

HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel **Septembre 2024**

Table des matières

TABLE DES MATIÈRES	2
RÉSUMÉ	4
CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER SUR L'ENSEMBLE DE L'ANNÉE 2023 ET DÉBUT 2024	7
A. Environnement macroéconomique	7
B. Marchés	8
C. Acteurs non financiers	11
D. Acteurs financiers	16
DIX ANS D'ACTION DU HCSF	24
A. Le rôle, les missions et les pouvoirs du HCSF	24
B. Au cours de ses dix premières années d'existence, et face aux vulnérabilités identifiées, le HCSF a mis en œuvre plusieurs mesures macroprudentielles afin de renforcer la résilience du système financier	27
C. Le Haut Conseil surveille également d'autres enjeux en matière de stabilité financière, tels que l'immobilier commercial et les risques liés au changement climatique	38
D. Tableau récapitulatif des décisions du HCSF en vigueur au 30 juin 2024	41
ÉVALUATION DES EFFETS DE LA MESURE HCSF RELATIVE AUX CONDITIONS D'OCTROI DES CRÉDITS À L'HABITAT	42
A. Analyse microéconométrique : les ajustements des différents segments du marché à la mesure	43
B. Analyse macroéconomique : effets de la mesure sur les crédits à l'habitat et les prix de l'immobilier	46
C. Modèle à agents : évaluation <i>ex post</i> de la mesure immobilier	54

Ce rapport a été adopté par les membres du Haut Conseil de stabilité financière par procédure écrite.

Antoine Armand
Ministre de l'Économie, des Finances et de
l'Industrie
Président du Haut Conseil de stabilité financière

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

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

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

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

Laëtitia Lepetit
Professeure, Université de Limoges
Personnalité qualifiée

Caroline Hillairet
Professeure, ENSAE
Personnalité qualifiée

Ingrid Nappi
Professeure, Ecole des Ponts Paris Tech
Personnalité qualifiée

Les données sous-jacentes à la rédaction de ce rapport ont été arrêtées au 30 juin 2024, à l'exception des prévisions de la BCE en date de septembre 2024.

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

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

Résumé

Depuis la publication du précédent rapport annuel du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), en octobre 2023, le système financier français confirme sa résilience dans un contexte marqué par la stabilisation des conditions financières et le ralentissement du crédit tant aux sociétés non financières qu'aux ménages. Ce rapport annuel, qui couvre l'année 2023 et le premier semestre 2024, 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). À l'occasion des dix ans du Haut Conseil, le deuxième chapitre revient sur son action depuis sa création. Enfin, un chapitre thématique analyse l'impact de la mesure du HCSF sur les conditions d'octroi de crédit immobilier résidentiel, à l'aide de différentes modélisations qui concluent toutes à un effet de premier ordre, principal et durable, de l'environnement de taux sur la dynamique d'octroi de crédits.

L'environnement macro-financier de 2023 et début 2024 a été à nouveau marqué par une inflation et des taux plus élevés qu'initialement anticipé par les participants de marché

En 2023, la croissance du PIB français atteint 1,1 %, soutenue par la demande intérieure tandis que l'investissement public et des entreprises compense la baisse de l'investissement des ménages. En 2024, l'économie française continue de croître, stimulée par des exportations dynamiques et la croissance devrait baisser mais rester proche de 1 % sur l'année. L'inflation en France baisse, passant de 6,3 % en février 2023 à 2,2 % en juin 2024. En zone euro, la croissance diminue à 0,6 % en 2023 en raison de la faiblesse du commerce mondial et du resserrement monétaire alors que l'inflation reflue à 1,7% en septembre 2024. Elle devrait atteindre 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026, selon les prévisions de la BCE de septembre 2024.

Les évolutions sur les marchés financiers reflètent principalement les évolutions des anticipations de taux directeurs et de croissance par les participants de marché, et les mouvements d'aversion ou d'appétit pour le risque du printemps et de l'automne 2023. Dans l'ensemble, la volatilité sur les marchés obligataires et actions diminue, malgré quelques épisodes de tensions ponctuelles ou localisées sur certains segments. Les *spreads* souverains fluctuent mais restent globalement stables. Depuis le début de l'année 2023, les prix des actions progressent sous l'effet de l'activité économique résiliente et demeurent à des niveaux de valorisation élevés mais contenus.

Les fondamentaux financiers robustes des ménages et des entreprises françaises favorisent encore leur résilience en 2023 et 2024

Le taux d'épargne des ménages reste très élevé en 2023, en lien avec la persistance de l'inflation pendant toute la période sous revue. Le taux d'épargne est soutenu par une épargne financière toujours plus élevée qu'avant la crise sanitaire et progressivement réallouée par les ménages vers des produits davantage rémunérateurs. Ainsi, la migration des dépôts à vue vers des dépôts à terme ou des livrets rémunérés¹ se poursuit, de même que la collecte plus importante sur les assurances-vie en unité de compte, par rapport aux fonds euros. Toutefois, en agrégé, les placements nets des ménages diminuent en 2023 par rapport à 2022. La période sous revue est en effet caractérisée par la chute importante de la production de crédits immobilier aux ménages, en lien avec la baisse de la demande liée à la hausse des taux d'intérêt. Le marché immobilier s'est ainsi ajusté par les quantités, via une baisse des transactions, et par les prix sur l'année 2023.

¹ Le taux du livret A atteint 3 % sur l'année 2023 et est gelé à ce niveau jusqu'en janvier 2025.

Malgré la hausse des taux, les entreprises françaises continuent de bénéficier de fondamentaux financiers solides. La dynamique de l'endettement global ralentit, mais l'accès au crédit demeure favorable dans l'ensemble. Compte tenu de la fixité des taux d'emprunt et des maturités longues de la dette contractée, les charges financières des entreprises augmentent faiblement en 2023. En revanche, la trésorerie des entreprises s'érode progressivement mais reste supérieure à son niveau de 2019. De même, les défaillances continuent d'augmenter et dépassent désormais les niveaux pré-covid².

