaux de 2019.

Le financement bancaire des entreprises a été très dynamique en 2022 et les conditions d'accès au financement sont restées accommodantes. En 2022, les crédits bancaires aux sociétés non financières (SNF) ont fortement progressé, avec des flux de crédits nouveaux aux SNF de 373 Md€ ²⁰, contre 330 Md€ en 2019. Les flux mensuels nets de crédits bancaires ont également été en hausse sur l'année 2022, s'établissant à 7,6 Md€ en moyenne (contre 3,6 Md€ en 2021 et 2,7 Md€ par mois entre janvier 2010 et janvier 2020). Le flux net de dette brute des SNF en 2022 a quant à lui été de + 85 Md€, nettement plus élevé qu'en 2021 (+ 50 Md€) mais similaire à celui de l'année 2019 (+ 91,5 Md€) ; cette tendance a été entretenue exclusivement par la dette bancaire (+ 92 Md€), alors que le flux net annuel de titres de créance a été négatif (- 6,5 Md€). L'encours de crédit bancaire aux SNF a atteint 1 332 Md€

¹⁷ [Les comptes de la Nation en 2022 - Insee Première - 1950](#)

¹⁸ [Taux de marge, d'investissement et d'autofinancement des sociétés non financières | Insee](#)

¹⁹ [Défaillances d'entreprises | Insee](#)

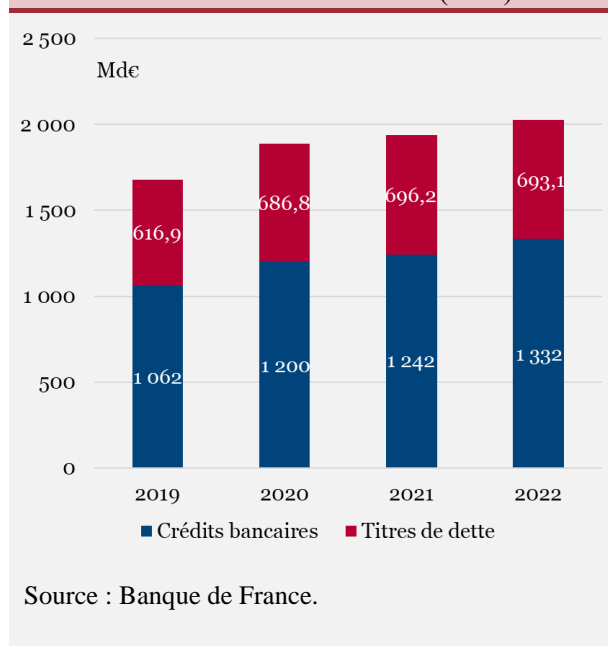
²⁰ Flux brut sur 12 mois : [Financement des entreprises - Déc 2022 | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

à fin 2022, et l'encours de titres obligataires 693 Md€ (Graphique 13). Cette forte dynamique du crédit bancaire a légèrement fait progresser la part de la dette bancaire dans la dette totale des SNF (67,7 % de la dette totale des SNF à fin 2022, contre 66,1 % à fin 2021²¹).

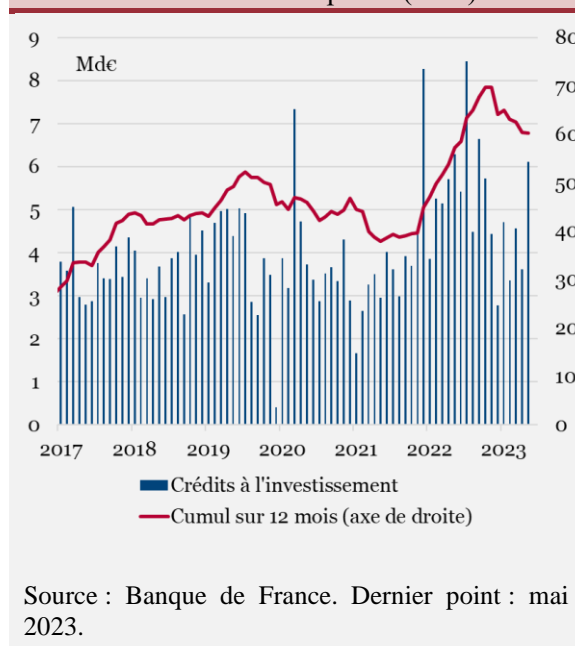
Cette évolution concerne aussi bien les crédits à l'investissement (Graphique 14) que les crédits de trésorerie, respectivement en croissance de 7,5 % et 7,4 % à fin 2022. Au sein des crédits à l'investissement, ce sont les crédits à l'équipement qui ont été très dynamiques (9,5 % en taux de croissance annuelle à fin 2022). Les crédits bancaires aux grandes entreprises ont significativement augmenté, avec un taux de croissance annuel de près de 14,9 % à fin 2022 (contre 7,3 % pour l'ensemble des SNF).

Le coût du financement des SNF a fortement crû au cours de l'année 2022, partant de niveaux très bas en 2021 (Graphique 15). Le taux d'intérêt annuel des crédits nouveaux se situait à 3,14 % fin 2022, contre 1,35 % fin 2021 (soit + 180 points de base). Le coût de financement sur le marché²² a progressé plus fortement que le taux des crédits bancaires et a atteint 4,33 % fin 2022, contre 0,89 % fin 2021, reflétant une transmission différenciée de la hausse des taux à l'économie réelle selon les canaux de financement.

Graphique 13 – Évolution de la dette financière des SNF entre fin 2019 et fin 2022 (Md€)



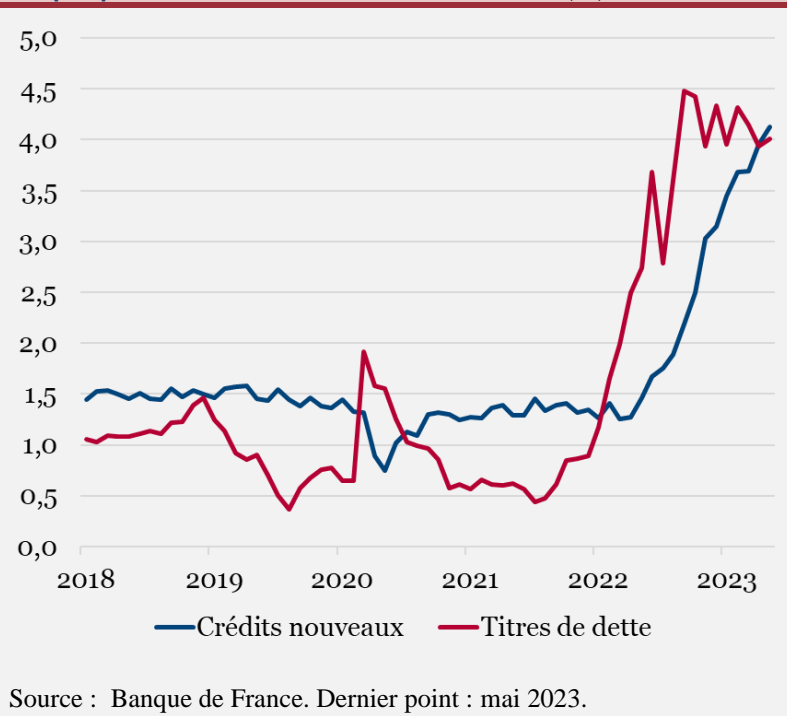
Graphique 14 – Flux de crédits à l'investissement des entreprises (Md€)



²¹ Webstat : CFT.Q.S.FR.W0.S11.S1.N.L.LE.F401.T._Z.XDC_R_DEBT._T.S.V.N._T

²² Émissions des titres de créances sur les marchés (obligations et titres de créances négociables), souscrits par les résidents et les non-résidents.

Graphique 15 – Coût de financement des SNF (%)



S'agissant des PME, la demande de crédit s'est normalisée en 2022. L'enquête de la Banque de France sur l'accès des entreprises au crédit²³ montre qu'en moyenne, 5,5 % des PME interrogées ont demandé un crédit de trésorerie sur l'année 2022, soit un niveau toujours inférieur à celui de 2019 (6,5 %), mais une proportion supérieure aux plus bas historiques sur les deux derniers trimestres de l'année 2021 (Graphique 16). Les conditions sont restées favorables, la part de PME obtenant le crédit de trésorerie demandé²⁴ s'est établie en moyenne à 84 % en 2022 (contre 87 % en 2021 et 89 % en 2019). La demande de crédit d'investissement s'est inscrite en hausse en 2022, après la forte baisse de 2020. Avec 20 % des PME interrogées ayant demandé un crédit à l'investissement (+ 3 points par rapport à 2021), elle reste toutefois inférieure à son niveau pré-crise. Au niveau européen, l'enquête SAFE²⁵ de la BCE et de la Commission indique que la demande de nouveaux crédits par les PME s'est redressée sur la période octobre 2022 – mars 2023, se rapprochant des niveaux pré-crise, tandis que les taux d'obtention des crédits demandés sont revenus à des niveaux comparables au niveau pré-crise. L'enquête BLS²⁶ montre en revanche une forte baisse de la demande de crédit de la part des entreprises au deuxième trimestre 2023.

Par ailleurs, alors que le flux d'endettement financier brut des SNF a augmenté de 85 Md€ en 2022, la trésorerie n'a que faiblement progressé (+ 5 Md€), conduisant à une hausse de l'endettement net de 80 Md€ sur l'année (Graphique 17). Cette hausse a été largement supérieure à celles enregistrées en 2020 (+ 15 Md€) et 2021 (+ 25 Md€), qui avaient été contenues grâce à l'augmentation parallèle de la trésorerie, mais également plus élevée que celle de 2019 (+ 52 Md€). Toutefois, le niveau de trésorerie des SNF, qui avait fortement augmenté en 2020 et 2021, est resté à un niveau élevé, le stock de liquidités accumulées durant la crise de la Covid-19 n'ayant pas été intégralement consommé par les SNF.

²³ Accès des entreprises au crédit | Banque de France (banque-france.fr)

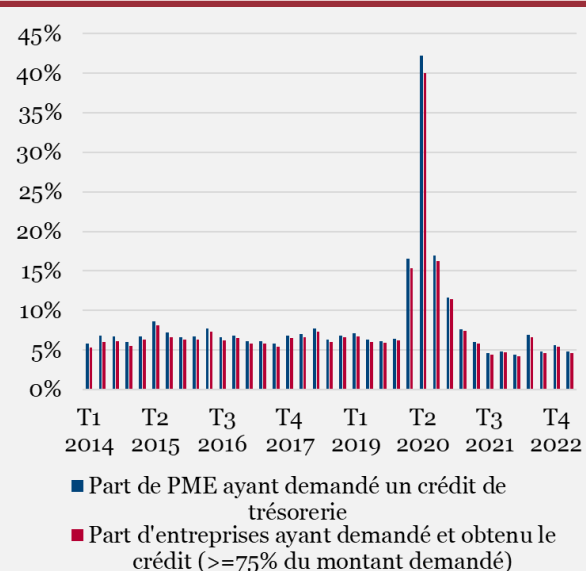
²⁴ Montant obtenu d'au moins 75 % de la demande initiale.

²⁵ Survey on the access to finance of enterprises: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

²⁶ Bank lending survey : https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html

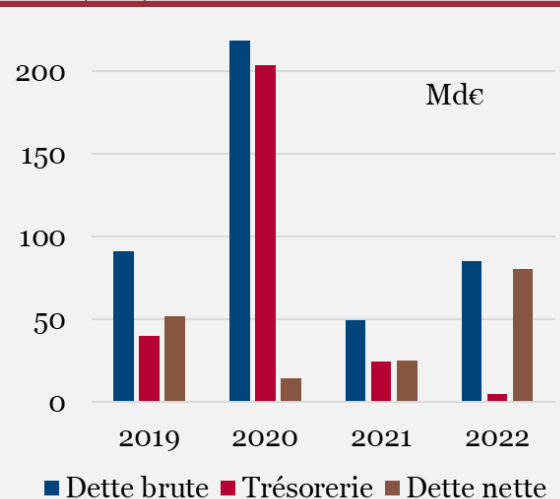
L'encours des dépôts bancaires des SNF est ainsi passé de 689 Md€ fin 2019 à 913 Md€ fin 2022, tandis que la trésorerie totale des SNF est passée de 817 Md€ au T4 2019 à 1 077 Md€ au T4 2022, représentant un peu plus de 50 % de la dette totale des SNF.

Graphique 16 – Demande et accès des PME au crédit de trésorerie (%)



Source : Banque de France. Dernier point : T1 2023.
 Note de lecture : au T1 2023, 4,8 % des PME interrogées avaient indiqué avoir demandé un crédit de trésorerie et 95,6 % d'entre elles ont obtenu plus de 75 % du montant demandé.

Graphique 17 – Flux annuels de dette et trésorerie des entreprises sur la période 2019-2022 (Md€)

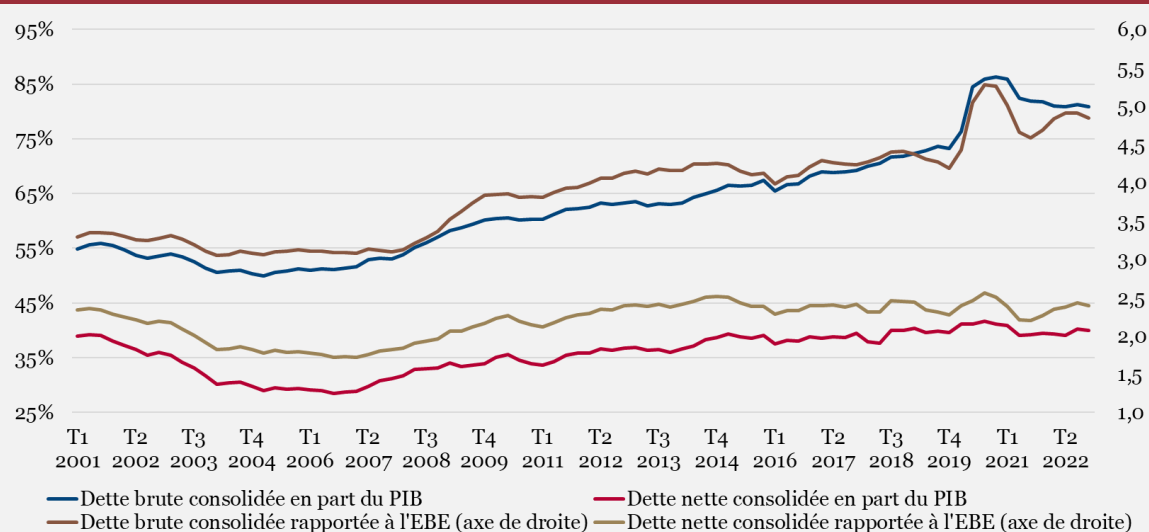


Source : Banque de France.

Pour autant, rapportée au produit intérieur brut (PIB) ou aux résultats des entreprises²⁷, la dynamique de la dette brute des SNF apparaît davantage contenue par rapport au niveau pré-crise. À fin 2022, l'encours de dette brute consolidée des SNF représentait ainsi 4,8 fois le résultat annuel des entreprises, contre 4,2 fin 2019, tandis que la dette brute consolidée des SNF représentait 80,8 % du PIB à fin 2022, contre 73 % à fin 2019. La dette nette consolidée, rapportée au PIB ou mesurée en années de résultats des entreprises, est quant à elle restée stable en 2022, et demeure comparable à sa moyenne sur la période 2010-2021 (Graphique 18).

²⁷ Mesurés par l'excédent brut d'exploitation (EBE).

Graphique 18 – Évolution des ratios de dette consolidée des SNF, brute et nette, rapportée au PIB (%) et aux résultats des SNF



Sources : Banque de France, Insee comptes trimestriels. Dernier point : T4 2022.

Note de lecture : au T4 2022, la dette brute consolidée des SNF était égale à 80,8 % du PIB, et pesait 4,8 fois l'excédent brut d'exploitation (EBE) des SNF.

Note : la dette nette consolidée des SNF est obtenue en retranchant à la dette brute consolidée la somme des encours de monnaie et dépôts, des encours de titres de créance à court terme et des encours d'OPC monétaires des SNF.

D. Acteurs financiers

D.1. Banques

Le produit net bancaire des banques françaises progresse mais le rendement de leurs actifs baisse

En 2022, hors éléments exceptionnels, les banques françaises ont affiché des résultats élevés, comparables à 2021. Sur l'ensemble de l'année, le produit net bancaire (PNB) des six principaux groupes bancaires français a ainsi progressé de 5,3 %, à 168 Md€²⁸. Ces bons résultats ont été tirés par les activités de marché, d'assurance, de services (*leasing* automobile notamment) et par la banque de détail dans d'autres pays, où la marge nette d'intérêts progresse plus vite qu'en France grâce à une plus forte proportion de crédits à taux variable ou révisable.

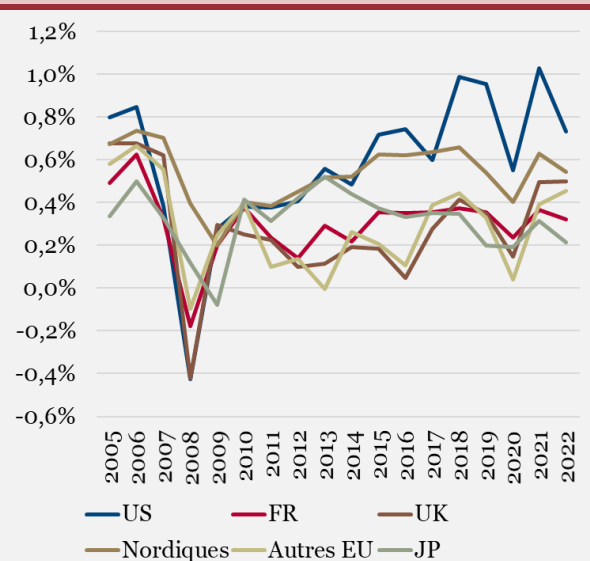
Au total, la marge nette d'intérêt des banques françaises a ainsi progressé de 7,2 % en 2022, contre un minimum de 15,7 % pour les autres banques européennes. La performance relativement plus faible pour les banques françaises s'explique par une transmission plus rapide de la hausse des taux d'intérêt au coût des passifs qu'au rendement des actifs. Après une croissance de 4 % en 2021, le bilan prudentiel (c.à.d. hors assurance) a augmenté de 2,8 % en 2022, porté par la croissance des opérations avec la clientèle non financière : à l'actif, les crédits aux sociétés non financières et aux ménages ont respectivement augmenté de 9,5 % et 3,3 % ; au passif, les dépôts ont augmenté de 4,4 % (SNF) et 4,8 %

²⁸ Voir en particulier « La situation des grands groupes bancaires français à fin 2022 », *Analyses et synthèses* n°147, ACPR, juin 2023

(ménages). La forte volatilité des taux d'intérêt et des marchés financiers (cours de change, matières premières) a également soutenu les activités de marché et l'augmentation des justes valeurs des instruments financiers. À l'inverse, la normalisation progressive de la politique monétaire et la réduction de la liquidité excédentaire ont entraîné une baisse prononcée des dépôts auprès des banques centrales (- 28 %), sous l'effet en particulier des remboursements anticipés de opérations de refinancement à long terme de la Banque centrale européenne (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO) en fin d'année. On observe au global une stabilité des dépôts, mais un renchérissement de leur coût en raison de la migration des dépôts à vue vers des catégories de dépôts mieux rémunérées : épargne réglementée pour les ménages, dépôts à terme pour les entreprises. Il est par ailleurs à noter que la migration d'encours de dépôts à vue vers les dépôts à terme²⁹ permet, toutes choses égales par ailleurs, une amélioration du ratio de liquidité à court terme (LCR).

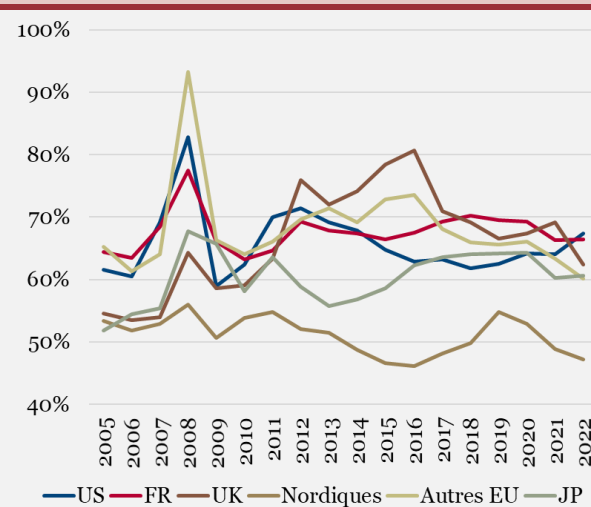
Le résultat net des six principaux groupes bancaires français a diminué en 2022 (-11%, à 31,9 Md€) sous l'effet de l'enregistrement d'éléments exceptionnels liés à des cessions ou à la dépréciation d'une filiale étrangère par un groupe bancaire : hors éléments exceptionnels, le résultat net global aurait augmenté de 2,6 % par rapport à 2021, témoignant ainsi du niveau élevé des bénéfices sous-jacents. Pour autant, la rentabilité des banques françaises, qu'elle soit mesurée par le rendement des actifs (Graphique 19) ou des capitaux propres, s'est réduite sous l'effet principalement des charges d'exploitation (Graphique 20) et d'une faible contribution de la marge nette d'intérêt.

Graphique 19 – Rentabilité des actifs des principales banques françaises, européennes et américaines (%)



Source : Communications financières, calculs ACPR.
La rentabilité des actifs (*return on assets* – RoA – en anglais) est calculée comme le rapport entre le résultat net d'un exercice et le total du bilan du même exercice.

Graphique 20 – Coefficient d'exploitation des principales banques françaises, européennes et américaines (%)



Source : Communications financières, calculs ACPR.

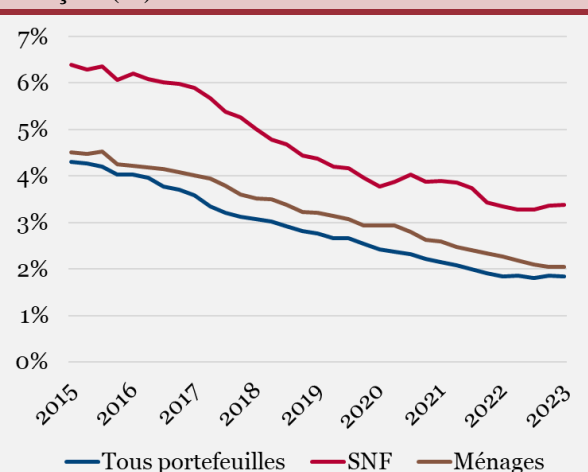
²⁹ Les dépôts à terme bénéficient en effet, pour le calcul du LCR, d'une meilleure pondération dans le calcul des sorties de trésorerie.