Les acteurs financiers français continuent de bénéficier de positions prudentielles et de liquidité robustes alors que la recomposition des passifs se poursuit

En 2023, après une année 2022 exceptionnelle, les revenus et la rentabilité des grandes banques françaises baissent légèrement. Au premier semestre 2024, les résultats bancaires apparaissent en demi-teinte, à la fois au regard des résultats précédents et de leurs concurrentes européennes. 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 engendre toutefois un renchérissement des passifs bancaires plus rapide que celui de l'actif, diminuant les marges nettes d'intérêt. La prépondérance des crédits à taux fixes freine les revenus des banques mais soutient la résilience des ménages et des entreprises, confortant la bonne qualité des actifs bancaires et limitant la hausse du coût du risque. Les banques françaises conservent par ailleurs des fondamentaux prudeniels solides et de confortables marges au-dessus de leurs exigences de solvabilité et de liquidité.

De même, les assureurs maintiennent une situation de solvabilité très satisfaisante en 2023, tout en connaissant une évolution de l'activité contrastée selon les segments : le segment de l'assurance-vie enregistre une légère décollecte en 2023, en raison de la progression, néanmoins contenue, des rachats, principalement sur les supports en euros. L'activité sur le segment non vie progresse significativement. Les encours des fonds français augmentent du fait de souscriptions nettes importantes sur les fonds monétaires et d'effets de valorisation positifs sur l'ensemble des OPC, dans un contexte de hausse des marchés boursiers. Les risques liés au secteur de l'immobilier commercial restent orientés à la hausse, avec un volume de transactions en forte baisse sur l'année 2023.

Les mesures macroprudentielles adoptées par le HCSF permettent au système financier français de faire face aux vulnérabilités identifiées

Les premières mesures sont activées en 2018 pour, d'une part, limiter les expositions des banques systémiques aux grandes entreprises françaises très endettées (mesure dite grands risques) et, d'autre part, constituer une réserve de protection du crédit (coussin de capital contracyclique), utilisée lors de la crise du covid-19. Elles sont complétées à partir de 2019, à la suite d'une consultation publique, par la mesure relative au crédit immobilier. Celle-ci a été mise en œuvre de façon graduelle, par le biais d'une recommandation d'abord puis d'une décision juridiquement contraignante.

Ces mesures font l'objet de revues régulières et sont ajustées au cours du temps pour tenir compte de l'évolution des conditions macroéconomiques et financières et des vulnérabilités : la mesure dite grands risques est transformée en coussin pour le risque systémique sectoriel de 3 % en août 2023 et la réserve de protection du crédit est relevée à 1 % en janvier 2024. Enfin, la mesure relative au crédit immobilier, devenue contraignante en janvier 2022, fait l'objet d'ajustements techniques en 2023.

² Moyenne sur la période 2010 – 2019.

Différentes études d'impact de la mesure relative au crédit immobilier démontrent son impact limité dans la période récente, l'environnement de taux jouant un rôle primordial.

À travers trois approches complémentaires, les effets de la mesure HCSF relative aux conditions d'octroi des crédits à l'habitat sont évalués à différents niveaux (agrégé et par segment du marché) et dans différents contextes macroéconomiques (notamment avant et après le resserrement de la politique monétaire).

Une première étude, exploitant des données granulaires, se concentre sur l'effet de la mesure sur les principaux segments du marché au cours de la période 2019-2021 qui précède la hausse des taux à l'octroi amorcée en janvier 2022. L'analyse montre que les segments les plus concernés par le plafonnement du taux d'effort ont été les acquéreurs de résidences principales hors primo-accédants et l'investissement locatif. L'ajustement à la limite de taux d'effort s'est opéré comme anticipé, avec notamment une hausse de l'apport, un allongement de la durée des prêts et une stabilisation du taux d'endettement individuel (exprimé en années de revenus).

Un deuxième volet, basé sur des données agrégées, se concentre sur l'impact sur certaines variables macroéconomiques centrales, c'est-à-dire le nombre total de prêts à l'habitat, l'encours réel de crédit à l'habitat et l'indice des prix réels de l'immobilier entre 2019 et le deuxième trimestre 2023. Cette étude permet de distinguer les effets propres à la mesure de ceux liés à l'évolution du contexte macroéconomique. À travers deux approches distinctes, l'analyse montre que la mesure n'a eu qu'un impact limité sur ces variables.

Enfin, un modèle à agents permet de simuler les décisions des ménages sur le marché immobilier et d'évaluer l'effet de la mesure en générant un scénario contrefactuel pour de nombreuses variables macroéconomiques relatives au marché du crédit à l'habitat et du marché immobilier. Le modèle révèle l'effet statistiquement significatif mais modéré de l'encadrement des conditions de crédits sur le taux d'effort moyen, dans un contexte largement dominé par le niveau de taux.

Ces approches indépendantes montrent que la mesure n'a eu qu'un impact limité par rapport à la dynamique des taux d'intérêt sur les évolutions récentes du marché du crédit et du marché immobilier. Elles permettent également de confirmer les mécanismes d'ajustement des ménages face à l'encadrement des conditions d'octroi.

Ch.1 Contexte économique et financier sur l'ensemble de l'année 2023 et début 2024

A. Environnement macroéconomique

En 2023, la croissance du PIB s'établit à +1,1 %, ce qui témoigne de la résilience de l'économie française face à une succession de chocs. La croissance est portée par la demande intérieure (contribution de +0,7 pt) et particulièrement la consommation des ménages (+0,4 pt). L'investissement a une contribution positive à la croissance (+0,1 pt) : le repli de l'investissement des ménages (-8,5 %) est en partie compensé par un investissement public dynamique (+6,9 %) et l'investissement des entreprises non-financières (+2,7 %).

L'économie française poursuit son expansion au premier trimestre 2024 (+0,3 % après +0,4 % au quatrième trimestre 2023), portée par des exportations dynamiques. Les indicateurs conjoncturels suggèrent une activité bien orientée. Dans ses prévisions de juin, la Banque de France anticipe une croissance de +0,8 % en 2024 et +1,2 % en 2025.