La qualité de l'actif se stabilise, mais certains indicateurs avancés incitent à la vigilance

Le taux de prêts non performants (NPL) s'est inscrit en légère baisse en 2022, atteignant 1,85 % fin 2022 après 1,91 % fin 2021. Cette baisse a surtout concerné les expositions aux ménages, dont le taux de prêts non performants a diminué de 2,33 % à 2,05 %. Le taux de prêts non performants aux SNF s'est stabilisé à 3,36 % après 3,43 % (Graphique 21), en raison principalement d'un effet de base lié à l'augmentation des encours totaux au regard de la progression limitée des encours non performants. Les risques de défaut ont par ailleurs été contenus par la proportion importante de taux d'intérêt fixes, qui protège les emprunteurs contre la hausse des taux (voir chapitre thématique). Le taux de couverture des NPL a baissé de nouveau en 2022, à 47,4 % contre 50,2 % fin 2021.

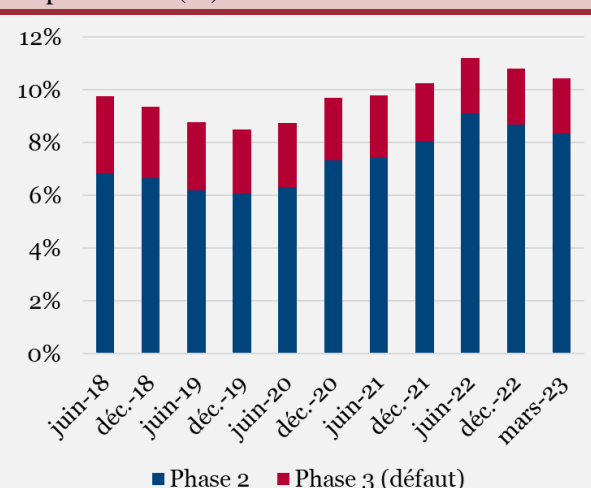
D'autres indicateurs suggèrent cependant que la qualité de l'actif pourrait se dégrader après plusieurs années d'amélioration continue de la qualité des portefeuilles. La part des créances ayant enregistré une hausse significative du risque de crédit, c'est-à-dire en étape 2 selon la norme IFRS9, a en effet de nouveau progressé en 2022 pour s'établir à 8,7 % fin 2022 contre 8 % fin 2021 (Graphique 22). La part des expositions aux ménages en étape 2 augmente à 9,2 % contre 7,1 % fin 2021.

Graphique 21 – Évolution du taux de prêts non performants des six grands groupes bancaires français (%)



Source : ACPR. Outre les SNF et les ménages, l'ensemble « Toutes contreparties » inclut les administrations publiques, banques centrales et la clientèle financière.

Graphique 22 – Ventilation des actifs des six grands groupes bancaires français en fonction des étapes IFRS9 (%)



Source : ACPR.

Les banques françaises bénéficient toujours d'une position prudentielle solide

Les six principaux groupes bancaires français ont continué de bénéficier d'une position de capital solide : leur ratio de solvabilité *common equity tier 1* (CET1) s'est ainsi établi à 14,9 % à fin 2022 (Graphique 23), malgré une légère diminution sur l'année (- 73 pbp) sous le double effet d'une baisse des fonds propres CET1 (- 2,4 %) et d'une augmentation des actifs pondérés des risques (*risk weighted assets* – RWA ; + 2,4 %). La baisse des fonds propres CET1 a été due principalement aux effets de la hausse des taux sur les portefeuilles de leurs filiales d'assurances et donc sur la valorisation en IFRS9 de leurs participations dans ces filiales.

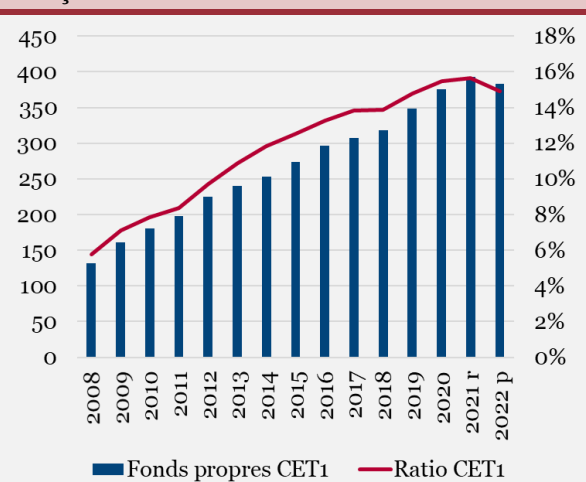
À la fin de l'année 2022, les banques françaises disposaient ainsi de marges substantielles par rapport à leurs exigences réglementaires, de plus de 500 points de base au-dessus du seuil de montant maximal

distribuable³⁰. Leurs marges en capital resteraient ainsi toujours confortables, y compris après prise en compte des augmentations du taux de réserve de protection du crédit (coussin de capital contra-cyclique ou *countercyclical capital buffer* – CCyB), qui s'établira à 1,0 % à compter du 2 janvier 2024 : l'ACPR estime que cette distance baisserait à moins de 460 points de base par rapport à ce même seuil en 2023, en raison principalement de la hausse du taux de la réserve de protection de crédit (CCyB) à 0,5 % le 7 avril 2023³¹. Les banques françaises ont par ailleurs continué de renforcer leurs fonds propres totaux par la mise en réserve de résultats et à l'aide d'émissions importantes d'instruments *Additional Tier 1* (6,5 Md€ en 2022). Leur ratio de levier a légèrement diminué en 2022, à 5,0 % (après 5,4 % fin 2021 et 5,6 % fin 2020).

Les banques françaises ont largement respecté leurs contraintes prudentielles de liquidité. Leur ratio de couverture de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR) moyen atteignait ainsi 146 % en 2022 (Graphique 24), très au-dessus de l'exigence minimale de 100 % mais en légère baisse par rapport à fin 2021 (+7 points), reflétant le remboursement anticipé de certaines opérations de refinancement de long terme de l'Eurosystème et la plus forte volatilité de marché associée à une hausse des sorties de trésorerie sur leurs opérations d'instruments dérivés. Le ratio de financement stable à horizon un an (*Net stable funding ratio* – NSFR) a également diminué de 6 points, à 115 %, sous l'effet du raccourcissement de la maturité résiduelle des opérations TLTRO III.

La rapidité du *run* sur les dépôts des banques régionales américaines ou de Credit Suisse a souligné l'importance d'un suivi approprié du risque de liquidité et notamment des hypothèses de vitesse de fuite des dépôts. La stabilité de ces derniers et la diversification des passifs bancaires constituent à cet égard des facteurs de résilience importants pour le secteur bancaire européen et notamment français.

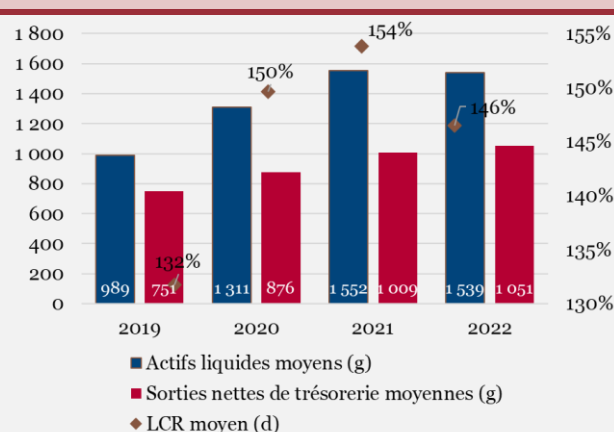
Graphique 23 – Niveau (en Md€) et ratio de fonds propres CET1 (%) des principales banques françaises



Source : ACPR.

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

Graphique 24 – Évolution du LCR moyen des banques françaises (LCR en %, montants en Md€)



Source : ACPR.

³⁰ Le seuil de montant maximal distribuable correspond aux exigences minimales de fonds propres (Pilier I et Pilier II) auxquelles s'ajoutent les coussins de fonds propres.

³¹ En considérant toutefois les niveaux de fonds propres et de RWA figés à fin 2022.

D.2 Assurances

Dans un contexte de hausse combinée des taux et de l'inflation, la collecte nette en assurance-vie est en retrait, tandis que le secteur non-vie résiste malgré la hausse de la sinistralité de certains segments³²

Sur le segment vie (hors épargne retraite), la collecte nette est restée positive en 2022 (8,4 Md€) mais en repli par rapport à l'année précédente (18,3 Md€) du fait d'une baisse des primes (124,6 Md€ contre 129,3 Md€), et d'une augmentation des montants de prestations sur tous les supports (116,2 Md€ contre 111 Md€ en 2021) dans un contexte où la constitution d'épargne des Français a décéléré après les flux très élevés de la période Covid. La décollecte nette sur les supports en euros s'est accélérée pour atteindre 29,8 Md€ sur l'année (contre 12,3 Md€ en 2021), reflétant en particulier une baisse de la collecte brute (70,3 Md€ contre 72,5 Md€ en 2021), une augmentation des montants rachetés (57,5 Md€ contre 52,5 Md€), une légère hausse des montants de sinistres (38,2 Md€ contre 37,8 Md€ en 2021) et 4,4 Md€ d'arbitrages nets en faveur des supports en unités de compte (UC). Le changement structurel de dynamique de la collecte nette depuis le T3 2019, porté par la réallocation des supports euros vers les supports en UC, s'est confirmé en 2022 : la collecte brute en UC a ainsi progressé de 35,6 Md€ en 2019 à 54,3 Md€ en 2022, représentant dès lors 44 % des primes des supports rachetables (contre 29 % en 2019). Néanmoins, la collecte nette mensuelle a ralenti après avoir atteint un point haut début 2022, pour s'établir à 38,2 Md€ en cumulé sur 12 mois (Graphique 25).

Le taux de rachat a atteint en 2022 4,6 % sur tous les supports rachetables et 4,9 % sur les supports en euros (Graphique 26). Plusieurs facteurs ont pu expliquer la hausse du taux de rachat conjoncturel : i) un contexte géopolitique incertain, incitant les porteurs à détenir des liquidités (comme en mars 2020) ; ii) la hausse de l'inflation, qui a grevé le rendement réel des fonds euros et pu aussi inciter les ménages à racheter leurs contrats ; iii) un écart de rendement historique avec les taux servis sur l'épargne réglementée et autres comptes à terme rémunérés, qui ont augmenté plus rapidement que le taux de revalorisation des contrats d'assurance-vie du fait de la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation; iv) une réallocation de l'épargne d'assurance-vie vers le PER (mesures incitatives de la loi PACTE).

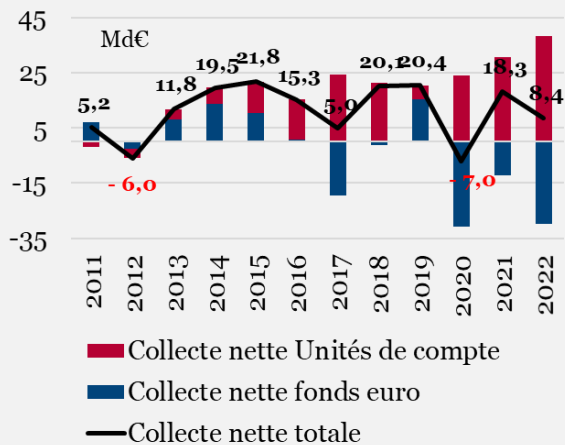
Sur le segment non-vie, les primes ont augmenté de 5,5 % entre 2021 et 2022 tandis que les sinistres ont connu une forte progression de 13,6 % entre 2021 et 2022, portés principalement par les lignes assurance automobile et incendies, et dommages aux biens. Le contexte inflationniste a accru le coût de prise en charge des sinistres automobiles, tandis que les catastrophes naturelles (sécheresses, chutes de grêle) ont pesé sur les sinistres incendies et dommages aux biens. Le ratio combiné net³³ non-vie hors santé³⁴ s'est ainsi établi au-dessus de 100 % (103,7 % en 2022, contre 97 % en 2021), tandis que le ratio combiné de la santé vie et non-vie a baissé de 100,8 % à 98,3 % (Graphique 27).

³² Source : ACPR, rapports sur la situation des assureurs soumis à Solvabilité II en France fin 2022 et sur le marché de l'assurance-vie en 2022

³³ 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).

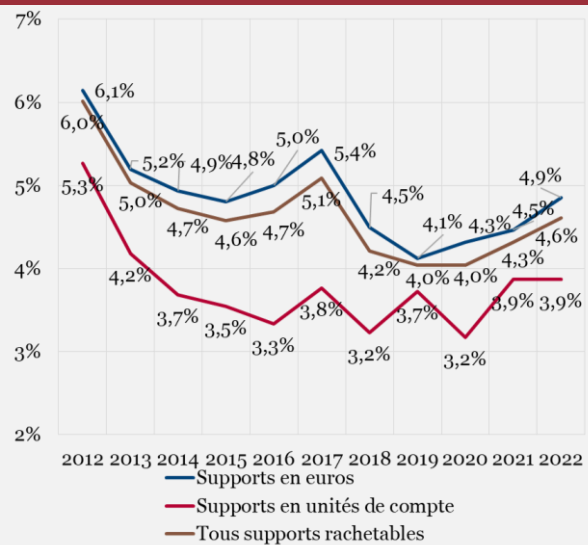
³⁴ Assurance auto, incendie et dommages aux biens, responsabilité civile générale

Graphique 25 – Collecte nette annuelle par type de support rachetable depuis 2011 (Md€)



Source : ACPR, Note : UC : unité de compte.

Graphique 26 – Taux de rachats des contrats d'assurance-vie par support (%)



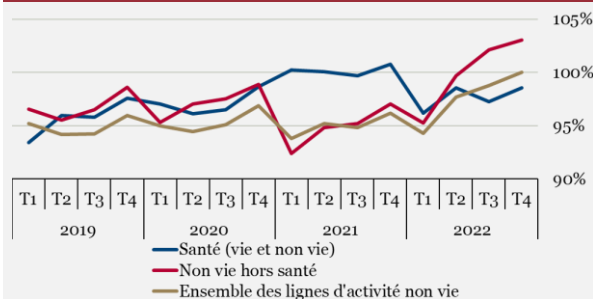
Source : ACPR. Note : les rachats sont rapportés aux provisions de l'année n-1.

L'actif des assureurs a enregistré une baisse notable de valeur du fait de la hausse des taux³⁵

À fin décembre 2022, l'encours de placements financiers des assureurs s'établissait à 2 369 Md€, en forte baisse de 438 Md€ sur l'année. La diminution a d'abord résulté d'une importante baisse de la valeur des actifs (- 328 Md€ sur 2022), venant principalement des titres de créance en lien avec la remontée des taux longs (- 235 Md€), mais aussi d'importants flux nets annuels négatifs (- 109 Md€ sur 2022).

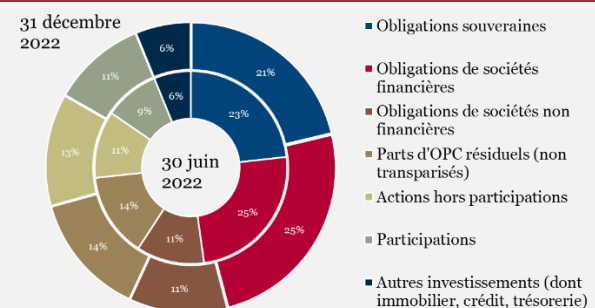
L'allocation d'actifs a par ailleurs évolué entre le T2 et le T4 2022, du fait d'une baisse plus importante des obligations que des actions et des fonds. Après mise en transparence, les obligations souveraines représentaient fin 2022 21 % des placements, les obligations du secteur financier 25 % et les actions 11 % (contre respectivement 23 %, 25 % et 11 % – Graphique 28).

Graphique 27 – Ratio combiné en assurance non-vie (%)



Source : ACPR.

Graphique 28 – Structure de placements des assureurs fin T2 et fin T4 2022 (%)



Source : ACPR.

Champ : après mise en transparence des OPC.

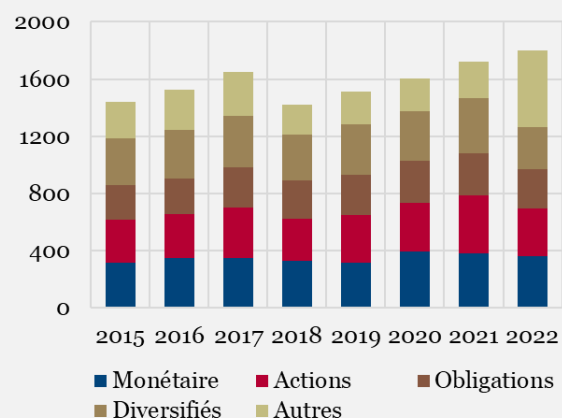
³⁵ Source : Banque de France, Statistiques sur les placements financiers des assureurs au T4 2022 et ACPR (op.cit.).

D.3. Gestion d'actifs

Les encours des fonds français ont mieux résisté que leurs pairs européens, dans un contexte de baisse des marchés boursiers et de hausse des taux d'intérêt

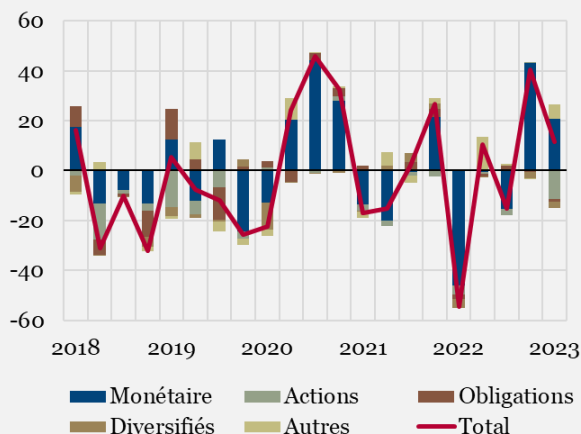
Au T4 2022, les encours des fonds d'investissement de droit français s'établissaient à 1797 Md€ d'actifs (contre 1 860 Md€ à fin 2021, soit une baisse de 3,4 %, Graphique 29). Si l'année 2021 a été caractérisée par des disparités importantes en termes d'effet de flux et de valorisation sur les encours des différents types de fonds, en 2022 c'est surtout à des effets négatifs de valorisation que la baisse des encours des différentes catégories d'OPC non monétaires doit être imputée (- 123 Md€, soit 1438 Md€ d'encours). Pour les OPC monétaires en revanche, la variation d'encours a été due aux flux sortants (- 19 Md€ de cessions nettes, pour un encours de 360 Md€ fin 2022). Les fonds français ont cependant mieux résisté que ceux des autres pays européens (avec une contraction de l'encours de 13 % en moyenne). Selon l'*European Fund and Asset Management Association (EFAMA)*, les fonds ouverts domiciliés en France représentaient fin 2022 12 % du total des actifs gérés dans la zone euro, en quatrième position derrière le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne³⁶.

Graphique 29 – Encours de fonds domiciliés en France (Md€)



Sources : Banque de France, BCE.

Graphique 30 – Flux de souscription nets trimestriels des OPC domiciliés en France (Md€)



Source : Banque de France.

Les fonds monétaires (*money market funds – MMF*) ont enregistré 19 Md€ de rachats cumulés en 2022, après -13 Md€ en 2021. Les rachats se sont concentrés sur les trois premiers trimestres de l'année (-62 Md€, Graphique 30) et la tendance s'est inversée au quatrième trimestre (43 Md€ de souscriptions nettes). La part des OPC monétaires français dans la gestion d'actifs française est restée stable à 20 % en 2022. La hausse des taux enregistrée à partir de juillet 2022 a eu pour conséquence l'augmentation du rendement des titres de dette nouvellement émis et la hausse de la rentabilité des fonds monétaires, qui ont affiché une performance annuelle positive pour la première fois depuis 2016 (0,03 % en 2022). La dynamique de souscription début 2023 s'est inscrite en continuité de celle du T4 2022 : les *MMF* français ont continué de bénéficier de souscriptions nettes pour environ 22 Md€ au T1 2023. Contrairement aux *MMF* irlandais et luxembourgeois libellés en dollars, les *MMF* français (essentiellement libellés en euros) n'ont pas été affectés par l'épisode de stress sur les banques régionales américaines de 2023.

³⁶ Cartographie des marchés et des risques 2022, AMF.

Les encours des fonds actions français ont enregistré une baisse de 70 Md€ (- 17% par rapport à 2021) pour s'établir à 336 Md€, représentant ainsi dorénavant 19 % des actifs sous gestion française. Alors que les flux de placements nets ont été négatifs sur l'année (- 7 Md€), les marchés actions ont enregistré une très forte baisse (- 10 % pour le CAC 40, après + 21 % en 2021) qui s'est répercutée dans la performance annuelle moyenne fortement négative des fonds actions (- 15 %).

Les fonds diversifiés (exposés à plusieurs classes d'actifs) accusent la plus forte baisse d'encours (86 Md€ sur l'année, - 23 %) pour atteindre 297 Md€ (17 % de la gestion d'actifs française), avec un effet de décollecte plus modéré que les autres types de fonds (- 6,5 Md€). Toutefois, près de la moitié de cette baisse (42 Md€) est imputable à des reclassifications associées aux évolutions de la collecte OPC de la Banque de France. La performance annuelle moyenne sur l'année est de - 10,6 %.

L'encours des fonds obligataires a baissé de 25 Md€ sur l'année (soit - 9 %), s'élevant à 271,5 Md€ fin 2022 (soit 15 % des fonds français). Cette baisse a là encore été davantage liée à des effets de valorisation qu'à des effets de flux (décollecte annuelle contenue de - 1,5 Md€). La performance annuelle a elle aussi été négative, en moyenne de - 7,7 %.

Enfin, l'actif net des « fonds autres » (à savoir les fonds d'épargne salariale, les fonds immobiliers, les fonds de capital investissement, les fonds à formule et les *hedge funds*) a augmenté du fait de l'évolution du périmètre de collecte³⁷, et sous l'effet de flux de souscriptions nettes (15 Md€) : il s'établissait ainsi à 533 Md€, soit 30 % de la gestion d'actifs française. Contrairement aux autres types de fonds (actions, obligations, mixtes), les effets de valorisation ont été limités.

Au T1 2023, les facteurs d'évolution des encours des OPC non monétaires ont semblé s'être inversés : les cessions nettes ont augmenté sur les fonds actions (- 11 Md€), les fonds obligataires (- 1 Md€) et les fonds diversifiés (- 2,5 Md€), avec un effet net des flux sur les OPC non monétaires de - 9 Md€. Cet effet de flux a été compensé par un effet de valorisation positif, particulièrement sur les fonds actions (les encours totaux des OPC non monétaires s'établissant ainsi à 1461 Md€). S'agissant des OPC monétaires, le mouvement d'achats nets débuté au T4 2022 s'est quant à lui confirmé au T1 2023, avec des flux nets acheteurs de 20 Md€, les encours s'établissant à 380 Md€.

³⁷ L'intégration des fonds professionnels spécialisés et fonds à risque au nouveau cadre de collecte de la Banque de France explique la réévaluation substantielle des encours observée en 2022. Selon la Banque de France, cet élargissement du périmètre de collecte compte pour 111 des 123 Md€ d'euros que représentent les « autres changements de volume ».

Ch.2 Action du HCSF au cours de l'année écoulée

Le Haut Conseil de stabilité financière s'est réuni à quatre reprises depuis la publication du précédent rapport annuel en septembre 2022. Conformément à son mandat, il a surveillé et analysé les risques et les vulnérabilités potentielles susceptibles d'affecter le secteur financier français.

Outre les éléments mentionnés dans la suite de ce chapitre, le HCSF a poursuivi son suivi attentif des risques climatiques et cyber, qui constituent des enjeux structurels de vigilance et d'attention. Par ailleurs, le programme de travail du HCSF comprend des travaux de long terme portant sur l'examen des risques financiers liés au nouvel environnement de taux, sur la surveillance des vulnérabilités sectorielles, sur l'analyse des risques systémiques ou encore sur le renforcement de la stratégie et de la communication du HCSF. Pour ce faire, le Haut Conseil s'appuie sur les services de la Banque de France et de la DG Trésor, ainsi que de l'Autorité des marchés financiers et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, de même que sur différentes contributions académiques.

A. Le Haut Conseil a mené une politique de hausse graduelle de la réserve de protection du crédit

Le Haut Conseil a relevé graduellement le taux de la réserve de protection du crédit à 1 %

Au cours de l'année 2022, dans un contexte macroéconomique marqué par une forte incertitude, le HCSF a relevé de façon graduelle, et en communiquant ses intentions en amont des décisions, le taux de la réserve de protection du crédit, aussi appelée coussin de fonds propres contracyclique³⁸. Conformément au cadre analytique présenté dans le rapport annuel du HCSF de 2022, cette réserve est constituée de façon préventive et a vocation à pouvoir être relâchée sans délai par le HCSF afin que les établissements de crédit puissent en disposer en situation de crise pour maintenir l'offre de crédit bancaire à l'économie réelle.

La période de sortie de crise sanitaire a créé un contexte macroéconomique favorable à la reconstitution par le HCSF de cette réserve qui s'applique au système bancaire français. Lors de sa première séance de l'année, en mars 2022, le HCSF a décidé de relever le taux à son niveau d'avant crise, en le portant de 0 % à 0,5 %³⁹. Conformément à la réglementation en vigueur⁴⁰, la décision, publiée au Journal Officiel de la République Française le 7 avril 2022, est devenue contraignante pour les établissements de crédit le 7 avril 2023. Ces derniers ont donc disposé d'un an pour constituer cette réserve de protection du crédit.

Dans sa communication à l'issue de la séance de juin 2022, le Haut Conseil a appelé les établissements à maintenir un niveau suffisant de capital, afin de préserver leur capacité de financement de l'économie dans toutes les phases du cycle économique. Face à la persistance des vulnérabilités et au niveau élevé des risques à moyen terme, le HCSF a jugé nécessaire lors de sa séance de septembre 2022 de conforter

³⁸ Articles 135 à 139 de la Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE, dite CRD.

³⁹ [Décision n°D-HCSF-2022-1](#) du 7 avril 2022 relative au taux du coussin de fonds propres contra-cyclique.

⁴⁰ Article 136(5) CRD.

la situation de solvabilité du système bancaire français en relevant le taux de la réserve de protection du crédit de 0,5 % à 1 %. Cependant, en raison de la forte incertitude macroéconomique et du risque de retournement du cycle financier, le HCSF a décidé de procéder en deux étapes. Tout d'abord, le Haut Conseil a indiqué en septembre qu'un relèvement serait décidé lors de sa séance de décembre, sauf si la capacité du système bancaire à répondre aux besoins de financement de l'économie s'infléchissait de façon marquée et non anticipée. Ensuite, le HCSF a adopté formellement une décision de relèvement du taux de la réserve de protection du crédit de 0,5 % à 1 % en décembre 2022⁴¹, avec une entrée en vigueur le 2 janvier 2024. Il a également annoncé qu'il n'envisageait pas de hausse supplémentaire au cours de l'année 2023. Cette hausse opérée en deux temps, avec une communication en amont, a permis de mieux guider les anticipations et les comportements des acteurs financiers dans un contexte d'incertitudes, et a contribué à la préservation de la stabilité financière.

Le HCSF a également suivi les taux de réserve de protection du crédit des pays tiers considérés comme « importants » pour la France

Le cadre juridique de l'Union européenne⁴² prévoit que des réserves de protection du crédit puissent être fixées pour les expositions à des pays tiers considérés comme importants. Les expositions des secteurs bancaires nationaux des États membres à des pays tiers, c'est-à-dire non membres de l'Espace économique européen, peuvent en effet engendrer des pertes. Ces pertes peuvent être significatives si un pays tiers envers lequel le secteur bancaire national d'un État membre a une exposition importante enregistre un fort ralentissement économique succédant à une période de croissance excessive du crédit.

Afin de renforcer la stabilité financière de l'Union, les pays tiers importants doivent donc être identifiés chaque année par le HCSF, qui doit en notifier le Comité européen du risque systémique (CERS). En 2023, sur l'exercice 2022, les pays identifiés par le HCSF sont les suivants : les États-Unis, le Royaume-Uni, la Suisse et le Maroc. Les trois premiers pays sont aussi des pays identifiés par le CERS comme importants au niveau de l'Union européenne.

L'identification des pays tiers importants est complétée par un suivi des risques résultant d'une croissance excessive du crédit dans ces pays⁴³, qui peut donner lieu à la fixation d'un taux de coussin contra-cyclique pour les expositions associées⁴⁴. Les analyses menées par le HCSF pour la France l'ont conduit à juger les risques faibles et à décider de ne pas activer de coussin contra-cyclique dédié pour ces expositions⁴⁵. À l'issue de son analyse concernant les pays tiers matériels pour l'Union européenne, le CERS, qui assure la coordination des actions macroprudentielles en Europe, n'a pas recommandé la fixation de taux de coussin contra-cyclique pour les pays tiers.

⁴¹ [Décision n°D-HCSF-2022-6](#) du 27 décembre 2022 relative au taux du coussin de fonds propres contra-cyclique.

⁴² Articles 138 et 139 CRD

⁴³ Recommandation du Comité européen du risque systémique du 11 décembre 2015 sur la reconnaissance et la fixation des taux de coussin contra-cyclique applicables aux expositions à des pays tiers (CERS/2015/1), recommandation B2.

⁴⁴ En effet, l'art. 139 de CRD dispose que les autorités désignées peuvent adopter un taux de CCyB applicable aux établissements domestiques sur les expositions aux pays tiers dès lors qu'aucun taux n'a été fixé ou que le taux fixé par l'autorité du pays tiers est jugé insuffisant.

⁴⁵ Le suivi des risques est réalisé par le CERS quand les pays sont identifiés comme importants au niveau de l'Union européenne.

B. Le Haut Conseil a transformé sa mesure « grands risques » en un coussin pour le risque systémique sectoriel

Le risque de concentration du crédit bancaire aux sociétés non financières reste d'actualité

Le HCSF a adopté le 11 mai 2018 une mesure « grands risques », limitant la concentration des expositions bancaires vis-à-vis des sociétés non financières très endettées : l'exposition des banques systémiques françaises envers des SNF très endettées ne devait pas dépasser 5 % de leurs fonds propres de catégorie 1. L'objectif de la mesure était double : d'une part, assurer la résilience du système financier, en limitant l'exposition des banques systémiques au risque de défaut d'une grande entreprise ; d'autre part dans une optique de prévention, inciter les SNF à maîtriser leur endettement bancaire et à diversifier leurs créanciers. Cette mesure est arrivée à échéance le 30 juin 2023, après avoir été prorogée à deux reprises (en 2020 et en 2021).

Le HCSF juge que la mesure a constitué un garde-fou efficace vis-à-vis du risque de contrepartie systémique pour les banques : le suivi des expositions bancaires au cours de l'année passée n'a révélé aucun dépassement des seuils d'exposition⁴⁶. En prévenant les situations de concentration d'expositions vis-à-vis d'entreprises ayant un niveau d'endettement excessif, la mesure a bien permis de limiter les risques de contagion que le défaut d'une grande entreprise pourrait entraîner. Par ailleurs, la mesure n'a pas empêché les grandes entreprises de se financer auprès des établissements de crédit.

Le HCSF a jugé qu'il restait pertinent de maintenir une mesure macroprudentielle limitant le risque de concentration des banques françaises vis-à-vis des entreprises françaises très endettées. En effet, le niveau d'endettement des SNF françaises reste élevé par rapport à la moyenne européenne (80,8 % en France contre 59,7 % en moyenne dans la zone euro, au T4 2022), en dépit de facteurs de résilience importants mentionnés dans le chapitre précédent. De plus, la croissance du crédit bancaire aux SNF est restée particulièrement soutenue, notamment pour les grandes entreprises (8,1 % en glissement annuel en mai 2023 pour ce type d'entreprises, contre 5,4 % pour l'ensemble des SNF, Graphique 31), la phase de remontée des taux d'intérêt ayant entre autres conduit les grandes entreprises à substituer, au moins transitoirement, du financement bancaire à l'endettement de marché (Graphique 32).

Le nouvel environnement économique et financier, marqué par la hausse des taux d'intérêt, a cependant nécessité une adaptation de la mesure « grands risques »

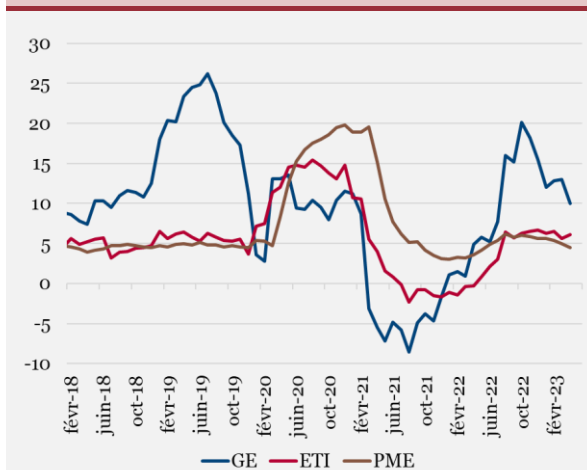
La mesure « grands risques » était adaptée à une période de faibles taux d'intérêt. En effet, cette limite stricte de concentration se voulait dissuasive face à ces cas de dépassement dits actifs de SNF profitant des taux bas pour augmenter fortement leur endettement. Néanmoins, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de ralentissement de la croissance, cet effet coupeur aurait pu devenir procyclique en conduisant à réduire brutalement l'offre de crédit bancaire aux grandes entreprises :

- Si la mesure « grands risques » ciblait les dépassements dits actifs, la conjoncture actuelle est plus propice à des dépassements passifs, c'est-à-dire une situation dans laquelle une entreprise représentant une exposition d'ores et déjà supérieure à la limite de 5 % deviendrait « très endettée » à l'occasion de résultats en baisse ou sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt. Cette situation était d'autant plus probable que le caractère très endetté d'une entreprise se fondait entre autres, dans la mesure « grands risques », sur le ratio de couverture des frais financiers, particulièrement sensible à la hausse des taux ;

⁴⁶ Si le champ des institutions systémiques s'est élargi en 2021 et a entraîné l'ajustement d'une exposition, celle-ci a été ramenée sous la limite au terme du délai de régularisation imparti.

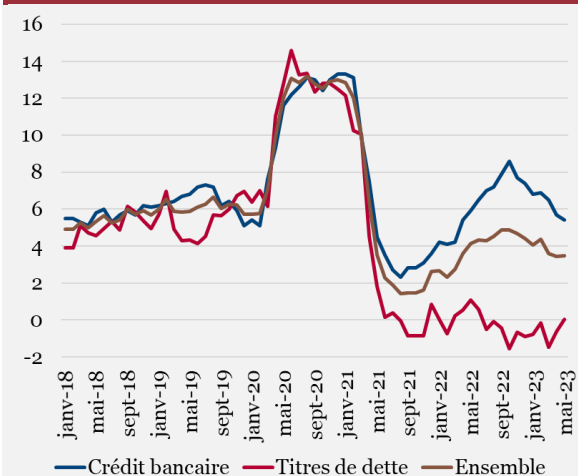
- La normalisation monétaire entamée en 2022 génère déjà *de facto* une limite par les prix à l'endettement des sociétés non financières françaises ;
- La phase de remontée des taux d'intérêt conduit les grandes entreprises à substituer, au moins transitoirement, l'endettement de marché par du financement bancaire, qui joue, dans le contexte actuel, un rôle stabilisateur.

Graphique 31 – Taux de croissance annuel du crédit bancaire par taille de SNF (%)



Source : Banque de France, dernier point avril 2023.

Graphique 32 – Taux de croissance annuel de la dette des SNF françaises par type d'instrument (%)



Source : Banque de France, dernier point mai 2023.

Le HCSF a donc transformé la mesure « grands risques » en un coussin pour le risque systémique sectoriel

Afin de maintenir la vigilance sur ce qui reste une vulnérabilité structurelle du système financier français, tout en adaptant l'approche au nouveau contexte macroéconomique, le HCSF a donc décidé de transformer la mesure « grands risques » en un coussin pour le risque systémique sectoriel (*sectoral systemic risk buffer*, sSyRB), associé à un seuil de matérialité. Cette surcharge en capital maintient un

effet dissuasif en rendant plus coûteux l'octroi de prêts aux grandes entreprises françaises très endettées au-delà du seuil défini.

Le coussin pour le risque systémique sectoriel, entré en vigueur le 1^{er} août 2023, conserve un périmètre proche de la mesure « grands risques ». Comme pour la mesure « grands risques », il doit être revu tous les deux ans au moins, et seules sont concernées :

- Les expositions françaises associées à un groupe non financier dont le montant total d'exposition finale représente plus de 5 % des fonds propres de catégorie 1 d'une banque systémique française sur base consolidée⁴⁷ (seuil de matérialité) ;
- Les expositions françaises associées à un groupe non financier défini comme très endetté. Les critères d'endettement ont été simplifiés. Dans le cadre du coussin pour le risque systémique sectoriel, est défini comme très endetté un groupe dont le ratio de dette totale sur EBITDA est supérieur à 6 ou négatif⁴⁸. Cette simplification permet de se conformer au référentiel européen sur les transactions à fort effet de levier et d'éviter l'effet procyclique induit par le ratio de couverture des frais financiers utilisé précédemment dans le cadre de la mesure « grands risques ».

Les expositions au risque localisées en France⁴⁹ ainsi ciblées se verraient alors appliquer une surcharge en capital de 3 %⁵⁰. Sur la base de l'analyse d'impact menée par la Banque de France et l'ACPR à partir des données disponibles fin 2022, le coût en capital de cette nouvelle mesure lors de son introduction est faible, reflétant un risque de concentration limité. Dans le même esprit que pour la mesure « grands risques » à laquelle il succède (*cf.* Tableau 1 pour une comparaison des deux mesures), ce coussin pour le risque systémique sectoriel entend limiter la concentration des portefeuilles bancaires vis-à-vis d'entités très endettées, et, par là-même, accroître la résilience du système bancaire français dans son ensemble en prévenant le risque de contagion. Comparée à la précédente mesure, une marge de manœuvre est laissée aux institutions de crédit pour maintenir l'accès au crédit bancaire d'entreprises déjà très endettées et qui connaîtraient des difficultés conjoncturelles, au prix d'une surcharge en capital.

Le HCSF considère donc que les effets de cette mesure sur le cycle macroéconomique seront limités, tout en maintenant l'attention sur les risques de concentration et les « grands risques ».

⁴⁷ Le calcul du montant total d'expositions finales se fait en sommant les expositions individuelles après atténuation du risque des entités, françaises ou étrangères, appartenant à un groupe de clients liés, que la tête de groupe soit française ou étrangère.

⁴⁸ La mesure « grands risques » prévoyait une double identification, basée sur un ratio de couverture des frais financiers inférieur à 3 et un ratio de levier supérieur à 1.

⁴⁹ C'est-à-dire les expositions aux SNF dont le siège social est en France.

⁵⁰ Il est à noter que conformément au cadre législatif européen, ce coussin en capital ne peut s'appliquer qu'aux expositions françaises, sur base sociale, des groupes non financiers visés par la mesure. Le HCSF est toutefois en mesure de suivre les éventuels cas de contournement de la mesure et se réserve la possibilité de réviser le périmètre de la surcharge en conséquence.

Tableau 1 - Principales différences entre la mesure « grands risques » et le coussin pour le risque systémique sectoriel

	Mesure « grands risques »	Coussin pour le risque systémique sectoriel
Établissements de crédit	Banques systémiques françaises.	Idem.
Critère d'endettement	Ratio de couverture des frais financiers inférieur à 3, et ratio de levier supérieur à 1.	Ratio Dette totale / EBITDA supérieur à 6 ou négatif ⁵¹ .
Seuil d'activation	Expositions après atténuation du risque des groupes de clients liés supérieures à 5 % des fonds propres de catégorie 1.	Idem.
Conséquence du dépassement	Mise en conformité.	Surcharge en capital : 3 % des expositions au risque des entités françaises.

C. Le Haut Conseil a également ajusté la mise en œuvre de la décision relative aux conditions d'octroi des crédits immobiliers

L'encadrement des conditions d'octroi de crédits immobiliers vise à maîtriser les risques pour la stabilité financière

Les dynamiques du crédit à l'habitat et de ses conditions d'octroi, à travers leurs effets sur la solvabilité des ménages, constituent des facteurs de risque majeurs pour la stabilité financière. En 2019, le HCSF avait publié un diagnostic des risques associés à l'immobilier résidentiel⁵² montrant que le dynamisme du secteur s'accompagnait depuis plusieurs années d'un assouplissement progressif des conditions d'octroi, avec notamment une augmentation des taux d'effort individuels ainsi que de la maturité des prêts. De telles pratiques augmentent la vulnérabilité des ménages, dont la capacité de remboursement devient plus sensible à un choc adverse sur les revenus, conduisant ainsi à un risque de défaut accru.

L'encadrement par le HCSF des conditions d'octroi, d'abord au travers d'une recommandation en décembre 2019, puis par l'adoption d'une norme juridiquement contraignante depuis janvier 2022, se fonde sur deux critères que les établissements bancaires doivent respecter en matière de crédits immobiliers : (i) le taux d'effort des emprunteurs ne doit pas excéder 35 % et (ii) la maturité du crédit

⁵¹ Conformément aux orientations du Mécanisme de Supervision Unique (MSU) :

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705.en.pdf

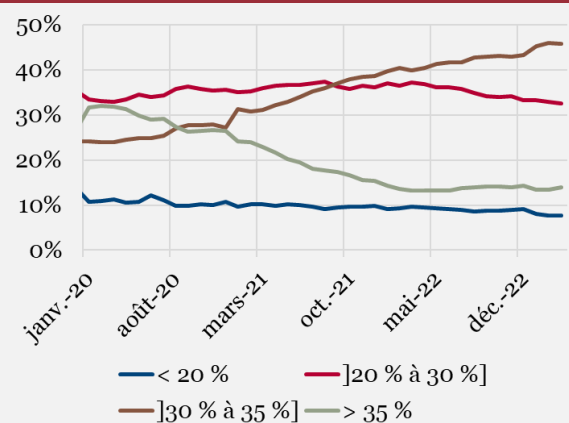
⁵² Voir « [Diagnostic des risques dans le secteur de l'immobilier résidentiel](#) ».

ne doit pas excéder 25 ans. Ces mesures ont permis une amélioration significative des conditions d’octroi du crédit à l’habitat, assurant une meilleure soutenabilité de l’endettement des ménages.

Dans son suivi mensuel de la norme⁵³, l’ACPR s’assure de la conformité de la nouvelle production de crédits aux limites de taux d’effort et maturité fixées par le HCSF. Ces données montrent ainsi, entre mars 2020 et mars 2023, une baisse de 18 points de pourcentage de la part des nouveaux prêts octroyés avec un taux d’effort supérieur à 35 %, qui représentent désormais 13,9 % de la production mensuelle de crédits à l’habitat⁵⁴ (Graphique 33). Le taux d’effort moyen s’établissait à 30,5 % en mars 2023, en légère augmentation depuis mars 2022 (0,8 pp) en raison d’une hausse marquée de la proportion de prêts avec un taux d’effort situé entre 33 et 35 %, au-dessous de la limite fixée par le HCSF. La part des prêts dont la maturité initiale excède le plafond fixé par le HCSF était, quant à elle, en recul de 0,1 point de pourcentage entre mars 2022 et mars 2023, atteignant un niveau marginal (0,7 %).

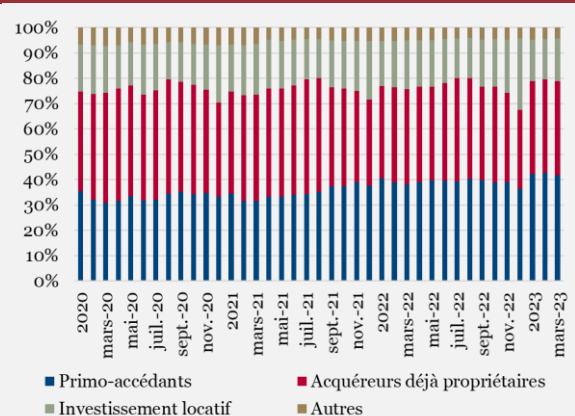
Cet assainissement des conditions d’octroi n’a pas restreint l’accès au crédit des ménages primo-accédants (Graphique 34). Ainsi, la part des prêts qui leur sont destinés dans l’ensemble de la production a augmenté : elle représentait 41,9 % du total de la production de crédits à l’habitat en mars 2023 (en hausse de 11,1 points de pourcentage par rapport à mars 2020), tandis que la part réservée aux acquéreurs de résidences principales dans leur ensemble, évaluée à 78,9 % du total de la production en mars 2023, a crû relativement moins vite sur la même période (5,6 points de pourcentage par rapport à mars 2020). En mars 2023, la part des crédits aux investisseurs locatifs représentait environ 16,8 % du total de la production, en baisse de 1,9 point de pourcentage par rapport à mars 2020. Au-delà du recours à la flexibilité prévue par la mesure, l’allongement de la durée moyenne des prêts, atteignant désormais 22,3 ans (+ 11 mois par rapport à mars 2020), a constitué une marge supplémentaire d’ajustement permettant de réduire les taux d’effort individuels trop élevés.