En France, l'inflation entame son reflux en 2023, à 4,9 %, après 5,2 % en 2022. Si elle atteignait encore des niveaux élevés début 2023 (+6,3 % en février sur un an), le reflux est très net depuis : elle s'établit ainsi à +2,2 % en juin 2024, le point le plus bas depuis septembre 2021. Cette forte baisse est principalement portée par le reflux de l'inflation de l'alimentation et des produits manufacturés qui avait pris le relais de l'inflation énergétique fin 2022. Seuls les prix des services restent dynamiques, sous l'effet passé des ajustements de salaires à l'inflation. L'inflation sous-jacente diminue nettement et s'élève à +1,8 % en juin 2024, après un pic à 6,3 % en avril 2023.

En zone euro, l'activité progresse de +0,6 % en 2023, après +3,5 % en 2022. Ce ralentissement reflète la faiblesse du commerce mondial ainsi que les conséquences du resserrement monétaire. Après un léger repli au quatrième trimestre 2023 (-0,1 %), l'activité rebondit légèrement au 1^{er} trimestre 2024 (+0,3 %). Les prévisions de la Banque centrale européenne (septembre 2024) pour la croissance de la zone euro s'élèvent à +0,8 % en 2024, +1,3 % en 2025 et +1,5 % en 2026³. En moyenne annuelle, l'inflation atteint +5,4 % en zone euro en 2023 (après +8,4 % en 2022). Elle culmine à un point haut historique en glissement annuel en octobre 2022 (à +10,6 %) et reflue depuis, à +2,5 % en juin 2024 puis +1,7 % en septembre 2024. L'inflation devrait continuer de diminuer progressivement, pour atteindre, selon la BCE +2,5 % en 2024, +2,2 % en 2025 et +1,9 % en 2026. Le marché du travail demeure, de son côté, résilient avec, en mai 2024, un taux de chômage qui reste à son plus bas niveau historique (6,4 %).

³ [Projections macroéconomiques de septembre 2024](#), BCE.

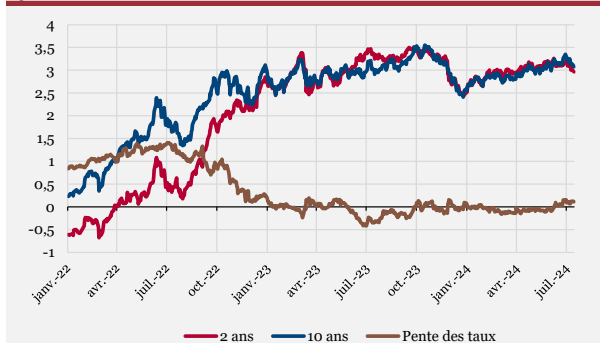
B. Marchés

Les fluctuations du marché des obligations souveraines reflètent principalement celles des anticipations de taux directeurs et l’alternance de phases d’appétit et d’aversion pour le risque

Le taux de l’obligation de référence française à 2 ans passe de 2,77 % en janvier 2023 à 2,46 % fin décembre 2023 et le taux de l’obligation de référence à 10 ans baisse de 42 points de base (pdb) à 2,56 %, notamment du fait des anticipations de baisses de taux directeurs de la banque centrale européenne à la fin de l’année 2023. Au premier semestre 2024, les rendements souverains augmentent nettement, les participants de marché réduisant leurs anticipations de baisses de taux directeurs sur l’année 2024 de six à 3 occurrences. Le taux à 2 ans augmente ainsi de 62 pdb sur le premier semestre, à 3,14 %, et le taux à 10 ans augmente de 69 pdb, à 3,29 % (Graphique 1). Cette hausse reflète surtout la progression des taux réels. Fin juin 2024, après une première baisse de 25 bp, les participants de marché anticipent deux nouveaux mouvements de baisses de taux directeurs en zone euro.

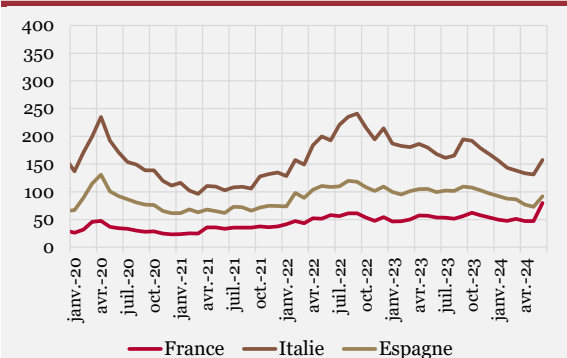
Cette hausse des taux souverains au premier semestre 2024 en Europe et en France ne se traduit pas initialement par un écartement des *spreads* souverains, ceux-ci se resserrant même dans le cas des taux souverains italiens. La dissolution de l’Assemblée nationale française provoque toutefois un regain de volatilité sur le marché de taux, et un mouvement d’écartement du *spread* souverain français (+30 pdb le 28 juin, à 80 pdb – Graphique 2) mais qui n’entraîne pas d’effets de contagion marqués sur les autres *spreads* souverains européens, à l’exception du *spread* italien. Cet écartement se résorbe ensuite partiellement mais le *spread* se maintient autour de 70 pdb courant juillet contre *circa* 50 pdb avant les élections. La liquidité du marché obligataire européen s’améliore graduellement tout au long de l’année 2023 – hormis l’épisode de volatilité en mars 2023 – et au premier semestre 2024 (Graphique 6), l’offre de titres étant absorbée par la forte demande des investisseurs cherchant à augmenter leurs expositions en raison des rendements plus élevés.

Graphique 1 – Évolution des anticipations de taux terminaux de la BCE en 2023 et variations journalières de l’OAT à 2 ans



Note : taux de l’OAT à 2 an et à 10 ans, et différence entre ces deux taux
Source : Refinitiv, calculs DG Trésor.

Graphique 2 – Évolution des spreads souverains 10 ans contre Bund (pdb)



Source : Bloomberg.