Graphique 33 – Ventilation de la production mensuelle de crédits à l’habitat en fonction du taux d’effort (%)



Source : ACPR.

Graphique 34 – Ventilation de la production mensuelle de crédits à l’habitat par objet (%)



Source : ACPR.

La mesure contribue donc à la robustesse du modèle français de crédit immobilier, en prévenant une augmentation du risque de crédit des ménages emprunteurs. La France conserve par ailleurs au premier semestre 2023 le taux d’intérêt moyen sur les crédits immobiliers le plus bas des principales économies

⁵³ Voir « [Suivi mensuel de la production de crédits à l’habitat](#) ».

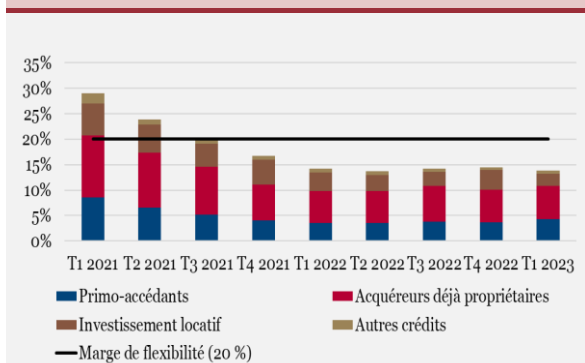
⁵⁴ Dans cette partie, la production de crédits à l’habitat est évaluée sur le périmètre des prêts entrant dans le champ de définition de la décision HCSF (hors prêts relais, rachats, renégociations et regroupements de crédits).

européennes et une des productions de crédit immobilier les plus dynamiques (voir chapitre III, section B.2).

La décision HCSF est respectée par l'ensemble des établissements bancaires

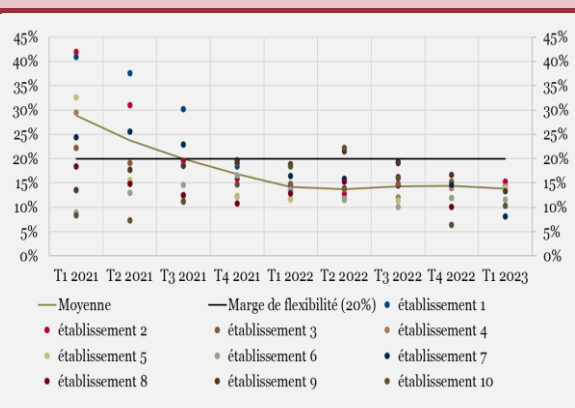
Pour rappel, les établissements de crédit et les sociétés de financement disposent d'une marge de flexibilité plafonnée à 20 % de la production trimestrielle de nouveaux crédits immobiliers, leur permettant de déroger aux limites fixées par le HCSF en matière de taux d'effort et de maturité. Ce seuil de tolérance maximal, lui-même complété par des « sous-enveloppes » d'allocation⁵⁵, est respecté au global depuis le troisième trimestre 2021 (Graphique 35) et par l'ensemble des établissements depuis le quatrième trimestre 2021, à l'exception de quelques dépassements sporadiques au deuxième trimestre 2022 (Graphique 36). En 2022, la marge de flexibilité maximale de 20 % n'a pas été pleinement utilisée par les établissements : sur l'ensemble de l'année, la part des prêts non conformes aux critères d'octroi fixés par le HCSF dans la production trimestrielle de crédits à l'habitat s'élevait à 14,1 % en moyenne (13,8 % au premier trimestre 2023).

Graphique 35 – Part des prêts non conformes dans la production en agrégé (%)



Source : Reporting CREDITHAB, calculs ACPR.

Graphique 36 – Part des prêts non conformes dans la production par établissement (%)



Source : Reporting CREDITHAB, calculs ACPR. Chaque point représente un établissement.

Face à certaines difficultés opérationnelles de mise en œuvre, le HCSF a décidé d'introduire deux ajustements techniques, qui ne modifient ni l'équilibre d'ensemble de la mesure, ni sa portée

Prenant acte de difficultés rencontrées par les banques dans la mise en œuvre de la mesure, notamment en lien avec la saisonnalité des opérations liées à l'investissement locatif dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, et afin de faciliter le pilotage opérationnel de la mesure par les réseaux bancaires, le HCSF a décidé d'apporter deux ajustements techniques à la décision relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers. Ces ajustements ne modifient ni l'équilibre d'ensemble de la mesure, ni sa portée.

Ainsi, comme exprimé dans le communiqué du 13 juin 2023, le premier ajustement technique porte sur l'évaluation du respect de la norme. Le HCSF a estimé que, suite à un dépassement limité constaté sur un trimestre de l'une ou l'autre des limites d'allocation au sein de la marge de flexibilité de 20 % prévues par l'article 2 de la décision D-HCSF-2021-7 du 29 septembre 2021⁵⁶, l'ACPR pourra considérer que le

⁵⁵ Les établissements sont tenus de réserver au moins 70 % de la flexibilité maximale aux acquéreurs de leur résidence principale avec au moins 30 % de la flexibilité maximale réservée aux primo-accédants.

⁵⁶ [Décision D-HCSF-2021-7 du 29 septembre 2021](#)

respect de ces limites d'allocation sur la production globale de ce trimestre et des deux trimestres suivants constitue une action correctrice appropriée et suffisante.

Par ailleurs, au vu du recours effectif à la flexibilité pour les acquisitions de résidence principale et compte tenu des évolutions structurelles en cours du marché immobilier, le HCSF a décidé de procéder à un second ajustement technique au sein de la flexibilité maximale de 20 %. La part libre d'utilisation de cette marge de flexibilité a été relevée de 20 % à 30 %, donnant ainsi une souplesse supplémentaire à l'investissement locatif. La production de prêts non conformes pour des objets autres que les achats de résidence principale ne pourra donc excéder 6 % du montant de la production trimestrielle totale de crédits à l'habitat (contre 4 % auparavant). Cette évolution n'affecte pas les primo-accédants, dont la part de 30 % dans la marge de flexibilité reste inchangée, ni les autres accédants dont la part n'était pas complètement utilisée.

En conséquence, le Haut Conseil a adopté la décision D-HCSF-2023-2⁵⁷ qui amende le deuxième paragraphe de l'article 2 de la décision D-HCSF-2021-7 du 29 septembre 2021 et est entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2023.

D. Le Haut Conseil continue de reconnaître les mesures macroprudentielles prises par d'autres autorités macroprudentielles nationales

Conformément à la réglementation européenne⁵⁸, le HCSF peut reconnaître des mesures macroprudentielles prises par d'autres autorités nationales (principe de « réciprocité »). Ainsi, lorsque le Haut Conseil décide d'appliquer par réciprocité une mesure prise par une autorité macroprudentielle étrangère, cela signifie qu'il adopte une mesure macroprudentielle identique ou équivalente visant les expositions des succursales ou les expositions transfrontières des établissements français dans le pays visé par la mesure initiale⁵⁹.

La réciprocité est obligatoire et automatique pour les décisions relatives à la réserve de protection du crédit (CCyB) lorsque le niveau de celle-ci ne dépasse pas 2,5 %⁶⁰. Elle est volontaire pour les autres mesures macroprudentielles, telles que les coussins pour le risque systémique sectoriel ou les mesures emprunteurs. Dans ce cas, les autorités nationales font une demande de réciprocité auprès du CERS qui recommande, s'il estime la demande justifiée, aux autres autorités d'adopter la mesure, ou une mesure la plus équivalente possible⁶¹. Les autorités macroprudentielles peuvent assortir leur demande de réciprocité d'un seuil *de minimis*, également appelé seuil de matérialité. Il s'agit du niveau d'expositions à partir duquel les expositions au risque identifié sont considérées comme importantes. Les établissements de crédit ne sont pas soumis à la décision de réciprocité si leurs expositions au risque mentionnées dans la décision sont inférieures au seuil *de minimis*. La décision devient en revanche contraignante dès ce seuil dépassé. L'ACPR est l'autorité en charge du suivi du respect des décisions de réciprocité prises par le HCSF.

⁵⁷ [Décisions et recommandations du HCSF | economie.gouv.fr](#)

⁵⁸ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 ; Recommandation CERS/2015/2, Décision CERS/2015/4 et Handbook du CERS, notamment son chapitre 11.

⁵⁹ Le champ d'application de la mesure réciprocitée dépend de ce qui est indiqué dans la Recommandation émise par le CERS.

⁶⁰ Une fois ce seuil atteint, la réciprocité devient volontaire.

⁶¹ En fonction des pouvoirs nationaux de l'autorité qui décide d'appliquer la réciprocité.

Ces mesures de réciprocité du HCSF sont actives jusqu'à expiration ou retrait des mesures équivalentes concernées dans les autres États membres. En 2022, le HCSF a décidé d'appliquer par réciprocité les mesures macroprudentielles prises par la Belgique, l'Allemagne, la Lituanie et les Pays-Bas, qui toutes visent le secteur immobilier résidentiel :

- La première mesure est un coussin pour le risque systémique sectoriel de 9 % pour toutes les expositions en notation interne sur la clientèle de détail (personnes physiques) garanties par un bien immobilier résidentiel situé en Belgique. Cette mesure est assortie d'un seuil de matérialité individuel au niveau de l'établissement de 2 Md€ ;
- La deuxième est un coussin pour le risque systémique sectoriel de 2 % pour les expositions en approche standard et en approche notation interne garanties par un bien immobilier résidentiel situé en Allemagne. Le seuil de matérialité individuel proposé au niveau de l'établissement est de 10 Md€ ;
- La troisième est un coussin pour le risque systémique sectoriel de 2 % pour toutes les expositions sur la clientèle de détail (personnes physiques) résidant en Lituanie garanties par un bien immobilier résidentiel. Cette mesure est assortie d'un seuil de matérialité individuel proposé au niveau de l'établissement de 50 M€ ;
- La quatrième est prise sur le fondement de l'article 458 CRR par la Banque centrale des Pays-Bas, instaurant une pondération de risque moyenne minimale pour les expositions en notation interne sur les personnes physiques garanties par un bien immobilier résidentiel situé aux Pays-Bas. Cette mesure, adoptée en novembre 2019, a vu son entrée en vigueur repoussée à janvier 2022 à cause de la crise sanitaire. Le seuil de matérialité individuel proposé au niveau de l'établissement est de 5 Md€.

En 2023, le HCSF a également adopté une décision de réciprocité concernant le coussin pour le risque systémique sectoriel adopté par la Norvège, qui est devenue effective le 30 juin 2023. La mesure norvégienne est un coussin pour le risque systémique de 4,5 % pour les expositions domestiques de tous les établissements de crédits autorisés en Norvège. Elle correspond à une prorogation de la mesure portant sur le coussin pour le risque systémique en Norvège adoptée en décembre 2020, mais assortie d'un abaissement du seuil de matérialité individuel au niveau de l'établissement, ce qui explique l'adoption d'une nouvelle décision. Le nouveau seuil est fixé à 5 Md de couronnes norvégiennes (contre 32 Md auparavant), soit 417,8 M€ au moment de l'adoption de la décision de réciprocité.

Les mesures de réciprocité actives sont consultables sur le site internet du HCSF⁶² et à la page [40](#) du présent rapport.

⁶² [Réciprocité des mesures adoptées dans l'UE | economie.gouv.fr](https://www.economie.gouv.fr/intermediation/R%C3%A9ciprocit%C3%A9-des-mesures-adopt%C3%A9es-dans-l%27UE)

E. Le Haut Conseil veille également à d'autres enjeux en matière de stabilité financière, tels que l'immobilier commercial et l'effet de levier dans les institutions financières non-bancaires

L'immobilier commercial fait l'objet d'un suivi spécifique, conformément à la recommandation du Comité européen du risque systémique

Le HCSF a continué de suivre attentivement les évolutions du secteur de l'immobilier commercial, identifié de longue date comme un sujet d'attention après une décennie de forte croissance des prix. Ce faisant, il s'est conformé à la recommandation du CERS de décembre 2022⁶³, qui préconise une surveillance accrue des vulnérabilités du secteur et encourage, si nécessaire, la mise en place de mesures macroprudentielles.

Le marché de l'immobilier commercial est entré dans une phase de repli en 2022, à partir de niveaux élevés relativement aux autres pays européens. La correction des prix peut s'expliquer par des transformations structurelles du marché, notamment le développement du télétravail et du commerce en ligne, accéléré par la pandémie de Covid-19. Elle a pu être amplifiée par la normalisation de la politique monétaire, qui augmente significativement les coûts de financement des acteurs du marché en raison de leur recours important à l'endettement. Par ailleurs, la faible liquidité de cette classe d'actifs, et donc la difficulté à la valoriser de manière régulière et précise, expose particulièrement les acteurs du système financier à un retournement du cycle. C'est en particulier le cas des fonds d'investissement, qui sont devenus des acteurs centraux du marché de l'immobilier commercial au cours des dernières années (l'actif net des fonds immobiliers français grand public et professionnels non cotés s'élevait à 180 Md€ en décembre 2022⁶⁴, alors que l'immobilier de rendement⁶⁵ représentait à cette date 482 Md€⁶⁶), et qui sont susceptibles d'amplifier la chute des prix lorsqu'ils font face à des contraintes de liquidité.

Toutefois, le HCSF estime que bien que les risques liés à ce secteur soient en augmentation, ils restent sous contrôle à ce stade, en particulier les risques de transmission aux institutions financières. Les expositions des banques françaises au secteur de l'immobilier commercial représentaient une part modeste de leur bilan à fin 2022⁶⁷ (3,3 %). L'exposition des organismes d'assurance français est plus importante (8,4 % de leur actif à fin 2022, y compris les expositions indirectes via des fonds immobiliers⁶⁸), mais demeure stable dans le temps. Les fonds d'investissement, hors fonds immobiliers, sont également peu exposés : fin 2022, les expositions au secteur de l'immobilier commercial représentaient moins de 2 % du portefeuille des fonds monétaires et moins de 1 % des actifs de marché des autres fonds d'investissement⁶⁹. De plus, la solidité des établissements de crédit français (*cf.* Chapitre

⁶³ [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 1 December 2022 on vulnerabilities in the commercial real estate sector in the European Economic Area \(ESRB/2022/9\) \(europa.eu\)](#)

⁶⁴ Dont 67 Md€ pour les SCPI, 59 Md€ pour les OPPCI, 34 Md€ pour les autres FIA et 20 Md€ pour les OPCI. Source : AMF.

⁶⁵ Le secteur de l'immobilier commercial se définit usuellement comme l'ensemble des biens immobiliers (locaux d'activité mais aussi d'habitation) détenus par des personnes morales. Ces biens peuvent être occupés par leurs propriétaires afin d'y exercer leurs activités ou mis en location par des professionnels de l'immobilier ou des sociétés civiles immobilières (SCI), que l'occupant du bien soit une personne physique ou une personne morale. Dans ce second cas, on parle d'immobilier de rendement. Pour davantage de détails *cf.* Chapitre thématique sur l'immobilier commercial dans l'[Evaluation des risques du système financier français](#), Banque de France, juin 2023.

⁶⁶ Source : MSCI.

⁶⁷ Source : ACPR.

⁶⁸ Source : ACPR.

⁶⁹ Source : Statistiques européennes de détention des titres (SHS-S, CSDB).

I, partie D) limite l'éventualité d'une pénurie de l'offre de crédit affectant les acteurs de l'immobilier commercial.

Le caractère systémique de ce marché justifie cependant une vigilance continue. D'une part, un ralentissement de la construction pénaliserait un secteur d'activité qui représentait 6,7 % des emplois en France en 2020⁷⁰ et 5,5 % de la valeur ajoutée au quatrième trimestre 2022⁷¹. D'autre part, la baisse des rendements locatifs affecterait les entreprises du secteur de l'immobilier (12,8 % de la valeur ajoutée de l'économie française au quatrième trimestre 2022⁷²). Enfin, la correction des valorisations pourrait affecter l'ensemble des entreprises via la qualité de leurs actifs, qui étaient constitués de 11 % d'actifs immobiliers en 2021⁷³, et leur capacité d'emprunt, qui pourrait se dégrader sous l'effet de la baisse du prix des biens immobiliers utilisés comme collatéral. Selon l'ampleur de cette correction, les vulnérabilités des fonds immobiliers grand public et professionnels non cotés pourraient aussi s'accroître, dans un contexte de baisse de la collecte nette, voire de décollecte pour certains et en lien avec le décalage de liquidité entre actif et passif. Ainsi, cette classe d'actifs constitue un canal de transmission et d'amplification potentiel important des chocs affectant le système financier français.

Le HCSF a examiné les vulnérabilités liées à l'endettement avec effet de levier des institutions financières non-bancaires françaises

Pour accroître leur capacité d'investissement ou amplifier le taux de rendement d'une position au-delà de ce que leurs seuls fonds propres permettent, les institutions financières non-bancaires peuvent avoir recours à l'effet de levier. L'effet de levier peut être obtenu de deux manières : i) via l'emprunt, principalement financé par les banques sous forme de prêts et/ou par des titres de dette émis sur les marchés financiers (levier financier), ou via des opérations hors bilan, par exemple par l'utilisation des produits dérivés ou des mises en pension (levier synthétique). Ces opérations financières peuvent conduire à une prise de risque accrue voire excessive et se matérialiser en période de stress de marché.

En France, les fonds d'investissement, et les assureurs dans une moindre mesure, sont les principales entités non bancaires ayant recours au levier. L'objectif est d'établir des stratégies pour amplifier l'exposition de leurs investissements, en mobilisant leurs fonds propres de façon contenue⁷⁴. Le montant de l'effet de levier dépend des stratégies d'investissement, elles-mêmes déterminées par les préférences et l'attitude de leurs investisseurs vis-à-vis du risque. Ainsi, l'essentiel des produits dérivés détenus par les organismes d'assurance français sont utilisés dans l'objectif de se couvrir contre le risque de hausse des taux d'intérêt et n'exposent pas à une perte potentielle.

Les données permettant d'évaluer les niveaux de levier des fonds d'investissement sont, à ce stade, limitées aux OPC relevant de la directive AIFM hors fonds de *private equity*⁷⁵, rendant difficile l'appréciation de ces vulnérabilités. Néanmoins, les données disponibles indiquent que la plupart des fonds français déclarent une faible utilisation du levier par engagement. Certains *hedge funds* et fonds immobilier déclarent en revanche y avoir recours de façon plus substantielle⁷⁶.

⁷⁰ Source : Insee, Tableaux de l'Économie française ([Emploi par activité – Tableaux de l'économie française | Insee](#)).

⁷¹ Source : Eurostat.

⁷² Source : Eurostat.

⁷³ Source : base de données FIBEN de la Banque de France.

⁷⁴ Pour étudier différentes stratégies plus en détail, le lecteur peut se référer à l'Évaluation des risques du système financier de la Banque de France l'ERS de Décembre 2022.

⁷⁵ Pour plus de détails, voir le chapitre thématique sur le levier dans les institutions financières non-bancaires dans l'ERS de décembre 2022.

⁷⁶ Cf. Évaluation des risques du système financier français, décembre 2022, graphique 2.9.

Si le levier des fonds français apparaît maîtrisé, le HCSF reste néanmoins attentif aux vulnérabilités qui en découlent. Un recours excessif à l'effet de levier peut en effet fragiliser les fonds d'investissement, notamment en période de forte volatilité sur les marchés et lorsqu'il est associé à une asymétrie de liquidité actif-passif significative. Les fonds pourraient devoir faire face à des demandes de rachats importantes, qui peuvent être conjuguées à des appels de marge significatifs. Ce phénomène peut amplifier le risque de contagion vers le reste du système financier.

L'augmentation de la part de la finance dite non-bancaire et l'amplification de vulnérabilités liée au recours au levier motivent le besoin de données plus granulaires et harmonisées, ainsi que l'étude d'outils à la disposition des autorités qui permettraient de limiter sa contribution au risque systémique ainsi que de renforcer la résilience des entités non-bancaires. L'article 25 de la directive AIFM permet à ce titre aux autorités de définir une limite au levier des fonds qui représentent un risque pour le système financier⁷⁷. Le Haut Conseil reste ainsi particulièrement attentif à ces vulnérabilités et a appelé lors de sa séance de décembre 2022 ces institutions à maintenir un niveau de levier prudent et à adapter leurs gestions des risques à l'environnement macroéconomique et financier.

⁷⁷ Voir Art. 25 Alternative Investment Fund Managers Directive (lexparency.org)

F. Tableau récapitulatif des décisions du HCSF en vigueur

Date de la décision	Date d'entrée en vigueur	Outil macroprudentiel	Décision
10/07/2019	11/07/2019	Réciprocité de la mesure adoptée par la Finansinspektionen	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Suède.
15/06/2021	15/06/2021	Réciprocité de la régulation de la CSSF luxembourgeoise	Recommande d'appliquer les critères d'octroi établis par la CSSF en matière de crédits relatifs à des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg.
30/06/2021	01/07/2021	Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Norvège.
30/06/2021	01/07/2021	Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux entreprises garanties par un bien immobilier commercial en Norvège.
29/09/2021	01/01/2022	Conditions d'octroi de crédits immobiliers	Rend contraignante la recommandation R-HCSF-2021-1 introduisant des critères d'octroi en matière de crédits immobiliers.
07/04/2022	07/04/2022	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux du coussin pour la France est relevé de 0 % à 0,5 % à compter du 7 avril 2022. Les établissements disposent d'un délai de 12 mois pour s'y conformer.
15/09/2022	13/10/2022	Réciprocité de la mesure adoptée par Banque centrale des Pays-Bas	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé aux Pays-Bas.
15/09/2022	13/10/2022	Réciprocité de la mesure adoptée par la Banque centrale de Lituanie	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions immobilières lituaniennes avec un taux de 2 %
15/09/2022	13/10/2022	Réciprocité de la mesure adoptée par l'Autorité fédérale de supervision financière allemande	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions immobilières allemandes avec un taux de 2 %
13/09/2022	29/12/2022	Réciprocité de la mesure de la Banque nationale de Belgique	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions immobilières belges avec un taux de 9 %
27/12/2022	02/01/2023	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux du coussin pour la France est relevé de 0,5 % à 1 % à compter du 2 janvier 2023. Les établissements disposent d'un délai de 12 mois pour s'y conformer.
29/06/2023	30/06/2023	Réciprocité de la mesure adoptée par le Ministère des Finances norvégien	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions immobilières norvégiennes avec un taux de 3 %.
29/06/2023	01/07/2023	Conditions d'octroi de crédits immobiliers	Modifie la ventilation de la marge de flexibilité laissée par la décision R-HCSF-2021-7 relative aux conditions d'octroi de crédit immobiliers.
28/07/2023	01/08/2023	Coussin pour le risque systémique sectoriel	Instaure un coussin pour le risque systémique sectoriel de 3 % sur les expositions des banques systémiques françaises aux grandes entreprises françaises très endettées, sous condition d'un seuil de matérialité.

Ch.3 Effets de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt sur les acteurs financiers et non financiers

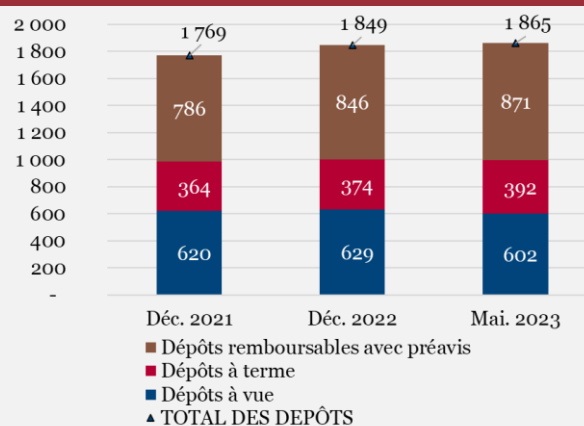
A. L'impact sur le secteur financier

A.1. La hausse des taux renforce *a priori* la rentabilité du secteur bancaire, en soutenant notamment la marge nette d'intérêt des banques

La marge nette d'intérêt (MNI) des 6 principales banques françaises a progressé de 7,2 % sur l'année 2022 à 77,3 Md€, s'appuyant notamment sur une production de crédit dynamique. Cette tendance s'est cependant infléchie au 1^{er} trimestre 2023 sous l'effet du renchérissement du coût de certains passifs (épargne réglementée, dépôts à terme, refinancement de marché) plus rapide que la répercussion de la hausse des taux à l'actif : la MNI annualisée rapportée au total de bilan mesurée sur un périmètre prudentiel⁷⁸ a diminué de 9 points de base à 0,73 % par rapport à fin 2022. La hausse du coût du passif, tirée par la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation, a été en particulier liée à une modification de la structure des dépôts : ainsi, si depuis fin 2021 l'ensemble des dépôts des ménages a continué à augmenter (5,4 %), les dépôts à vue ont diminué au profit des dépôts à terme et de l'épargne réglementée (respectivement - 2,9 %, + 7,6 % et + 10,9 % sur la période, Graphique 37). Les entreprises non financières résidentes ont, quant à elles, réduit leurs dépôts de 3,7 % sur la même période. Comme pour les ménages, une modification de la structure des dépôts est notable depuis fin 2021, avec des transferts entre dépôts à vue (-119 Md€) et dépôts à terme (+ 94 Md€, Graphique 38).

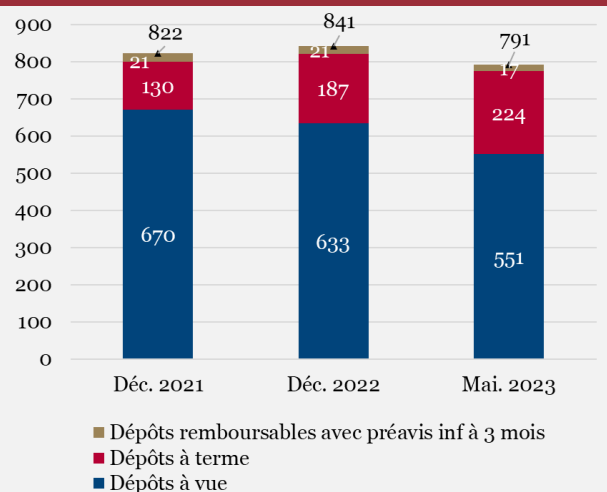
⁷⁸ Les banques françaises ne publiant que très peu d'informations sur leur marge nette d'intérêt sur une base trimestrielle, cette évaluation se base sur les remises comptables adressées au superviseur. Le périmètre prudentiel couvre uniquement les activités du secteur bancaire. Il ne couvre donc pas, notamment, les activités d'assurance.

Graphique 37 – Dépôts des ménages auprès de l'ensemble des groupes bancaires français (Md€)



Source : Remises banques à l'ACPR.

Graphique 38 – Dépôts des sociétés non financières (SNF) auprès de l'ensemble des groupes bancaires français (Md€)



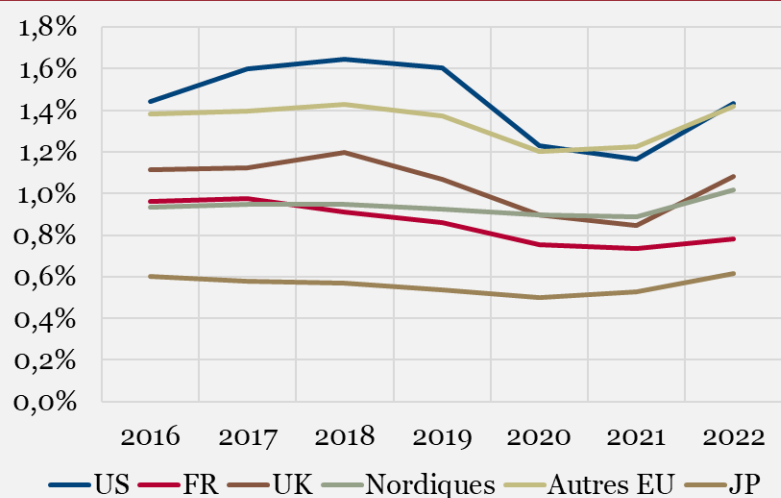
Source : Remises banques à l'ACPR.

La MNI des banques françaises a par ailleurs augmenté à un rythme plus lent que dans d'autres zones géographiques en 2022⁷⁹ (Graphique 39). Cela s'explique par les caractéristiques du marché français, les crédits étant très largement à taux fixe et le coût des passifs ayant augmenté plus rapidement que dans les autres pays, notamment en raison de l'incidence des taux de l'épargne réglementée ; ceux-ci ont été ajustés dès la hausse de l'inflation effective, soit généralement plus tôt que les hausses de rémunération des dépôts observées dans d'autres pays européens.

⁷⁹ L'analyse s'appuie sur les échantillons de banques suivantes :

- banques françaises (FR) : BNPP, SG, GCA, BPCE, GCM et LBP ;
- banques étasuniennes (US) : Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, Bank of America, Citigroup Wells Fargo, State Street, BNY Mellon ;
- banques nordiques : Nordea, Danske Bank, SEB, Handelsbanken, Swedbank, DNB ;
- banques britanniques (UK) : Barclays, Lloyds Banking Group, NatWest (ex RBS), Standard Chartered, HSBC ;
- autres banques européennes ("autres EU") : Deutsche Bank, Commerzbank, ING, UBS, Credit Suisse, Unicredit, Intesa San Paolo, Santander, BBVA ;
- banques japonaises (JP) : Mitsubishi UFJ FG, Mizuho FG, Sumitomo Mitsui FG.

Graphique 39 – Évolution de la MNI rapportée au total de bilan, comparaison internationale (%)



Source : Communication financière et calculs ACPR.

À moyen terme, après cette période de transition du régime de taux d'intérêt et compte tenu du poids toujours important des dépôts à vue non rémunérés dans leurs ressources, la hausse des taux d'intérêt devrait cependant avoir un impact positif sur la MNI des banques françaises, à mesure que le rendement d'une part croissante des actifs aura été relevé. Par ailleurs, il est attendu que le coût de l'épargne réglementée se stabilise avec le ralentissement de l'inflation. Ainsi, sur la base des mesures de sensibilité fournies par les banques à fin mars 2023, une hausse parallèle des taux de 200 points de base par rapport à leurs niveaux observés au moment de l'enquête aurait pour effet d'augmenter la MNI annuelle projetée à un an de 6,1 % en moyenne, avec toutefois des disparités importantes selon les établissements reflétant leurs différences de modèles d'activités et d'implantation géographique.

La production de nouveaux prêts pourrait toutefois diminuer à mesure que les taux augmentent et que les capacités d'emprunt diminuent, ce qui pourrait induire à terme une baisse du volume de crédits au bilan et donc peser sur les revenus nets d'intérêts. En juillet 2023, l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*⁸⁰) a ainsi montré que les banques de la zone euro dans leur ensemble s'attendaient à un ralentissement de la demande de prêts et à un resserrement des normes de crédit.

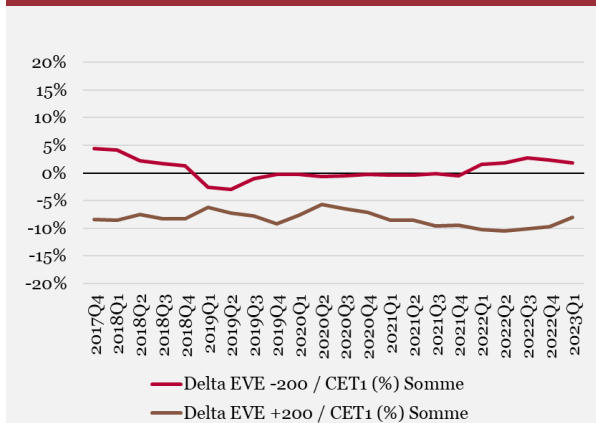
Par ailleurs, une hausse des taux de 200 points de base viendrait diminuer la valeur économique des fonds propres des banques françaises (*economic value of equity* – EVE⁸¹) de 8 % en moyenne au premier trimestre 2023 (Graphique 40), un niveau qui reste toutefois au-dessous du seuil considéré par la norme internationale qui encadre la supervision du risque de taux d'intérêt comme reflétant un niveau de risque élevé. L'Union européenne prévoit notamment qu'en cas de diminution de l'EVE de plus de 15 % de la valeur des fonds propres CET1 d'un établissement bancaire, les autorités compétentes peuvent définir

⁸⁰ The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023 (europa.eu).

⁸¹ La valeur économique des fonds propres (*economic value of equity* – EVE) d'une banque est la somme des valeurs actualisées des flux de trésorerie attendus sur les actifs moins la somme des valeurs actualisées des flux de trésorerie attendus sur les passifs et plus ou moins la somme des valeurs actualisées des flux de trésorerie attendus sur les instruments hors bilan.

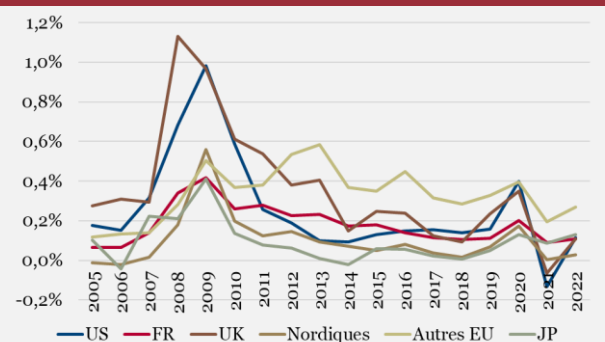
des mesures de supervision renforcées. Dans le cadre de leur *reporting* réglementaire trimestriel, chacune des six grandes banques françaises affichait une mesure inférieure à ces seuils au 31 mars 2023. La hausse des taux entraîne en particulier une perte de valeur des titres de dette détenus par les banques. Les moins-values sont prises en compte en résultat ou dans les capitaux propres pour la part de ces actifs comptabilisés en valeur de marché (57 %) mais pas pour ceux comptabilisés au coût amorti (43 %). Les moins-values latentes sur cette dernière catégorie de titres restent toutefois contenues : elles s'élevaient à 8,4 Md€ à fin 2022, soit 2,8 % du montant des titres concernés, et leur matérialisation immédiate entraînerait une baisse du ratio CET1 limitée à 33 points de base en agrégé. Une telle matérialisation des moins-values latentes apparaît cependant peu probable en général puisque l'intention de gestion de ces titres est de les conserver jusqu'à leur échéance et que leurs caractéristiques permettent le plus souvent une mise en pension en cas de besoin de liquidité.

Graphique 40 – Variation de l'EVE rapportée au CET1 des 6 principaux groupes français en cas de choc parallèle de taux (+200 pdb / -200 pdb)



Source : Banque de France.

Graphique 41 – Évolution du coût du risque rapporté au total de bilan (%)



Source : Communications financières et calculs ACPR.

La hausse des taux peut avoir par ailleurs des effets contrastés sur les commissions perçues au titre des métiers de la banque de financement et d'investissement et de gestion d'actifs. D'une part la hausse des taux alimente la volatilité des marchés, ce qui accroît les commissions de négociation, les investisseurs réajustant plus fréquemment leurs positions, et favorise la vente de produits de couverture. D'autre part, en réduisant la valeur des produits de taux en conservation ou sous gestion, sur laquelle est assise une partie de la rémunération des groupes bancaires, la hausse des taux réduit en revanche les revenus afférents. Elle contribue également à la baisse des activités de fusion-acquisition et d'introductions en bourse, ce qui pénalise les revenus associés.

Enfin, il est important d'apprécier les niveaux de MNI en tenant compte également du profil de risque des banques ; en particulier, la prévalence de crédits immobiliers garantis par des organismes tiers, de même que des crédits très largement à taux fixe protégeant les emprunteurs d'un choc de taux, se traduisent par un coût du risque traditionnellement plus faible pour les banques françaises que pour leurs concurrentes européennes (Graphique 41).

Encadré 1 – Volatilité des valeurs bancaires américaines et faillites de Silicon Valley Bank, First Republic et Signature Bank

La hausse des taux génère un renchérissement des passifs bancaires, lui-même lié notamment à la rapidité de la transmission aux taux servis aux différents déposants. Ce renchérissement des passifs peut menacer des modèles d'affaires peu rentables ou à la culture du risque insuffisante. Il a ainsi provoqué des difficultés chez certaines banques, menant à une absorption par un concurrent, à l'image de Credit Suisse, voire à la faillite, à l'image de certaines banques régionales américaines.

Le secteur bancaire américain a en effet traversé entre mars et mai 2023 un épisode de forte volatilité, marqué par plusieurs faillites d'établissements bancaires et la mise en place de mesures exceptionnelles par les régulateurs financiers américains.

Le 8 mars 2023, Silvergate (11 Md\$ d'actifs), petite banque spécialisée dans les dépôts de prestataires de services liés aux crypto-actifs, a annoncé la cessation de ses activités et la liquidation de ses actifs à la suite de pertes importantes de ses dépôts.

Le 10 mars, la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), autorité de résolution et de garantie des dépôts, a déclaré la résolution de Silicon Valley Bank (SVB, 210 Md\$ d'actifs), seizième banque américaine. Basée en Californie, SVB était spécialisée dans les prêts et la gestion de trésorerie pour les *start-ups* dans le secteur des nouvelles technologies. Dans un contexte de difficulté de ce secteur et de remontée des taux, SVB a subi un flux important de retraits de ses dépôts qui l'a conduit à céder des actifs obligataires en forte moins-value, matérialisant des pertes importantes sur ses fonds propres. Le 8 mars, SVB avait annoncé publiquement avoir enregistré 1,8 Md\$ de pertes et chercher à lever du capital supplémentaire, suscitant un mouvement de fuite brutale des dépôts (- 42 Md\$ en une journée, soit 25 % de ses dépôts) et de chute de son action les 9 et 10 mars.

Signature Bank (110 Md\$ d'actifs à fin 2022) a été fermée le 12 mars. Basée à New York, Signature Bank présentait aussi une clientèle majoritairement composée de professionnels, avec une forte exposition à l'immobilier commercial et au secteur des crypto-actifs, et avait vu ses dépôts diminuer de 17 % sur l'année 2022. Elle a subi un mouvement de retraits massifs dans le sillage de la faillite de SVB, entraînant sa fermeture par le régulateur new-yorkais et sa résolution par la FDIC.

Ces trois faillites ont entraîné un mouvement d'inquiétude des participants de marchés et des déposants, fragilisant d'autres banques régionales. First Republic Bank (FRB, 233 Md\$ d'actifs), quatorzième banque américaine basée en Californie, a notamment enregistré un mouvement de fuite des dépôts accompagné d'une chute brutale de son cours de bourse (l'action cotait 122 \$ au 1er mars, 14 \$ au 24 avril, 3,5 \$ à la clôture des marchés le 28 avril). Le 1^{er} mai, FRB a été placée en résolution auprès de la FDIC et cédée à JP Morgan, les régulateurs ayant estimé que la valorisation du portefeuille de FRB était insuffisante pour faire face au besoin de liquidité.

Les marchés ont témoigné durant cette période d'une préoccupation accrue quant aux risques pesant sur le secteur bancaire américain, dont les cours ont affiché une forte volatilité sur le premier semestre 2023. L'indice des banques membres du S&P 500 (500 plus grandes capitalisations de marché américaine) a perdu 18,6 % entre le 1^{er} janvier et le 24 mars, où il a atteint un point bas ; début juin il affichait toujours une baisse d'environ 10 % par rapport à son niveau de début d'année. En parallèle, le secteur bancaire a subi un phénomène d'érosion de ses dépôts, au profit notamment des fonds monétaires, qui bien qu'usuel en période de resserrement monétaire a été accéléré par ces faillites. Pour l'ensemble des banques américaines, les dépôts représentaient 17 203 Md\$ début juin, contre 17 773 Md\$ en janvier, soit une baisse de 3,2 % sur la période. Cette baisse a été plus marquée pour

les banques régionales et de petite taille : leurs dépôts sont passés de 5 426 Md\$ en janvier à 5 208 Md\$ début juin, soit une baisse de 4,2 % (catégorie regroupant l'ensemble des banques, à l'exclusion des 25 plus grands établissements et des filiales de banques étrangères). Pour les 25 plus grandes banques, cette baisse a été de 2,3 %.

Les établissements en faillite témoignaient de facteurs de vulnérabilité communs. D'abord, la poursuite d'une forte stratégie de croissance semble avoir été faite au détriment de la gestion des risques de certaines banques. L'analyse *post-mortem* des faillites de SVB et Signature Bank par les régulateurs américains souligne la déficience de leur gestion des risques de taux et de liquidité. Au-delà des carences spécifiques des établissements en faillite, dans le contexte de remontée des taux, toutes les banques américaines ont été confrontées à une accumulation de moins-values latentes sur leur portefeuille de titres à taux fixe (620 Md\$ pour l'ensemble du secteur bancaire américain à la fin 2022). Cette sensibilité à la hausse des taux s'est aggravée ces dernières années en raison d'un allongement de la durée des portefeuilles. Ensuite, la dépendance accrue aux dépôts non-assurés par la garantie fédérale des dépôts a pu accroître la vulnérabilité de certains établissements au risque de fuite des dépôts. À fin 2022, la garantie américaine des dépôts (qui opère jusqu'à 250 000 \$ par compte) couvrait 99 % des comptes de dépôts américains, mais seulement 57 % du volume des dépôts. Ainsi, 68 % des dépôts de FRB n'étaient pas couverts par la garantie, 88 % pour SVB. Enfin, une trop forte concentration géographique ou sectorielle des banques a pu être source de vulnérabilités, en particulier s'agissant de l'immobilier commercial américain (68 % des encours de prêts à l'immobilier commercial sont portés par des banques régionales). Le secteur est considéré comme particulièrement fragile en raison de la hausse de la vacance des bureaux (de 9,5 % à 12,5 % depuis la crise sanitaire) et des échéances de refinancement prévues en 2023 et 2024.

Les faillites du mois de mars ont suscité la mise en place de mesures exceptionnelles par les régulateurs américains. Le Département du Trésor, la Réserve fédérale et la FDIC ont annoncé le 12 mars deux mesures de gestion de crise. D'une part, la création d'un nouveau programme de financement de court terme pour les banques par la Fed, le *Bank Term Funding Program* (BTFP). Celui-ci permet aux banques d'obtenir des financements d'un an contre le dépôt de titres en collatéral pris à leur valeur nominale (sans prise en compte des moins-values latentes), neutralisant ainsi l'effet de la hausse des taux sur leur capacité d'accès à ces financements d'urgence. D'autre part, l'invocation de « l'exception pour risque systémique » a permis d'étendre la garantie des dépôts de SVB et Signature au-delà des montants normalement assurés. Le 21 mars, Janet Yellen, Secrétaire au Trésor, a indiqué qu'une extension similaire pourraient être mise en œuvre pour d'autres banques en difficulté en cas de risque de contagion. Dans le cas de FRB, l'exception pour risque systémique n'a pas été invoquée, puisque les dépôts de FRB ont été récupérés par JP Morgan, banque acquéreuse, dès l'annonce de l'arrêt de son activité par la FDIC.

Enfin, les régulateurs américains ont engagé une revue des exigences prudentielles applicables aux grandes banques régionales (entre 100 et 250 Md\$ d'actifs), qui bénéficient d'assouplissements importants depuis la loi *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* de 2018.

A.2. Assurances : la hausse des taux a soutenu la solvabilité mais induit une détérioration de la valeur de l'actif

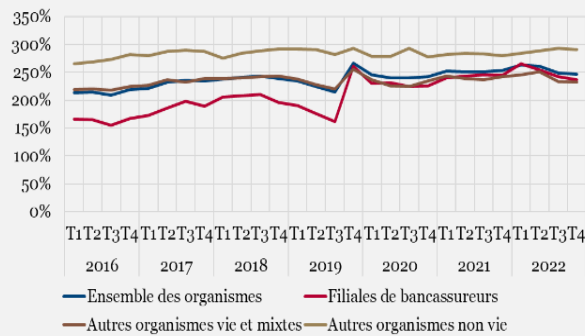
Les organismes d'assurance maintiennent une structure bilancielle solide dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et d'inflation

La hausse des taux a tout d'abord eu un impact sur l'encours des placements financiers des assureurs, principalement due à la diminution de la valorisation des placements obligataires (cf. chapitre 1, section D.2). Les obligations représentent en effet près de 60 % des placements des assureurs dont 21 % d'obligations souveraines, 25 % d'obligations du secteur financier et 11 % d'obligations de sociétés non financières. La tendance à la baisse des taux d'intérêt des dernières années a logiquement exercé une pression importante sur les revenus financiers des assureurs, notamment les coupons obligataires. Le taux moyen de rendement de l'actif s'est inscrit en baisse quasi continue depuis plusieurs années et a atteint 2,0 % en 2022. Malgré la hausse des taux d'intérêt en 2022, la partie récurrente du taux de rendement de l'actif des assureurs a en particulier poursuivi sa baisse pour atteindre moins de 2 %, sous l'effet du remplacement d'obligations anciennes à rendements élevés par des obligations moins bien rémunérées. Les assureurs ont en effet continué à disposer d'obligations de faible maturité résiduelle acquises avant la période de taux bas durables et offrant des rendements relativement élevés. Le taux de revalorisation nominal (brut d'inflation) des supports euros s'est inscrit en hausse en 2022 (1,9 %, +63 points de base, net de prélèvements sur encours et avant prélèvements sociaux) mais le taux réel (net d'inflation) est resté négatif, comme cela a également été le cas pour l'épargne réglementée ou pour l'OAT à 10 ans.