Le marché des actions enregistre une forte croissance, principalement à la fin de l’année 2023 et au premier trimestre 2024, sous l’effet d’une activité économique résiliente

A partir de novembre 2023, la baisse de l’inflation et la résilience de l’activité économique soutiennent les indices, le CAC40 avec dividendes réinvestis progressant de plus de 20 % entre début novembre

2023 et mi-mai 2024, dépassant 25 000 points. Si le CAC40 évolue en ligne avec les autres indices actions européens jusqu'à fin octobre 2023, il sous-performe ensuite nettement: à son point haut du 15 mai dernier, le CAC40 (dividendes réinvestis) progresse de + 30,8 % par rapport à début 2023, alors que l'Eurostoxx50 (avec dividendes réinvestis) progresse de 37,7 % et le DAX de 34,1 %. Cette sous-performance du CAC peut s'expliquer par la surperformance des valeurs technologiques (le sous-indice sectoriel tech de l'Eurostoxx 600 progresse de 51,6 % entre le 1^{er} janvier 2023 et le 28 juin 2024), portées par le développement de l'intelligence artificielle, qui ont un poids moins important dans le CAC40, et à l'inverse par la relative sous-performance des valeurs du luxe, affectées par le ralentissement de la demande chinoise. Les petites et moyennes capitalisations sous-performent les grandes capitalisations, du fait de leur plus forte exposition à l'économie française ou européenne, moins dynamique : le CAC *Small Cap* progresse ainsi de 11,6 % entre début 2023 et le 7 juin 2024, après avoir baissé de 4,2 % en 2023. Le CAC *Mid Cap* est quasiment stable en 2023 (+0,5 %) mais progresse nettement ensuite (+9,6 % entre début 2024 et le 15 mai).

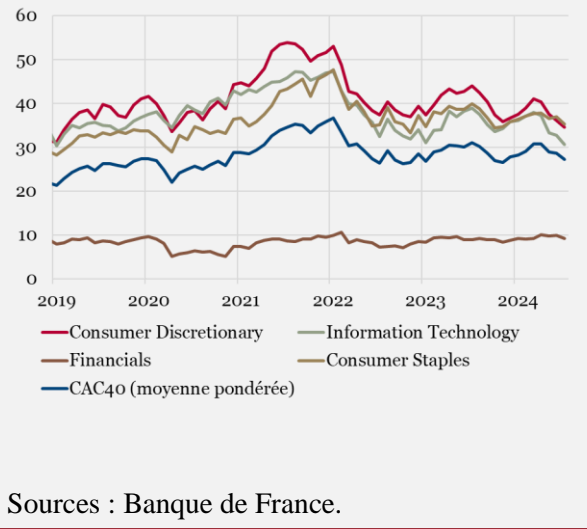
En fin de période sous revue, l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale le 9 juin 2024 entraîne une nette baisse de l'indice (-6,5% entre le 7 juin et le 28 juin) et un regain de volatilité. En particulier, les valeurs bancaires françaises reculent fortement, pénalisées par leur fort caractère cyclique, leur exposition à l'économie française et l'incertitude politique. Les petites et moyennes capitalisations (*small & mid caps*) françaises sont davantage affectées, du fait de leur plus forte exposition domestique : le CAC *Small Cap* baisse ainsi de 16,7 % entre le 7 et le 28 juin et les moyennes capitalisations (CAC *Mid 60*) baissent de 10,5 % depuis le 7 juin (-3,0 % depuis début 2023).

Sur un plan plus fondamental, les indicateurs de valorisation des actions françaises fluctuent fortement depuis le début de l'année 2023, mais restent fin juin 2024 en ligne avec leur niveau de janvier 2023. Ainsi, le ratio CAPE (*cyclically adjusted price-to-earnings ratio*)⁴ moyen du CAC40 s'établit à un niveau proche de 27,3 en juin 2024 (Graphique 3) contre 26,8 début 2023. Ce niveau historiquement élevé des valorisations indique que le marché actions reste vulnérable à une hausse soudaine de l'aversion au risque des investisseurs ou à une révision à la baisse des anticipations de croissance des revenus. Cependant, en termes relatifs, le ratio CAPE moyen du CAC40 reste inférieur à celui du S&P 500 (27,3 ; cf. Graphique 4).

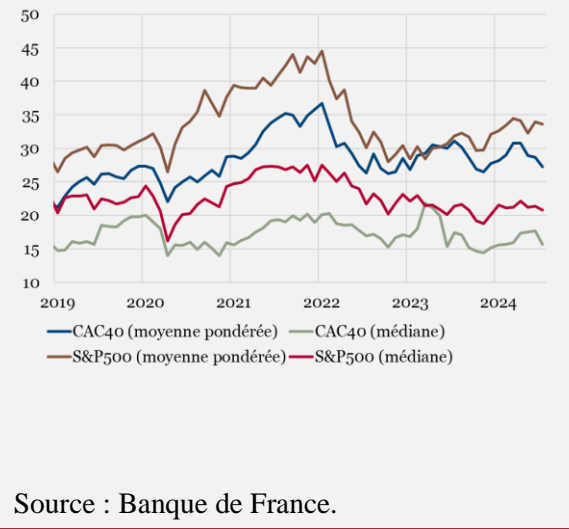
Sur un plan sectoriel et à l'échelle européenne, les valorisations des actions technologiques européennes progressent davantage que celles des autres composantes de l'indice européen (+29,6 % en 2023 et de nouveau +16,9 % au premier semestre 2024, soit au total +51,6 %), portées par le développement de l'intelligence artificielle et des *Magnificent Seven* américaines, suivies par les valeurs bancaires européennes (+18,8 % en 2023 et +15,2 % au S1 2024) qui sont tirées en particulier par les valeurs bancaires italiennes, la hausse des taux d'intérêt ayant soutenu leurs revenus nets d'intérêt – les banques françaises à l'inverse sous-performant singulièrement l'indice. Les indicateurs de valorisation des entreprises industrielles progressent également nettement (+22,3 % en 2023 et +6,7 % au S1 2024).

⁴ 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 3 – La progression du CAPE ratio du CAC 40 est portée par certains secteurs



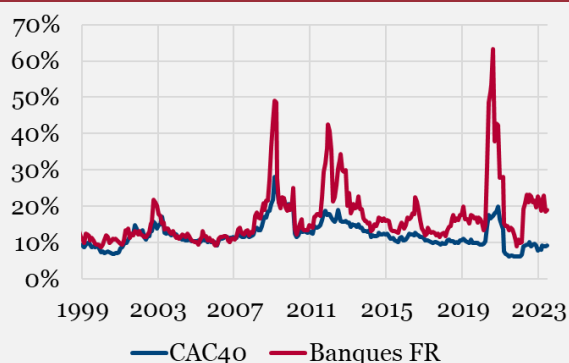
Graphique 4 – Le CAPE ratio du CAC 40 a reflué au deuxième trimestre 2024



Bien que bénéficiant dans l'ensemble d'un environnement de taux plus élevés et d'une activité résiliente, les valeurs bancaires françaises demeurent faiblement valorisées

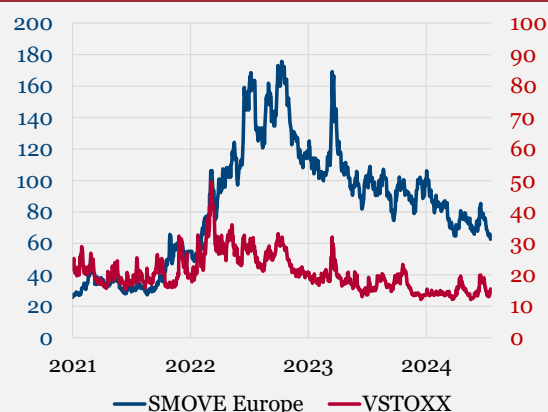
Les indicateurs de valorisation des banques françaises se maintiennent à des niveaux historiquement faibles : leurs ratios *price-to-book* demeurent largement au-dessous de l'unité, à de faibles niveaux : 0,62 pour BNPP (+5 pdb depuis début 2023), 0,58 pour GCA (+13 pdb), 0,31 pour SG (-3 pdb), à des niveaux similaires aux banques allemandes (0,46 pour DB, en hausse de 12 pdb, et 0,61 pour Commerzbank, en hausse de 23 pdb), alors que ceux des banques espagnoles et italiennes progressent nettement, à 1,0 pour Unicredit (+61 pdb), 1,13 pour Intesa (+44 pdb), 1,06 pour BBVA (+41 pdb) et 0,72 pour Santander (+25 pdb). En outre, la divergence entre le coût des fonds propres des banques et des entreprises non-financières au sein du CAC 40 tend à s'accroître, ce qui indique une prime de risque supérieure pour les actions bancaires (Graphique 5). Ce faible niveau de valorisation des banques européennes, surtout allemandes et françaises, notamment relativement à certaines banques anglo-saxonnes, constitue un enjeu pour la stabilité financière et le financement de l'économie européenne, car elle amoindrit les capacités d'absorption de chocs par les banques.

Graphique 5 – Coût des fonds propres des banques françaises et du CAC 40 (%)



Source : Banque de France.

Graphique 6 – Volatilité implicite des actions (VSTOXX, droite) et des obligations (SMOVE, gauche) en Europe



Source : Bloomberg.

Note : l'indice SMOVE mesure la volatilité implicite des obligations européennes à partir des options. L'indice VSTOXX mesure la volatilité implicite des actions de l'Eurostoxx.

C. Acteurs non financiers

C.1. Ménages

Le taux d'épargne des ménages reste en 2023 sur un niveau historiquement élevé dans un contexte de poursuite de la migration des placements des ménages vers des comptes à terme

Le taux d'épargne des ménages⁵ s'élève à 17,3 % du revenu disponible brut sur l'année 2023 (Graphique 7), en légère hausse par rapport à 2022 (17,1 %), et demeure plus élevé que dans la période pré-crise sanitaire (14,0 % en moyenne sur la période 2015-2019). Toutefois, le taux d'épargne varie fortement en fonction du niveau de revenu⁶, tout comme l'accumulation d'un surplus d'épargne pendant la crise sanitaire⁷. Des évolutions comparables sont observées en moyenne en zone euro, caractérisées par une baisse du taux d'épargne depuis son pic atteint au moment de la crise sanitaire⁸ mais qui demeure plus élevé qu'avant crise. Le taux d'épargne des ménages français est soutenu par le taux d'épargne

⁵ Le taux d'épargne des ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM) s'élève à 17,3 % en 2023 et le taux d'épargne financière à 7,8 % [Source : [Banque de France](#)]. Le taux d'épargne des ménages hors ISBLSM (y compris entrepreneurs individuels) atteint 16,9 % en 2023 et le taux d'épargne financière 6,6 % [Source : [Insee](#)]. Les différences de champ et de méthode de calculs peuvent expliquer les variations.

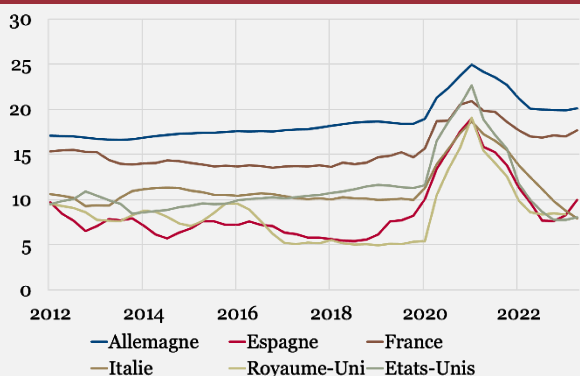
⁶ Cf. J. Accardo, S. Billot, « Plus d'épargne chez les plus aisés, plus de dépenses contraintes chez les plus modestes » [Insee Première](#) n° 1815 de 2020.

⁷ Cf. E. Fiez, P. Martin, H. Paris, M. Rault « La situation financière des ménages en début de crise énergétique » [Focus CAE](#) n° 088-2022, juillet 2022.

⁸ Le taux d'épargne atteignait 19,7 % en 2020 en moyenne zone euro, contre 13,3 % en 2019.

financière qui augmente en 2023 (7,8 % du revenu disponible brut) par rapport à 2022 (6,8 %), et atteint un niveau historiquement élevé (4,4 % sur la période 2015-2019)⁹.