Ainsi, fin 2022, 40 % des placements obligataires arrivant à échéance dans les 4 prochaines années avaient un taux de coupon supérieur à 3 % (contre 45 % fin 2021, 54 % fin 2020 et 60 % fin 2019). De plus, l'évolution contrastée des marchés financiers a limité la réalisation de plus-values sur les autres classes d'actifs. À la fin de l'année 2022, les portefeuilles obligataires des assureurs étaient en effet en situation de moins-value latente de l'ordre de 8 % en moyenne. Des plus-values latentes étaient toutefois toujours constatées sur les actions et l'immobilier et le taux de liquidité des actifs restait élevé, limitant le risque que les assureurs soient contraints de vendre des actifs à perte en cas de hausse importante des rachats notamment.

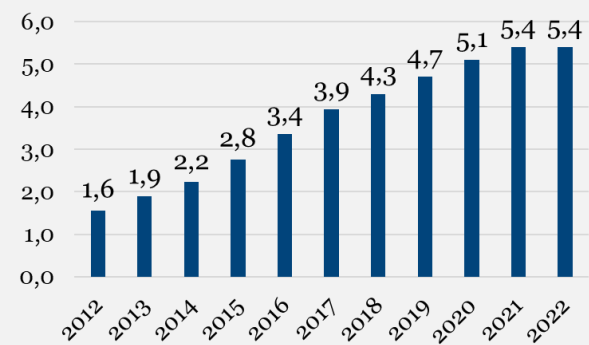
Les exigences réglementaires en capital du secteur de l'assurance sont largement couvertes. Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres significativement supérieur aux exigences réglementaires de 100 %, avec une couverture par le capital du taux de solvabilité requis (CSR) à hauteur de 247 % en moyenne fin 2022 (Graphique 42), en légère baisse de 4 points par rapport au T4 2021. Si la hausse des taux a entraîné une baisse des passifs, les organismes ont toutefois dû provisionner un risque de rachat plus élevé qui, à l'inverse, a eu pour conséquence une hausse des engagements et donc une baisse des ratios de couverture. Le risque de rachat a néanmoins été atténué par la capacité des assureurs à améliorer les taux de revalorisation des supports euros grâce aux provisions pour participation aux bénéfices (PPB, Graphique 43). La nette hausse du taux de revalorisation moyen en 2022 a été rendue possible par une dotation quasi nulle à la provision pour participation aux bénéfices, les assureurs n'ont donc pas jusqu'ici puisé dans ces réserves qui représentent 5,4 % des encours, et qui permettraient d'allouer un taux de revalorisation annuel de 3 % jusqu'en 2026, dans l'hypothèse où aucune nouvelle dotation ne serait faite à cette provision. Le taux de revalorisation effectif sera toutefois déterminé par chaque assureur en fonction du contexte financier et de sa politique de dotation ou reprise de cette provision.

Graphique 42 – Taux de couverture du capital de solvabilité requis (%)



Source : ACPR, données au 31 décembre 2022.

Graphique 43 – Provision pour participation aux bénéficiaires (% des encours)



Source : ACPR.

Concernant le segment non-vie, l'inflation a surtout des effets pour les assureurs offrant des garanties à long terme, en particulier l'activité construction, la couverture de la responsabilité civile générale, ainsi que la prévoyance. Pour ceux-ci, l'inflation peut peser pendant plusieurs années sur le coût des prestations à servir : celles-ci peuvent s'échelonner sur plusieurs années et les tarifs ne sont pas toujours révisés annuellement. Ces activités sont exposées à une hausse des coûts des sinistres et des frais qui rapportés aux primes (ratio combiné) sont généralement inférieurs à 100 %, permettant d'assurer une rentabilité technique positive, mais qui peuvent progresser au-dessus de 100 % sous l'effet de (i) sinistres plus nombreux, et/ou de (ii) l'inflation. En 2022, ces ratios combinés ont ainsi augmenté significativement en assurance non-vie hors santé jusqu'à atteindre 103,7 % au quatrième trimestre, niveau significativement supérieur à la moyenne de long terme (cf. chapitre 1, section D.2).

A.3. Fonds : augmentation de la vulnérabilité du fait de la procyclicité des acteurs exposés aux risques de levier et de liquidité

Les fonds d'investissement ont un poids croissant dans le financement des économies et font l'objet d'une surveillance renforcée depuis la crise financière de 2008. Plus précisément, les fonds d'investissement ouverts (*Open-Ended Investment Funds – OEF*) ont la particularité d'assurer à leurs investisseurs une liquidité de leurs parts à leur valeur liquidative. Celle-ci peut cependant être en décalage avec la liquidité effective de leur actif, en particulier lorsque les conditions de marché se détériorent. Les fonds d'investissement vulnérables à ce risque d'asymétrie de liquidité sont par exemple les fonds monétaires (*MMF*), les fonds obligataires, les fonds d'investissement alternatifs fournissant du crédit, les fonds immobiliers et les fonds diversifiés.

Cette asymétrie de liquidité entre l'actif et le passif peut constituer une vulnérabilité des fonds d'investissement ouverts, et affecter la stabilité financière. En effet, malgré la mise en œuvre progressive des recommandations faites en 2017 par le Conseil de stabilité financière en matière de mise à disposition d'outils de gestion de la liquidité (*Liquidity Management Tools – LMT*)⁸² et des progrès

⁸² La recommandation du Conseil de stabilité financière de 2017 ([lien](#)) est actuellement en cours de révision (finalisation prévue fin 2023- [lien vers le rapport de consultation publique](#)) et inclut notamment l'utilisation des outils de gestion de la liquidité par les gérants pour limiter l'avantage au premier sortant découlant du décalage structurel de liquidité des *OEFs* (recommandation 5).

réalisés en la matière dans l'Union européenne (dans le cadre de la revue des directives AIFM et UCITS, encore en cours), plusieurs épisodes récents de crises de liquidité, en particulier la crise des *MMF* en mars 2020, ont mis en évidence la dimension systémique de ces fonds, du fait de leur impact sur les marchés sous-jacents. Le risque de liquidité se matérialise lorsque les fonds doivent faire face à des demandes massives de rachats des porteurs excédant leurs poches de liquidité et auxquels ils peuvent être amenés à répondre *via* des ventes forcées d'actifs ou en ne réinvestissant qu'une partie des titres arrivant à échéance : ces mouvements, lorsqu'ils alimentent une baisse des prix des marchés d'actifs sous-jacents, peuvent ainsi amplifier les mouvements de rachats des porteurs. Peut ainsi se mettre en place une boucle rétroactive négative entre la hausse de la demande de liquidité des fonds et la baisse du prix des actifs sur les marchés. De plus, un mécanisme de contagion de la crise de liquidité aux autres acteurs financiers, par exemple les organismes d'assurance, peut se mettre en place via les effets de bilan et amplifier ainsi les risques pour la stabilité financière.

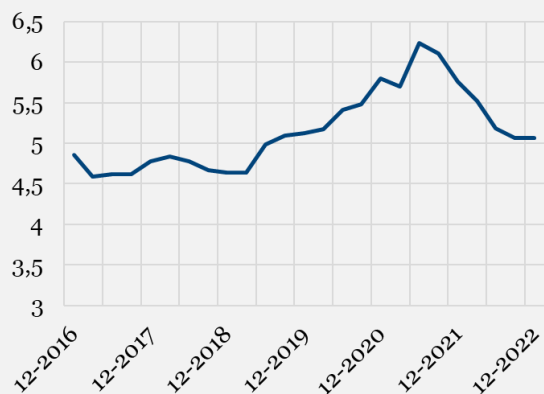
Les fonds d'investissement peuvent aussi être exposés à un risque de liquidité du fait du caractère procyclique des appels de marge liés aux transactions dérivées et des besoins de collatéral liés aux transactions de refinancement : ces effets ont par exemple été mis en évidence lors de la crise de liquidité des fonds de pension britanniques et de leurs fonds *Liability-Driven (LDI)* en octobre 2022. La baisse de la valeur des obligations souveraines britanniques à 30 ans (*Gilt*) a entraîné chez les fonds *LDI* des appels de marge sur les positions dérivées et des besoins de collatéral supplémentaire sur les transactions de financement, situation qui a enclenché une boucle rétroactive négative non quantifiée à ce stade entre baisse du prix des actifs et besoins de liquidité des fonds *LDI* et des autres fonds de pension britanniques. Entre le 23 et le 30 septembre 2022, la Bank of England (BoE) a estimé que les appels de marge et de collatéral ont atteint 80 Md£, provoquant ainsi par contagion des rachats massifs sur les fonds monétaires libellés en livres britanniques (6 % de l'actif net racheté en une semaine, et jusqu'à 20 % pour certains *MMF*). Ces mouvements ont amené la BOE à mettre en place deux dispositifs temporaires : i) un programme de rachats de *Gilts* de maturité longue, jusqu'à 65 Md£ le 28 septembre ; ii) la création d'une facilité de prise en pension des *Gilts* pour permettre aux banques de se refinancer.

En France, en 2022, les fonds d'investissement ouverts dans leur ensemble n'ont pas subi de mouvements de rachats massifs ayant entraîné la matérialisation du risque d'asymétrie de liquidité, ou subi une crise de liquidité liée aux appels de marge. Néanmoins, le risque de liquidité reste d'actualité pour les fonds obligataires, dont la valeur de l'actif a été impactée très négativement par la hausse des taux intervenue en 2022 et dont la durée moyenne reste élevée malgré une diminution sur les derniers mois (de 5 ans en moyenne à fin 2022, contre 5,7 ans à fin 2021 – Graphique 44) : ces fonds pourraient faire face à des demandes de rachats accrus des investisseurs, par exemple si les conditions de marché se dégradaient sur les actifs sous-jacents. Les *MMF* français (standards et de court terme) ont également réduit leur exposition au risque de taux, ce qui a permis le réinvestissement de l'actif sur des titres dont le rendement reflétait le nouvel environnement de taux. La sensibilité moyenne des fonds monétaires standards⁸³ (qui concentrent 80 % des encours) est ainsi passée de 53 jours fin 2021 à seulement 9 jours fin 2022 (Graphique 45), indiquant que les gérants se sont tournés vers des instruments leur permettant de se couvrir contre le risque de taux (*swaps* payeurs de taux fixes et instruments à taux variables). Par ailleurs, les coussins de liquidité quotidiens et hebdomadaires, utilisés pour gérer le risque de liquidité,

⁸³ Différents types de fonds monétaires existent : parmi les fonds VNAV (*variable net asset value*), majoritaires en France, il existe des fonds court terme et standards. Les fonds court terme ont notamment des limites réglementaires plus courtes concernant la maturité moyenne de leur portefeuille.

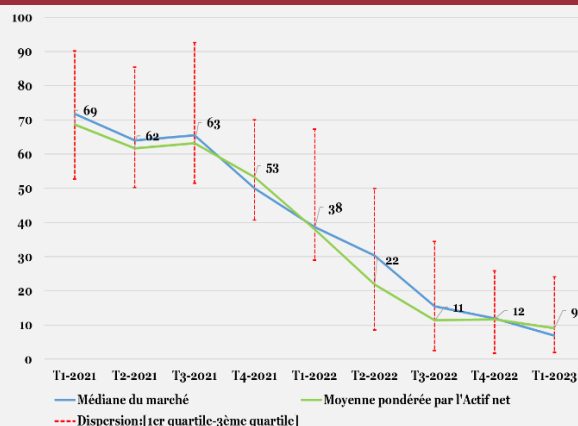
sont au-dessus des seuils réglementaires et sont restés stables en 2022 (19,5 % de coussin quotidien en moyenne pondérée par l'actif net pour les *MMF* standard) et en légère baisse au T1 2023⁸⁴.

Graphique 44 – Évolution de la sensibilité au risque de taux des fonds obligataires français (duration, en années)



Source : OPC titres, CSDB, calculs : Banque de France.

Graphique 45 – Évolution de la maturité moyenne pondérée des actifs⁸⁵ des fonds monétaires standard français (jours)



Source : AMF.

Enfin, le recours à l'effet de levier constitue également un facteur amplificateur de crise de liquidité. Celui-ci peut recouvrir deux réalités distinctes : le levier financier (le recours à l'endettement) et le levier synthétique *via* le recours aux instruments dérivés, qu'il est beaucoup plus difficile de mesurer. S'agissant des OPCVM, la directive dédiée exige que l'emprunt des fonds (le levier financier) ne dépasse pas 10 % de l'actif net, et seulement à titre temporaire. Elle impose par ailleurs une méthode de calcul du levier synthétique avec une approche par engagements, mais pas de limite réglementaire^{86 87}. S'agissant des fonds alternatifs, la directive AIFM a mis en place une obligation de déclaration du levier (synthétique et financier) mais ne fixe pas de limite, tout en prévoyant la possibilité pour les autorités nationales d'en imposer.

Si l'effet de levier est un sujet de préoccupation pour les instances internationales, au niveau français, les données déclaratives des gestionnaires et les estimations du niveau de levier montrent qu'en moyenne les fonds français font peu appel au levier financier ou synthétique dans leurs portefeuilles d'actifs.

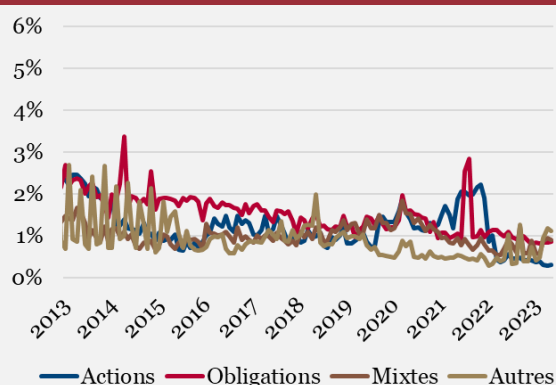
⁸⁴ Source : Rapport sur l'évolution du marché des fonds monétaires français entre le 31 mars 2021 et le 30 avril 2023, AMF.

⁸⁵ Comme précisé dans le règlement européen sur les fonds monétaires (MMFR), la maturité moyenne pondérée du portefeuille du fonds (*weighted asset maturity* ou *WAM*) est utilisée pour mesurer la sensibilité d'un fonds monétaire aux variations des taux d'intérêt du marché monétaire » (Source : Cartographie des marchés et des risques 2023, AMF).

⁸⁶ La directive UCITS impose que les fonds publient leur niveau de levier au prospectus et dans leur rapport annuel uniquement s'ils ont recours à la méthode VaR pour calculer leur exposition globale.

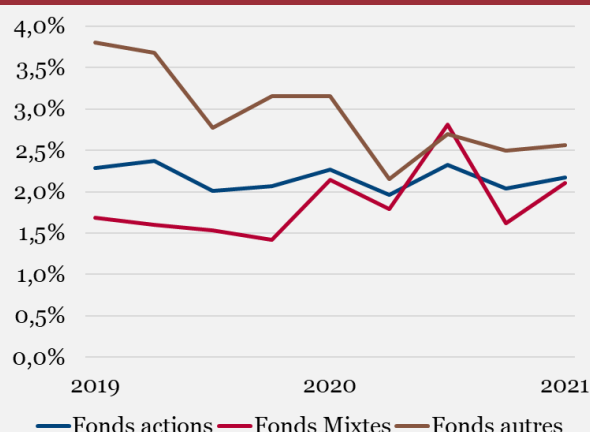
⁸⁷ La mesure est définie comme le levier par engagement, dont les expositions doivent être converties en équivalent sous-jacent et les positions compensées et ajustées de la couverture de risque.

Graphique 46 – Levier financier des fonds d'investissement français (%)



Source : BCE IVF.

Graphique 47 – Évolution du levier synthétique brut moyen par type de fonds (%)



Source : Banque de France, Evaluation des risques du système financier français, juin 2022 graphique 2.11.

B. L'impact sur le secteur non financier

B.1. Le resserrement des conditions de financement se transmet de façon ordonnée aux sociétés non financières, qui bénéficient d'importants facteurs de résilience

Le resserrement des conditions de financement affecte de manière différenciée les entreprises, selon leur taille et la diversification de leur financement

La hausse des taux directeurs de la BCE s'est transmise aux taux d'intérêt auxquels empruntent les SNF (Graphique 48). Le taux d'intérêt annuel pour les nouveaux titres de dettes émis sur les marchés⁸⁸ est ainsi passé de 0,89 % fin 2021 à 4,33 % fin 2022 et 4,01 % en mai 2023. Les taux d'intérêt des nouveaux crédits bancaires sont passés de 1,35 % à fin 2021 à 3,14 % à fin 2022 et 4,13 % en mai 2023. Cette hausse a par ailleurs été relativement plus forte pour les PME et les ETI : le taux d'intérêt pour les PME était de 4,4 % au mois d'avril 2023, soit un taux supérieur aux taux des crédits nouveaux aux ETI (3,57 %), eux-mêmes supérieurs à ceux des grandes entreprises (3,3 %). L'écart de taux entre les crédits aux PME et aux grandes entreprises est supérieur à 100 points de base depuis décembre 2022, un écart deux fois supérieur à sa moyenne sur la période 2010-2021, qui atteignait 55 points de base (Graphique 48).

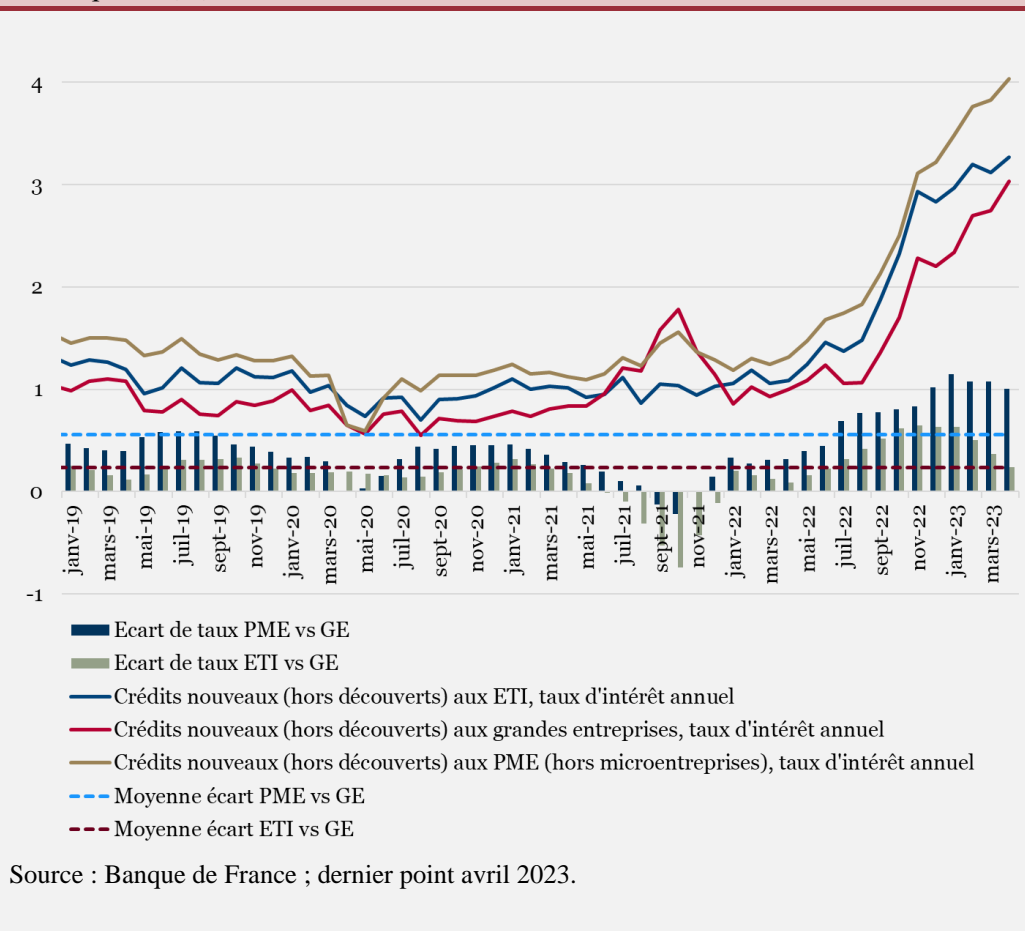
Cette évolution des taux d'intérêt des nouveaux crédits bancaires défavorise les PME et les ETI qui se financent largement par la dette bancaire. Malgré cette dynamique, l'enquête SAFE de la BCE et de la Commission européenne sur la période d'octobre 2022 à mars 2023 montre que le taux d'obtention des crédits demandés par les PME en zone euro reste élevé bien qu'elles ressentent plus fortement la baisse de la disponibilité des crédits bancaires. Selon l'enquête de conjoncture semestrielle auprès des TPE-PME de Bpifrance⁸⁹, en mai 2023 la proportion d'entreprises jugeant le coût du crédit comme un obstacle important à l'investissement était historiquement élevée et constituait l'obstacle à

⁸⁸ Webstat : MIR1.M.FR.B.A30.K.R.1.2240.EUR.N

⁸⁹ <https://lelab.bpifrance.fr/enquetes/77e-enquete-tpe-et-pme-les-dirigeants-prevoient-une-croissance-contrainte-pour-2024>

l'investissement rapporté le plus important avec la faiblesse de la demande aux entreprises. Cette tendance est confirmée par les résultats de l'enquête *Bank Lending Survey* de juillet 2023 qui rapporte une forte baisse de la demande de crédit des entreprises au deuxième trimestre 2023.