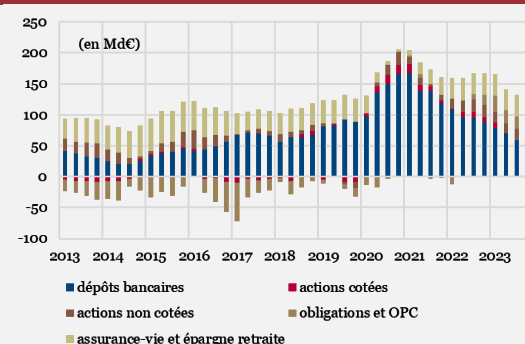
Graphique 7 – Taux d'épargne des ménages (%)



Source : Banque de France.

Note : taux lissé sur 4 trimestres.

Graphique 8 – Flux nets de placements financiers sur un an (Md€)



Source : Banque de France.

En 2023, les flux nets des placements financiers des ménages s'élèvent à 109,5 Md€, après 165 Md€ en 2022, et retrouvent des niveaux proches d'avant la crise sanitaire (100 Md€ en 2019). S'agissant des flux de placements bancaires, la collecte nette sur les dépôts bancaires atteint 55,2 Md€ en 2023 contre 88,0 Md€ en 2022¹⁰. La migration relative des supports à vue vers des supports à terme ou mieux rémunérés (livrets, dépôts à terme) se poursuit (103,6 Md€ en 2023 contre 69,8 Md€ en 2022). Les flux de placements en produits d'assurance vie et d'épargne retraite représentent 30,3 Md€, soit un peu moins qu'en 2022 (35,7 Md€), et ils sont tirés par la collecte en unités de comptes qui s'élève à 26,7 Md€ contre 3,6 Md€ en fonds euros (y compris revenus capitalisés).

Les produits d'épargne réglementée ont été fortement abondés en 2023, comme en 2022. En effet, leur rendement nominal augmente depuis janvier 2022, notamment le taux du livret A qui est gelé à 3 % jusqu'en janvier 2025 et le taux du LEP qui atteint 6,10 % en février 2023, puis 6 % en août 2023 (l'encours sur les LEP passe de 49,9 Md€ à 76,4 Md€ entre janvier 2023 et juin 2024). Au premier trimestre 2024, le mouvement de décollecte des dépôts à vue et numéraires se maintient (- 10 Md€) au profit de l'épargne réglementée (1,6 Md€) et des comptes à termes et livrets ordinaires (9,7 Md€) ou de l'assurance vie et épargne retraite en unité de compte (12,5 Md€). Enfin, la baisse des placements nets se retrouve dans la baisse des achats nets de titres (actions cotées, non cotées, obligations et OPC) : 24,0 Md€ de placement en 2023 après 42,4 Md€ en 2022.

La production de crédits immobiliers a fortement chuté sur la période sous revue

L'endettement total des ménages auprès des institutions financières chute fortement : 21,2 Md€ en 2023 contre 82,3 Md€ en 2022. En particulier, la production de crédits immobiliers diminue (Graphique 9). Hors renégociations, la production de nouveaux crédits immobiliers atteint 128,7 Md€ en 2023 contre

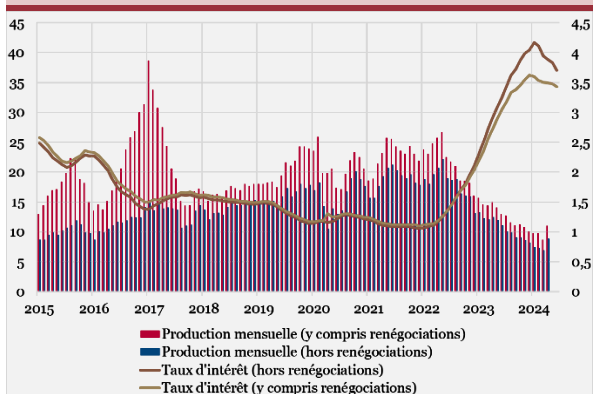
⁹ L'épargne financière correspond à la part de l'épargne non consacrée à l'investissement mais pour les ménages les dépenses d'investissement se compose essentiellement de l'achat de logement neufs. L'épargne financière des ménages correspond donc à la part de l'épargne non investie dans la construction de logement.

¹⁰ Comptes financiers trimestriels.

217,9 Md€ en 2022, et 226,1 Md€ en 2021. Les rachats et renégociations s'élèvent à 24,1 Md€ en 2023 contre 41,7 Md€ en 2022. La chute de la production de crédit immobilier se traduit par une diminution de l'encours de crédit immobilier (- 0,9 Md€ entre juillet et décembre 2023), dont la dynamique ralentit fortement sur un an (+ 0,9 % en 2023 contre + 5,3 % en 2022).

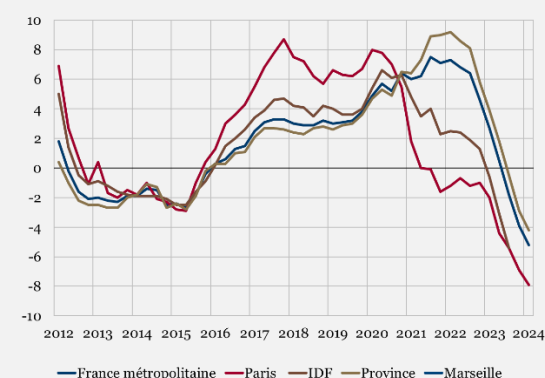
Cette dynamique s'explique principalement par la forte hausse des taux d'intérêt sur l'année 2023 (de 2,31 % hors renégociation en moyenne en janvier 2023 à 4,04 % en décembre 2023). Ces derniers s'infléchissent depuis le début de l'année 2024, d'un pic à 4,17 % en janvier 2024 à 3,70 % en juin 2024. Ils restent inférieurs au taux d'intérêt moyen en zone euro jusqu'à fin 2023, et à nouveau depuis juin 2024 (3,75% en moyenne en zone euro en juin 2024)¹¹. La hausse des taux contraint la capacité d'endettement des ménages dans l'attente d'un ajustement des prix ou du revenu disponible brut, à taux d'apport et conditions de prêts inchangés. En revanche, le risque de taux pour les ménages déjà endettés est limité car la quasi-totalité des prêts est accordée à taux fixe.