Graphique 48 – Taux d'intérêt des nouveaux crédits et écarts de taux selon les tailles d'entreprises (%)

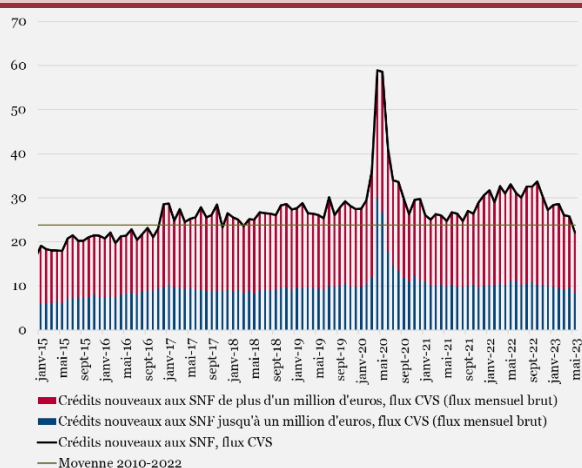


La hausse des taux d'intérêt a entraîné un début de ralentissement de la dynamique des flux de nouveaux crédits des SNF depuis la fin de l'année 2022, malgré des niveaux mensuels toujours importants (Graphique 49). Après un flux de nouveaux crédits particulièrement élevé en 2022, et un plus haut en octobre 2022 (33,7 Md€ de crédits nouveaux aux SNF en flux corrigés des variations saisonnières), les flux ont commencé à diminuer pour atteindre 25,7 Md€ en avril 2023 et sont passés sous la moyenne de 2010-2022 en mai 2023 (avec 22,1 Md€). Ce ralentissement à partir du mois de décembre 2022 a été confirmé par l'évolution des taux de croissance annuels des flux nets de crédits et des flux nets de titres de dette (Graphique 50).

Le taux de croissance annuel des crédits de trésorerie aux entreprises toutes tailles confondues a atteint 1,1 % en mai 2023, contre 11,1 % en octobre 2022, et le taux de croissance des titres de dette à court terme est passé de 10,8 % en novembre à - 9,8 % en mars. Le taux de croissance annuel des crédits à l'investissement a ralenti bien que dans une moindre mesure : il s'élevait à 6,9 % en mai 2023, contre 8,3 % en novembre, un taux toujours élevé au regard de la dynamique des dernières années. Le ralentissement du taux annuel de croissance des crédits bancaires a été principalement dû au ralentissement du crédit aux grandes entreprises (8,1 % en mai 2023 contre 20,2 % en octobre 2022).

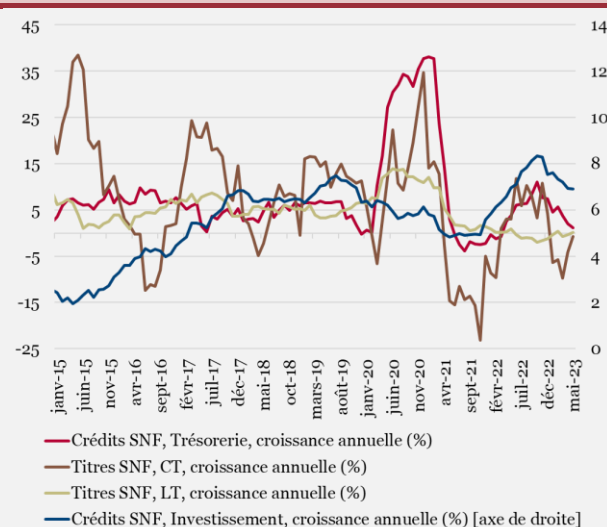
Cette baisse de la demande de crédits des grandes entreprises est cohérente avec le resserrement de l'écart entre le coût du financement de marché et le coût du financement bancaire, ainsi qu'une augmentation du taux de croissance des titres de dette depuis novembre pour les titres de dette à long terme et depuis avril pour les titres de dette à court terme. Cette dynamique explique aussi que la baisse soit plus forte pour la production de crédits de taille supérieure à 1 M€, que pour les crédits de taille inférieure à 1 M€ (Graphique 49). Pour les PME, le taux de croissance des crédits bancaires est également en baisse à 4 % en mai contre 6 % en octobre 2022.

Graphique 49 – Flux de nouveaux crédits aux SNF (production), par taille de crédit (M€)



Source : Banque de France ; dernier point mai 2023

Graphique 50 – Évolution des taux de croissance annuels des flux nets de crédits et des flux nets de titres de dette (%)



Source : Banque de France ; dernier point mai 2023

Les entreprises bénéficient toutefois d'importants facteurs de résilience après plusieurs années de taux bas et en raison de l'augmentation du taux de marge

Les SNF demeurent résilientes face à la hausse des taux en raison de la structure de leur endettement, à taux fixes et à maturité longue. La proportion de dette bancaire à taux variable est en effet minoritaire. Elle ne représentait que 24 % de l'encours en mars 2023, et seulement 3 % s'agissant de l'endettement de marché. Ces chiffres sont nettement inférieurs à ceux des pairs européens⁹⁰. Par ailleurs, la maturité moyenne de la dette des SNF françaises est plus longue (3,5 ans de maturité médiane de la dette des entreprises françaises à fin 2021, contre 3,4 ans en Allemagne, 2,6 ans en Espagne et 2,1 ans en Italie)⁹¹, et son profil d'amortissement est lissé (Graphique 51), ce qui rend plus diffus l'impact de la hausse des taux sur les charges financières, en dépit toutefois de la baisse récente de la maturité des crédits de trésorerie (24 mois en moyenne au T1 2023 contre 34 mois au T3 2022).

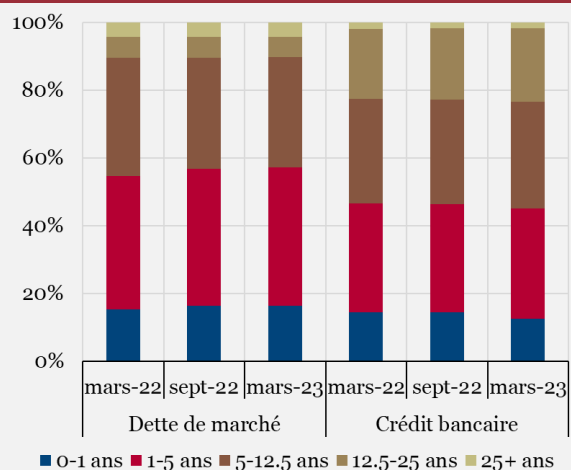
Dans ce cadre, le taux d'intérêt moyen de l'encours de dette augmente avec une relative inertie. Il restait en mars 2023 nettement inférieur au coût des nouveaux emprunts (2,19 % pour le stock de crédits à plus de 5 ans en mars 2023 contre 3,68 % pour les nouveaux crédits). À ce titre, en dynamique, une analyse de la charge d'intérêt rapportée à l'EBE des plus grandes entreprises cotées (entreprises composant le

⁹⁰ [ers_s12023_final_fr.pdf \(banque-france.fr\)](#)

⁹¹ <https://publications.banque-france.fr/hausse-des-taux-dinteret-les-entreprises-europeennes-ne-seront-pas-affectees-au-meme-rythme>

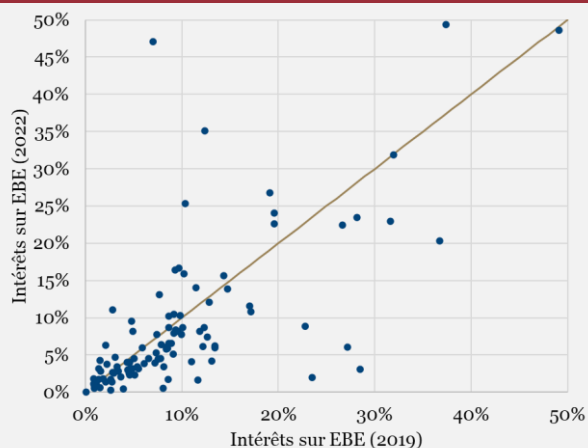
SBF 120) montre que les ratios de charge d'intérêt sur l'EBE étaient plus faibles en 2022 qu'ils ne l'étaient sur l'exercice 2019, pour plus des deux tiers des entreprises (68 %) de l'indice boursier (Graphique 52).

Graphique 51 – Répartition par tranche de maturité résiduelle des encours de dette des SNF françaises (%)



Source : Anacredit, CSDB, calculs Banque de France.

Graphique 52 – Évolution du ratio des intérêts sur EBE pour les entreprises du SBF 120 (%)



Source : Bloomberg ; N=106, les entreprises dont les données étaient manquantes, ainsi que celle dont le ratio était négatif ou supérieur à 50 % ont été exclues.

Cette résilience est renforcée par l'amélioration substantielle de la situation financière des entreprises, qui ont bénéficié d'une augmentation de leur taux de marge et de bons résultats en 2021 et 2022. L'EBE des PME (hors microentreprises) a augmenté de 4,6 % en moyenne en 2022 et le taux de marge est resté comparable au niveau record de 2021. Pour les PME et ETI, l'analyse des comptes annuels de 2022 indique que, malgré la progression de l'encours de dette des SNF, les leviers d'endettement des PME et ETI ont diminué, en raison de l'augmentation des capitaux propres, les ratios de levier revenant même au niveau pré-crise.

En pratique, les PME et ETI ont mobilisé leurs bons résultats réalisés en 2021 et 2022 pour renforcer leurs fonds propres. L'analyse de l'évolution de la qualité de crédit (cotes FIBEN) des PME révèle que le poids, en proportion des effectifs ou de la dette totale, des entreprises les plus en difficulté est revenu au niveau de 2019, suggérant que la capacité de remboursement des PME a été préservée⁹². Si le niveau de défaillance sur un an a nettement augmenté depuis décembre 2021, il est resté inférieur à sa moyenne historique⁹³. Cette résilience financière a été confortée par une amélioration du rendement du fonds de roulement des entreprises. En effet, face à la hausse des taux, les entreprises ont modifié l'allocation de leur trésorerie en réduisant leurs placements sur des comptes à vue et en la plaçant davantage sur des supports mieux rémunérés (en particulier les comptes à terme).

Enfin, s'agissant des grandes entreprises, le remplacement de la mesure dite « grands risques » par un coussin pour le risque systémique sectoriel permet de maintenir l'attention des banques sur leurs

⁹² Bulletin de la Banque de France 246/6 – mai-juin 2023 : https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bdf246-6_pme_web.pdf

⁹³ Suivi mensuel des défaillances | Banque de France (banque-france.fr).

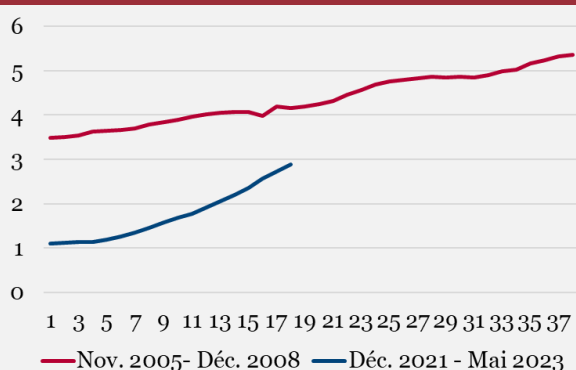
expositions aux grandes entreprises très endettées et renforce donc la résilience du financement des entreprises⁹⁴.

B.2. La décision relative aux crédits immobiliers permet de préserver des conditions d’octroi saines, notamment au regard de la hausse des taux, et de préserver la résilience des ménages et des banques

Une normalisation de la dynamique du crédit à l’habitat et un ralentissement de l’endettement des ménages

Après une période de taux extrêmement favorables, le resserrement de la politique monétaire s’est traduit par une normalisation des taux d’intérêt des crédits à l’immobilier résidentiel. Le crédit à l’habitat, qui représente structurellement la principale source d’endettement des ménages, constituait 85 % de l’encours de crédits aux ménages en mai 2023⁹⁵. Le taux d’intérêt moyen de cette catégorie de prêts est passé de 1,1 % à 2,89 % entre décembre 2021 et mai 2023, soit une augmentation significative de 179 points de base (202 points de base en excluant les renégociations). La croissance du coût des crédits à l’habitat est plus rapide que lors du précédent épisode de hausse des taux (188 points de base entre novembre 2005 et décembre 2008, cf. Graphique 53), reflétant la hausse particulièrement marquée des taux directeurs depuis juillet 2022 (400 points de base). Le taux d’intérêt moyen se situait en mai 2023 au niveau observé au deuxième semestre 2014, période charnière correspondant à la mise en place d’une politique monétaire très accommodante, mais restait encore inférieur à la moyenne observée avant ce cycle de taux historiquement bas (3,9 % en moyenne sur la période 2003-2014). En comparaison des autres grands pays européens, la hausse du coût des crédits à l’habitat (en incluant frais et assurance) est à ce stade moins importante en France, en raison notamment des limites fixées par le taux d’usure (Graphique 54).

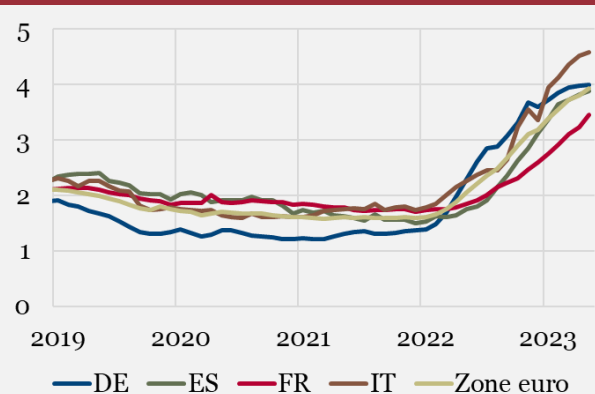
Graphique 53 – Taux d’intérêt mensuel moyen des nouveaux crédits à l’habitat, hors frais et assurance (%)



Source : Banque de France.

Note : l’axe des abscisses indique le nombre de mois écoulés à partir du début de la période considérée.

Graphique 54 – Taux d’intérêt mensuel moyen des nouveaux crédits à l’habitat, incluant frais et assurance (%)



Source : BCE.

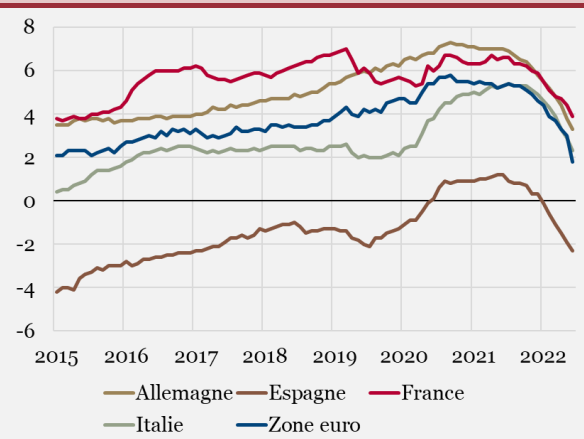
⁹⁴ Cf. Chapitre 2. B.

⁹⁵ [Crédits aux particuliers | Banque de France \(banque-france.fr\)](https://www.banque-france.fr)

Face au resserrement des conditions de financement, la production de crédits à l’habitat a ralenti à partir du deuxième semestre 2022 et l’endettement des ménages s’est orienté à la baisse. Après une année de production record en 2021 (260 Md€), la production mensuelle a diminué depuis juin 2022 pour atteindre 14,1 Md€ en mai 2023 (12,1 Md€ hors rachats et renégociations). Néanmoins, la production de crédits demeure au premier semestre 2023 plus dynamique en France que dans le reste de la zone euro (Graphique 55) et plus importante que celle observée en moyenne avant la période de taux exceptionnellement bas (9,5 Md€ par mois entre janvier 2003 et janvier 2015 en incluant les rachats et renégociations). Par ailleurs, la mensualisation des taux d’usure mise en œuvre au premier semestre 2023 a pu contribuer à lever d’éventuels freins à la hausse des taux et ainsi à fluidifier la production de crédit aux ménages.

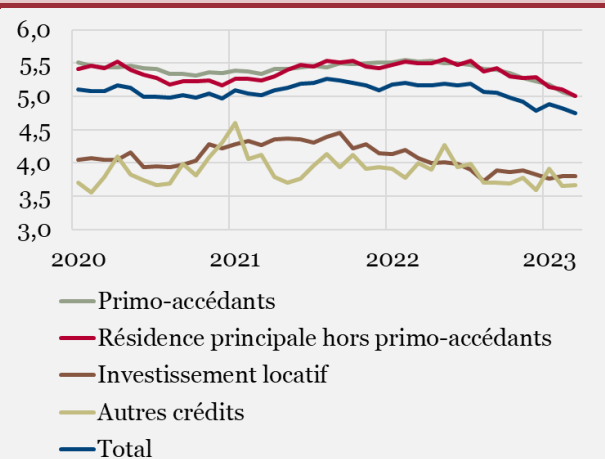
La diminution de la croissance des prêts à l’immobilier résidentiel s’est traduite par une stabilisation de l’endettement agrégé des ménages, après une période de hausse quasi-continue ces deux dernières décennies, qui avait fragilisé la situation du secteur et accentué les risques en matière de stabilité financière. À un niveau plus microéconomique, une baisse du taux d’endettement évalué à l’octroi est observée depuis mi-2022 (Graphique 56). Un désendettement ordonné pourrait contribuer à améliorer la résilience des ménages, qui seraient plus à même de résister à un choc négatif dans un contexte marqué par des incertitudes macroéconomiques, et la solidité financière des banques, qui seraient moins exposées au risque de défaut.

Graphique 55– Taux de croissance des encours de crédit à l’habitat (%)



Source : BCE.

Graphique 56 – Taux d’endettement à l’octroi (en années de revenus)



Source : ACPR.

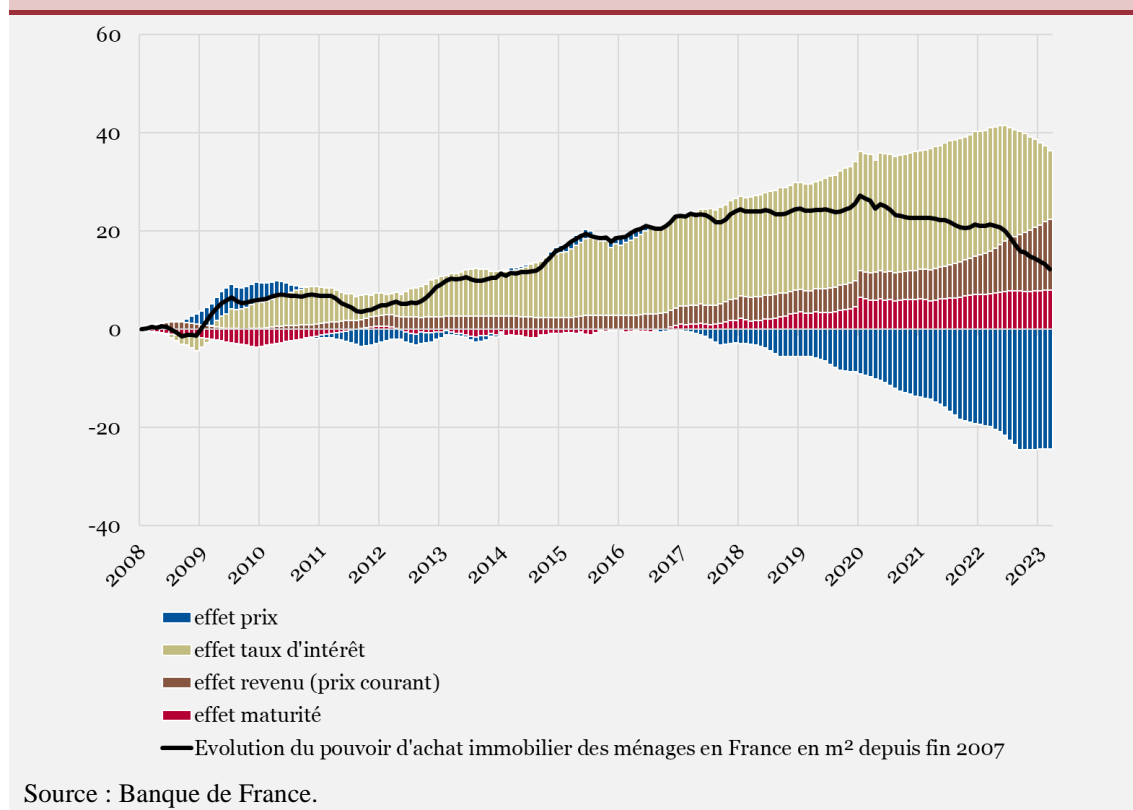
Un risque de crédit maîtrisé grâce à un modèle de financement robuste consolidé par l’action macroprudentielle du HCSF

Les ménages français s’endettent très majoritairement à taux fixe et sont donc protégés dans une large mesure contre la hausse des taux d’intérêt. La part d’encours de crédits à taux fixe (habitat et consommation) atteignait 94 % en France au premier trimestre 2023, contre 76 % en agrégé en zone euro (Graphique 58). La production de crédits à l’habitat à taux variable a très légèrement augmenté sur le deuxième semestre 2022 à la suite de la hausse des taux directeurs, mais s’est inscrite en repli début 2023 pour atteindre 1 % de la production mensuelle en avril 2023 (contre 2 % fin 2022). Le risque de taux est donc essentiellement porté par les banques françaises, qui devraient à moyen terme bénéficier d’un impact positif de cette hausse sur leurs marges nettes d’intérêt (cf. chapitre III, section A.1).

Les mesures de soutien public et un contexte macroéconomique favorable en matière d'emploi permettent de limiter à ce stade les effets de l'accélération de l'inflation sur le pouvoir d'achat et la solvabilité des ménages. Ces derniers ont notamment bénéficié d'un bouclier tarifaire mis en place en 2021 plafonnant la hausse des prix de l'électricité, qui devrait cependant être progressivement supprimé. Par ailleurs, le taux de chômage a atteint un niveau historiquement faible en France depuis le dernier trimestre 2022 (7,1 % au premier trimestre 2023, - 3,4 points de pourcentage par rapport au pic de mi-2015), contribuant à la solidité de la situation financière des ménages. La solvabilité des ménages devrait rester robuste, même en cas de hausse modérée du taux de chômage, d'autant plus que le système de protection sociale en France est relativement favorable, avec un niveau d'indemnisation supérieur à la moyenne européenne⁹⁶. Enfin, une partie des ménages continue de bénéficier d'un surplus d'épargne accumulée durant la pandémie de Covid-19 (cf. chapitre I, section C.1).

L'amélioration significative des conditions d'octroi depuis la mise en place par le HCSF de limites portant sur le taux d'effort et la maturité des crédits à l'habitat a permis de renforcer la résilience des emprunteurs. Cet assainissement de la production de crédit n'a pas entravé sa dynamique, les mesures du HCSF ayant notamment coïncidé avec des volumes de production record en 2021. La baisse de la production de crédit immobilier depuis le deuxième semestre 2022, à la suite d'une période de forte croissance du crédit, s'explique avant tout par la moindre demande des ménages du fait de la hausse des taux d'intérêt⁹⁷ (Graphique 57) qui affecte leur pouvoir d'achat immobilier.

Graphique 57 – Évolution cumulée du pouvoir d'achat immobilier depuis fin 2007 (%)



Source : Banque de France.

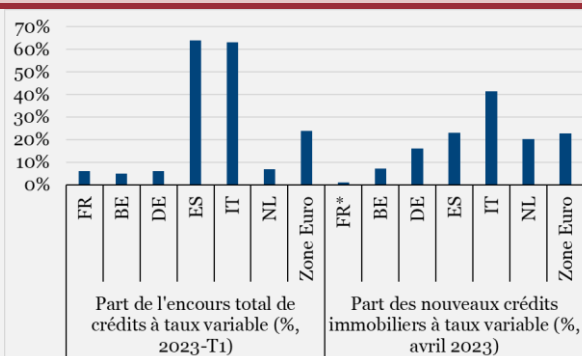
⁹⁶ [La protection sociale en France et en Europe en 2021 - Résultats des comptes de la protection sociale - Édition 2022 | Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques \(solidarites-sante.gouv.fr\)](#)

⁹⁷ [Note d'information sur le crédit immobilier en France | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

Dans ce contexte, l'encadrement des conditions d'octroi de crédits immobiliers mis en place par le HCSF à partir de fin 2019 a permis d'éviter une dégradation des conditions d'octroi, à la différence du dernier épisode de hausse des taux d'intérêt (2005-2008). Au cours de cette période, la production de crédits à l'immobilier résidentiel avait commencé à diminuer à partir du second semestre 2006, tandis que la croissance annuelle de l'encours avait continué à augmenter jusque fin 2006 avant de s'infléchir modestement (13,1 % à l'été 2005, 15,8 % à l'automne 2006 et 8,0 % fin 2008). Cette évolution s'était accompagnée d'une forte dérive des conditions d'octroi, la maturité moyenne passant de 16,5 ans fin 2005 à plus de 20 ans début 2008 avec le développement des crédits à 25 ans et le taux d'effort moyen passant de 30 % en 2005 à 32 % en 2009 du fait de l'augmentation tendancielle des taux d'effort élevés (supérieurs à 30 %) et très élevés (supérieurs à 35 %). Cette dégradation des conditions d'octroi a expliqué une part significative de l'augmentation de la sinistralité des crédits à l'habitat sur la période 2005-2013⁹⁸. À l'inverse, le suivi par l'ACPR de la conformité des banques à la décision HCSF (voir Chapitre II Partie C) indique que la mesure a permis de maintenir des conditions d'octroi saines au regard de la hausse des taux d'intérêt, ce qui contribue à préserver la résilience des emprunteurs et à limiter les risques auxquels sont exposées les banques.

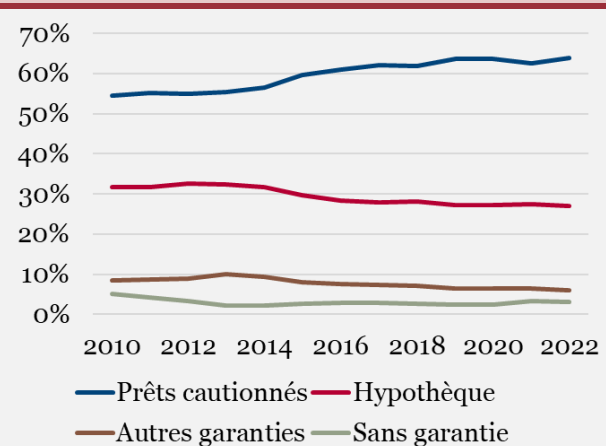
Du fait de l'importance de la part des prêts cautionnés en France (Graphique 59), qui représentaient 64 % de l'encours de crédits à l'habitat à fin 2022, le ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier observé depuis début 2023 (2,9 % en glissement annuel au premier trimestre 2023 contre 4,8 % au quatrième trimestre 2022) représente un risque contenu pour les ménages et les banques. En effet, la valeur du bien immobilier n'est pas un levier d'accès au crédit pour les ménages qui sont relativement protégés d'un effet de richesse négatif. En ce qui concerne les prêteurs, la prépondérance des prêts cautionnés permet d'atténuer le risque lié à une baisse de valorisation du collatéral qui peut être observée dans le cas de prêts hypothécaires, en limitant les pertes encourues par la banque en cas de défaut de la contrepartie. Ainsi, une baisse modérée et ordonnée des prix de l'immobilier aurait un effet limité sur la stabilité financière.

Graphique 58 – Part des prêts à taux variable dans l'encours et la production de crédit (%)



Source : ACPR (nouveaux crédits immobiliers FR), BCE.

Graphique 59 – Nature des garanties des crédits à l'habitat (% de l'encours total)

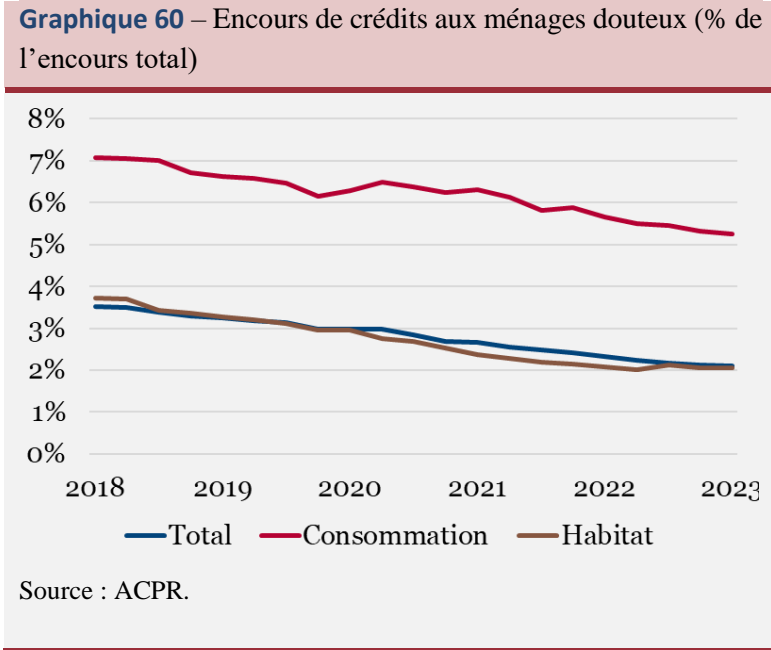


Source : ACPR.

Du fait de l'existence en France de ces facteurs de résilience, le risque de crédit n'a pas augmenté pour les ménages. La part de prêts non performants accordés aux ménages a diminué de façon continue depuis

⁹⁸ [Évaluation des risques du système financier, décembre 2021](#)

2018, atteignant 5,2 % pour les prêts à la consommation et 2 % pour les prêts à l’habitat au premier trimestre 2023 (Graphique 60). Ces dynamiques indiquent à ce stade une normalisation ordonnée des cycles de l’immobilier résidentiel et du crédit à l’habitat suite à une période de croissance record, sans hausse significative des risques pour le secteur des ménages à ce stade.



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.

BCE : Banque centrale européenne.

Bâle 3 : cf. Comité de Bâle.

Billets de trésorerie (*Commercial Papers*) : titres de créance négociables émis par les entreprises pour une durée inférieure à un an.

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.

CDS : *Credit Default Swaps*, dérivés de crédit. Les dérivés de crédit sont des produits dérivés permettant de se protéger contre des défauts sur les crédits. L'acheteur de CDS verse périodiquement une prime au vendeur de la protection, ce dernier promettant de compenser les pertes en cas d'évènement de crédit, c'est-à-dire non-remboursement de tout ou une partie du crédit sur lequel le contrat porte.

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'UE. 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. À la suite des accords dits « Bâle 3 », le règlement CRR a défini une classification des fonds propres des établissements de crédit selon leur « qualité », classification utilisée pour les exigences réglementaires sur les fonds propres. Dans un ordre croissant de qualité, le capital est ainsi divisé en « Tier 2 », « *Additional Tier 1* » (AT1) et « *Common Equity Tier 1* » (CET1). Les fonds propres CET1, définis à l'article 50 de CRR, sont constitués du capital social et primes d'émission associées, des réserves, des résultats non distribués et des fonds bancaires pour risques bancaires généraux. L'ABE publie et met régulièrement à jour une liste des instruments autorisés en tant que CET1 dans les différents pays ([lien](#) pour la publication de décembre 2019). Le « ratio CET1 » est un ratio prudentiel qui désigne la valeur des fonds propres CET1 divisés par la valeur des actifs pondérés selon leur niveau de risques (*Risk-Weighted Assets*), Cf. notice 2020 de l'ACPR sur le calcul et la publication des ratios prudentiels ([lien](#)).

Coefficient d'exploitation : le coefficient d'exploitation rapporte les charges d'exploitation au produit net bancaire.

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. Son secrétariat est assuré par la Banque des règlements internationaux (BRI). Ses décisions sont transposées dans les législations nationales et européennes, par exemple dans le « paquet bancaire » (CRD/CRR). L'accord dit « Bâle 3 » (*Basel III*) de 2010, ainsi que les travaux de mise en œuvre consécutifs, visent à renforcer le système financier après la crise financière de 2008. Ses exigences sont regroupées en trois piliers : le Pilier 1 recouvre des exigences communes à toutes les banques (en particulier, des planchers de ratios prudentiels), le Pilier 2 concerne la surveillance prudentielle par des autorités de supervision et le Pilier 3 s'appuie sur la discipline de marché, avec des obligations de transparence et relatives à la

communication financière. Cf. site de la BRI ([lien](#) et [tableau synthétique](#) de Bâle 3).

CRD IV : Directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, dite CRD pour *Capital Requirements Directive*, directive sur les exigences en capital. [Lien EUR-Lex](#).

CRD V : Directive (UE) 2019/878 modifiant la directive CRD en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières *holding*, les compagnies financières *holding* mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres. [Lien EUR-Lex](#). CRD V et CRR II sont souvent désignées conjointement par le terme de « paquet bancaire », parfois en y joignant d'autres textes comme les projets de directive BRRD 2 (*Bank Recovery and Resolution Directive*, Directive sur le redressement et la résolution) et SRMR (*Single Resolution Mechanism Regulation*, ou Mécanisme de résolution unique, MRU). Elle s'inscrit dans la démarche en vue de la construction d'une « union bancaire » (cf. Union bancaire).

CRR : Règlement (UE) 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, dit CRR pour *Capital Requirement Regulation*, Règlement sur les exigences en capital. [Lien EUR-Lex](#).

CRR II : Règlement (UE) 2019/876, modifiant le règlement CRR en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et le règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*, Réglementation européenne des infrastructures de marché). [Lien EUR-Lex](#).

CSR / SCR : capital de solvabilité requis / *Solvency Capital Requirement*. C'est le niveau de capital de solvabilité requis dans le cadre de la directive Solvabilité 2 qui s'applique au secteur de l'assurance. Il correspond au capital nécessaire pour limiter la probabilité de ruine de l'organisme d'assurance à 0,5 % à horizon un an. Propre à chaque organisme, il dépend de son activité, de ses expositions aux risques et du contexte macroéconomique. Il peut être calculé selon une formule standard ou basé sur un modèle interne. Si la réglementation impose un taux de couverture du CSR minimum de 100 %, les ratios effectifs des entreprises d'assurance sont en pratique nettement supérieurs.

EBE : excédent brut d'exploitation.

ENE : excédent net d'exploitation, calculé comme l'EBE diminué des dotations aux amortissements.

ETF : *Exchange-Traded Funds*, fonds négociés en bourse. Ce sont des fonds de placement en valeurs mobilières dont les parts peuvent être négociées en bourse, comme des actions. Il s'agit généralement, bien que pas exclusivement, de fonds indiciels, à savoir de fonds répliquant passivement un indice de référence et offrant ainsi à l'investisseur une performance identique à celle de l'indice répliqué.

ETI : entreprise de taille intermédiaire. Entreprise qui n'appartient pas à la catégorie des PME et qui, d'une part, emploie moins de 5 000 personnes et, d'autre part, réalise un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500 M€ ou a un total de bilan n'excédant pas 2 000 M€. Cf. PME et GE.

EVE : *Economic Value of Equity*, valeur économique des fonds propres. L'EVE désigne la somme des flux nets actualisés, c'est-à-dire la différence entre la somme des valeurs actualisées des entrées de trésorerie et des intérêts des actifs d'une part et la somme des valeurs actualisées des sorties de trésorerie ou des intérêts des passifs (hors fonds propres) d'autre part, à laquelle s'ajoute la somme des valeurs actualisées des flux de trésorerie attendus sur les instruments hors bilan. Elle est notamment utilisée pour mesurer les risques de taux d'intérêt auxquels est exposée une banque.

FIA : Fonds d'investissement alternatif. Ce terme regroupe une catégorie de fonds très divers (fonds à vocation générale, fonds de capital-investissement, fonds immobiliers, qu'ils soient ouverts à des investisseurs non professionnels ou non...), distincte des OPCVM (cf. [site de l'AMF](#)) et qui relèvent de la directive AIFM (directive 2011/64/UE du 8 juin 2011).

FMI : Fonds monétaire international.

GE : grande entreprise. Cette catégorie regroupe les entreprises qui ne sont ni des PME, ni des ETI. Une GE emploie donc plus de 5 000 personnes ou réalise un chiffre d'affaire de plus de 1,5 Md€ et a un total de bilan de plus de 2 Md€.

HQLA : *High Quality Liquid Assets*. Les HQLA sont des actifs qui restent liquides sur les marchés en

période de tensions et sont, dans la majorité des cas, éligibles pour des opérations avec la banque centrale.

ICR : *Interest Coverage Ratio*, ratio de couverture des frais financiers. Il se calcule comme le rapport entre, d'une part, la valeur ajoutée, majorée des subventions d'exploitation, minorée des charges de personnel, des impôts et taxes d'exploitation, des autres charges nettes de gestion courante hors intérêts nets et éléments assimilés, des dépréciations et amortissements (*Earnings Before Interest and Taxes*) et, d'autre part, les intérêts et éléments assimilés.

LCR : *Liquidity Coverage Ratio*, ratio de couverture des besoins de liquidités, pour un établissement de crédit. Il se calcule comme le ratio de l'encours d'« actifs liquides de haute qualité » (HQLA) sur le total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours calendaires suivants (défini selon un certain scénario de tension). Le règlement délégué (UE) 2015/61 ([lien EUR-Lex](#)), transposant une exigence de Bâle 3, a fixé des exigences croissantes de LCR minimal pour les banques, jusqu'au niveau exigé de 100 % à partir du 1^{er} janvier 2018. Cela vise à favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une grave crise qui durerait 30 jours. Cf. la notice 2018 de l'ACPR relative au calcul des ratios prudentiels ([lien](#)), le rapport de l'ABE de mars 2019 sur les mesures de liquidité ([lien](#)). Cf. également NSFR.

LDI : *Liability-driven investment*, stratégie d'investissement guidée par le passif. Un investissement guidé par le passif (IGP) est un investissement dans des actifs qui peuvent générer les liquidités nécessaires au paiement des obligations financières (passif). Ce type d'investissement est courant dans les régimes de retraite à prestations définies, car les entreprises et les fonds de pension (notamment britanniques) sont tenus de fournir le revenu garanti promis aux bénéficiaires.

LR : *Net Leverage Ratio*, taux d'endettement net. Il se calcule comme le rapport entre les dettes totales nettes des disponibilités et les capitaux propres de l'entreprise.

MREL : *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, Exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles, pour le renflouement interne.

MSU / SSM : Mécanisme de surveillance unique / Single Supervisory Mechanism. Il s'agit du système de supervision bancaire européen. Il est composé de la BCE, qui contrôle, et des autorités nationales de supervision des pays participants ([site du MSU](#)). La BCE contrôle directement les banques les plus importantes, et indirectement les autres, via les autorités nationales de surveillance prudentielle (en France, l'ACPR). Il couvre les pays de la zone euro et les pays volontaires qui concluent une « coopération rapprochée » avec la BCE.

NSFR : *Net Stable Funding Ratio*, ratio de financement stable net, ou ratio structurel de liquidités à long terme. Il se définit comme le ratio du financement stable disponible (défini par la somme des passifs et fonds propres pondérés selon leur stabilité présumée, les pondérations allant de 0 % pour les catégories de passif réputées les moins stables à 100 % pour les plus stables), sur le financement stable requis (défini par la somme des actifs et expositions hors bilan pondérés selon leur liquidité présumée, les actifs les plus liquides ayant une pondération de 0 % et les moins liquides de 100 %). Cf. document du Comité de Bâle d'octobre 2014 qui lui est consacré ([lien](#)). Le règlement CRR II fixe une exigence de NSFR minimum à 100 %, avec pour but de réduire le risque de tensions sur le financement sur une période longue (supérieure à un an) en imposant aux banques de financer leurs activités grâce à des sources suffisamment stables. Cf. également LCR.

OAT : Obligations assimilables du Trésor. Les OAT sont des valeurs assimilables du Trésor à moyen et long terme, de maturité de 2 à 50 ans. La technique de l'assimilation consiste à rattacher une nouvelle émission à une OAT déjà créée et émise antérieurement. Les OAT constituent la forme unique du financement à moyen et long terme de l'Etat.

Obligations high yield : obligations à haut rendement. Ce sont des obligations émises par des entreprises ayant reçu d'une agence de notation une note de crédit inférieure ou égale à BB+. Pour compenser leur risque de défaut plus élevé, ces obligations offrent un rendement plus élevé que les obligations mieux notées, dites *investment grade*.

Obligations investment grade : obligations émises par des entreprises dont la note de crédit est entre AAA et BBB-.

OPC : organisme de placement collectif. Ce sont soit des OPCVM, soit des FIA.

OPCVM : organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ce terme inclut les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds commun de placement) - cf. [site de l'AMF](#).

PGE : prêts garantis par l'État, dispositif prévu par la loi de finances rectificative du 23 mars 2020 et opérationnel depuis le 25 mars 2020. Le PGE est un prêt octroyé à une entreprise ou un professionnel par sa banque et faisant l'objet d'une garantie apportée par l'État sur une partie significative du prêt (70 % ou 80 % pour les grandes entreprises et 90 % pour les autres entreprises). L'enveloppe totale de financements garantis est de 300 Md€.

PIB : produit intérieur brut.

PME : petites et moyennes entreprises. Une PME est une entreprise qui emploie moins de 250 personnes et qui a un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 M€ ou un total de bilan n'excédant pas 43 M€. Cf. GE et ETI.

PNB : produit net bancaire.

Ratio combiné net : rapport des charges (prestations et frais) aux primes collectées nettes.

Ratio de levier / leverage ratio : ratio des fonds propres sur l'actif total. Pour les banques, il se définit comme le ratio des fonds propres de catégorie 1 divisés par le total des expositions (actifs) au bilan et hors bilan. Utilisé d'abord dans le cadre du « pilier 2 » (c'est-à-dire d'exigences calibrées spécifiquement pour chaque banque par l'autorité de supervision), les accords de Bâle 3 fixent un ratio de levier minimum de 3 % en tant que norme « pilier 1 » depuis 2018. Cette exigence a été transposée en législation européenne par le « paquet 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.

SAFE : *Survey on the access to finance of enterprises*, enquête sur l'accès des entreprises au financement, menée deux fois par an, d'octobre à mars et d'avril à septembre, par la BCE en coopération avec la Commission européenne ([lien](#) vers le site de la BCE).

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).

SyRB : *Systemic Risk buffer*, coussin pour le risque systémique. Introduit par l'article 133 de la directive CRD, et constitué de fonds propres de base de catégorie 1, il vise à prévenir et atténuer les risques macroprudentiels ou systémiques non couverts par le règlement CRR ni par le coussin de fonds propres contracyclique et les coussins pour les établissements d'importance systémique mondiale ou autres établissements d'importance systémiques, au sens d'un risque de perturbation du système financier susceptible d'avoir de graves répercussions sur le système financier et l'économie réelle d'un État membre donné. Il peut viser l'ensemble du secteur financier ou un ou plusieurs sous-ensembles de ce secteur et peut s'appliquer à toutes les expositions ou à un sous-ensemble d'expositions sectorielles (coussin pour le risque systémique sectoriel ou *Sectoral Systemic Risk Buffer*, sSyRB).

TLAC : *Total Loss Absorbing Capacity*, capacité totale d'absorption des pertes. C'est un mécanisme d'absorption des pertes, pour les banques d'importance systémique mondiale (« G-SIB » pour *Global Systematically Important Banks*), élaboré par le Conseil de stabilité financière (CSF, ou FSB pour *Financial Stability Board*) en consultation avec le Comité de Bâle » et transposé en droit européen par le « paquet bancaire ».

TLTRO : *Targeted longer-term refinancing operations*, opérations ciblées de refinancement de long terme. Ces opérations constituent l'un des instruments non conventionnels de politique monétaire de la BCE. Les TLTRO permettent d'octroyer des prêts à long terme aux banques et de les inciter, ainsi, à accroître leur activité de prêt au profit des entreprises et des consommateurs de la zone euro. Le taux dont les banques peuvent bénéficier dépend de l'évolution de leur encours de crédit. Trois opérations ont été lancées, la première de septembre 2014 à septembre 2018, la deuxième entre juin 2016 et mars 2017 et la troisième entre septembre 2019 et décembre 2021. Des conditions plus favorables ont

été appliquées à toutes les opérations entre juin 2020 et juin 2022.

Union bancaire : démarche visant à une plus grande intégration du système bancaire européen, et en particulier celui de la zone euro. Elle a été initiée par la « Feuille de route pour une union bancaire » de septembre 2012 (communication de la Commission, [lien](#)). Elle s'est traduite par plusieurs textes, en particulier ceux instaurant le Mécanisme de supervision unique (MSU) et le Mécanisme de résolution unique (MRU / SRMR), ainsi que le « paquet bancaire » (CRR II, CRD V principalement) et les textes relatifs au système de garantie des dépôts. Cf. site de la Commission ([lien](#)), site du Parlement européen ([lien](#)), site du Conseil ([lien](#)), et site du MSU ([lien](#)).

VA : valeur ajoutée.