Graphique 9 – Production mensuelle de crédit immobilier (Md€) et taux (%)



Source : Banque de France.

Graphique 10 – Évolution des prix de l'immobilier (glissement annuel en base 100 2015)



Source : Notaires-Insee.

Dans ce contexte, les prix de l'immobilier diminuent pour la première fois depuis 2015¹² (Graphique 10). La baisse s'accroît au premier trimestre 2024 avec - 4,8 % sur un an, de manière plus marquée pour les logements anciens (- 5,2 % après - 3,9 % au quatrième trimestre 2023) par rapport aux logements neufs (- 1,2 % après - 0,9 %). La baisse des prix est plus précoce et plus forte à Paris (- 7,9 % sur un an contre - 4,2 % en France métropolitaine hors Paris). Cette correction des prix s'observe au niveau de la zone euro dans son ensemble¹³. En parallèle, le marché immobilier français s'est ajusté par les quantités : les transactions dans l'ancien ont diminué de façon continue depuis avril 2022, et s'établissent à 793 000 en cumul sur 12 mois en mai 2024, soit - 23 % sur un an.

Par ailleurs, la dynamique de l'encours de crédit à la consommation ralentit. En 2023, les encours ont progressé de + 1,3 % sur l'année en France après + 3,1 % en 2022. Les taux d'intérêt sur les crédits à la consommation ont fortement augmenté sur l'année 2023. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits à la consommation s'est établi en France à 6,6 % en décembre 2023 contre 4,9 % en décembre 2022 et

¹¹ Cette dynamique spécifique s'explique par le fait que les crédits immobiliers sont accordés en grande majorité à taux fixes.

¹² Pour les logements neufs et anciens, source [INSEE](#).

¹³ Cf. Analyse de la [revue de stabilité financière](#) de la BCE de mai 2024.

3,8 % en décembre 2021. Les taux sur les crédits à la consommation ne baissent pas au premier semestre 2024 et s'élèvent à 6,47 % en moyenne en juin 2024 (hors découverts), quasiment stables par rapport à janvier 2024 (6,49 %).

C.2. Entreprises

La situation financière agrégée des sociétés non financières demeure robuste en 2023, malgré une hausse des défaillances

En 2023, les sociétés non financières (SNF) françaises présentent dans l'ensemble une situation financière robuste, malgré une baisse de leur trésorerie et un retour des défaillances annuelles aux niveaux pré-covid¹⁴. Le taux de marge¹⁵ se stabilise à 32,7 % en 2023, soit un niveau supérieur à ce qui était observé avant la crise. Après avoir atteint un niveau historiquement bas en 2021, les défaillances d'entreprises dépassent les niveaux pré-covid : 56 000 défaillances sont enregistrées à la fin 2023, contre environ 52 000 en 2019¹⁶. En juin 2024, la progression se poursuit à 61 000 défaillances sur les douze derniers mois. Cette dynamique de défaillances est hétérogène, notamment plus importante pour les PME et ETI. Le rythme de hausse des défaillances sur un an connaît toutefois un ralentissement continu depuis janvier 2023.

L'endettement des SNF ralentit en 2023, mais l'accès au crédit reste favorable dans l'ensemble

Le taux de croissance des crédits bancaires aux SNF atteint 1,9 % sur l'année 2023 (contre 7,4 % sur l'année 2022) et les financements sous forme de titres de dette progressent de +1,3 % sur l'année 2023 (contre - 0,7 % sur l'année 2022). L'encours de crédit bancaire aux SNF atteint 1 351 Md€ à fin 2023, et l'encours de titres obligataires un montant proche de 700 Md€ (Graphique 11). Les crédits de trésorerie enregistrent une baisse de 6,2 % par rapport à 2022. À l'inverse, les crédits à l'investissement continuent d'augmenter en 2023, mais plus faiblement qu'en 2022 (respectivement +3,7 % et +7,2 %). Au sein des crédits à l'investissement, les crédits à l'équipement sont très dynamiques (+4,8 % fin 2023).

Dans l'ensemble, le coût de financement des SNF croît significativement au cours de l'année 2023 du fait de la continuité de la diffusion du resserrement de la politique monétaire, bien que la plus forte croissance s'observe dès 2022 (Graphique 12) et que les spreads de crédit restent globalement resserrés durant la période sous revue. Le taux d'intérêt annuel des crédits nouveaux se situe ainsi à 4,8 % fin 2023, contre 3,14 % fin 2022 (soit + 165 pdb) et 1,35 % fin 2021. Le coût de financement sur le marché¹⁷ diminue à 3,33 % fin 2023, contre 4,31 % fin 2022 et 0,89 % fin 2021.

La relative inertie du coût moyen de la dette des SNF françaises, liée à leur structure d'endettement à taux fixe, retarde l'impact de la hausse des taux sur leur situation financière. Mais de fait, les SNF françaises devraient être moins rapidement bénéficiaires d'éventuelles baisses de taux d'intérêt supplémentaires en 2024 et 2025, que leurs pairs de l'Eurosystème qui ont une part d'endettement à taux variable plus importante.¹⁸

¹⁴ Par rapport à la moyenne sur la période 2010 – 2019.

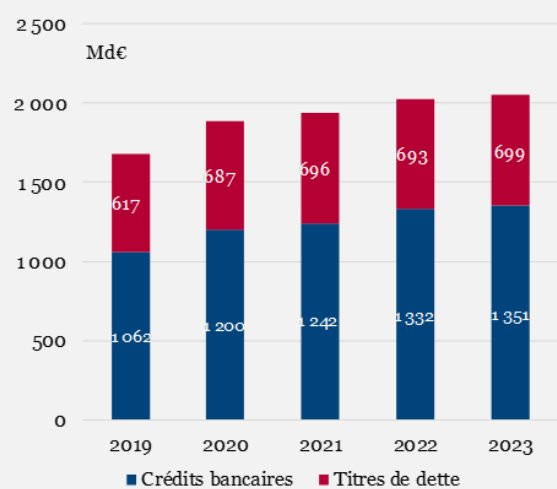
¹⁵ Excédent brut d'exploitation (EBE)/Valeur ajoutée (VA).

¹⁶ [Défaillances d'entreprises | Insee](#)

¹⁷ Émissions des titres de créances (obligations, titres de créances négociables), souscrits par les résidents et les non-résidents.

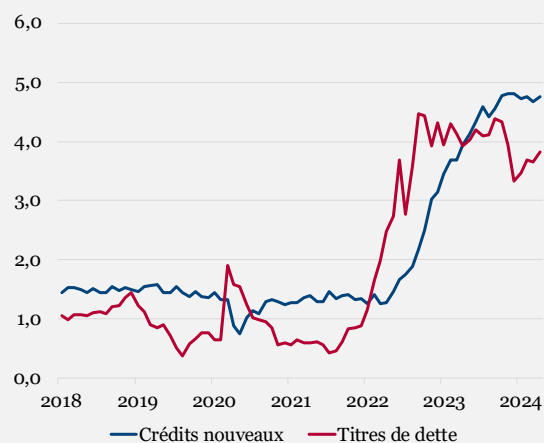
¹⁸ [Rapport sur la stabilité financière - Juin 2024 | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

Graphique 11 – Évolution de la dette financière des SNF entre fin 2019 et fin 2023 (Md€)



Source : Bloomberg.

Graphique 12 – Coût de financement des SNF



Source : Bloomberg. Entreprises domiciliées en zone euro.

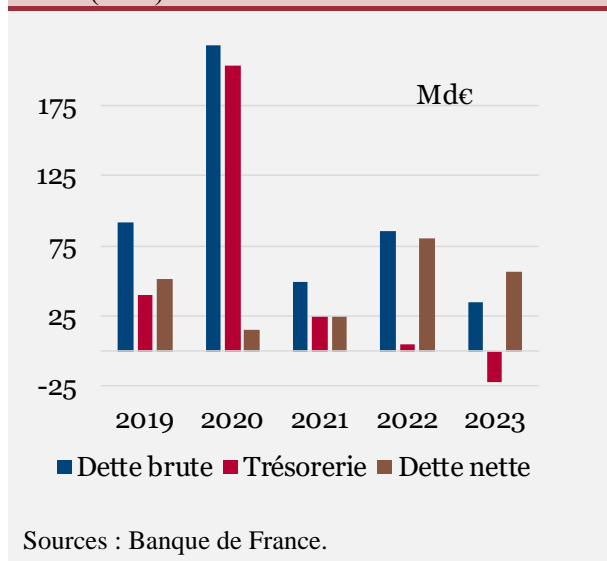
La trésorerie reste supérieure à celle de 2019 alors que les ratios d'endettement diminuent

L'endettement net augmente de 57 Md€ sur l'année 2023 en raison de la baisse de la trésorerie (-22 Md€) et de la hausse de l'endettement (+35Md€, Graphique 13), une hausse largement inférieure à celle enregistrée en 2022 (+81 Md€). Toutefois, le niveau de trésorerie des SNF reste à un niveau bien supérieur à 2019 du fait du stock de liquidités accumulées durant la crise de la Covid-19. L'encours des dépôts bancaires des SNF passe ainsi de 689 Md€ fin 2019 à 889 Md€ fin 2023, tandis que la trésorerie totale des SNF passe de 817 Md€ au T4 2019 à 1 060 Md€ au T4 2023, représentant un peu plus de 50 % de la dette totale des SNF.

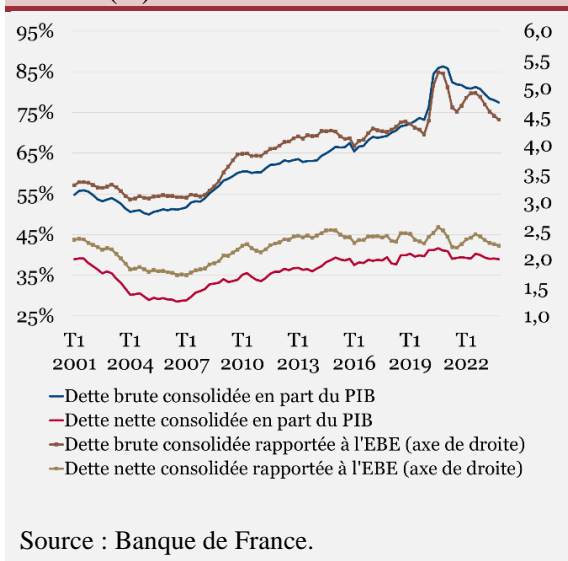
Rapportés au produit intérieur brut (PIB) ou aux résultats des entreprises¹⁹, les ratios d'endettement diminuent et se rapprochent de leur niveau pré-crise. À fin 2023, l'encours de dette brute consolidée des SNF représente ainsi 4,4 fois le résultat annuel des entreprises, contre 5,0 au premier trimestre 2021, tandis que la dette brute consolidée des SNF représente 77 % du PIB, après un point haut à 85 % en 2021 (Graphique 14).

¹⁹ Mesurés par l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE).

Graphique 13 – Flux annuels de dette et trésorerie des entreprises sur la période 2019-2022 (Md€)



Graphique 14 – Évolution des ratios de dette consolidée des SNF, brute et nette, rapportée au PIB (%) et aux résultats des SNF



D. Acteurs financiers

D.1. Banques²⁰

La contraction de la marge nette d'intérêt pèse sur le produit net bancaire

En 2023, après une année 2022 exceptionnelle, la rentabilité des grandes banques françaises baisse légèrement. Le produit net bancaire (PNB) des six principaux groupes bancaires français²¹ diminue de 3,3 % à environ 146,9 Md€. Cette baisse est principalement due à celle de leur marge nette d'intérêt (MNI), en partie compensée par la diversification des sources de revenus des banques françaises : les revenus des activités de marché sont en léger recul (-1,6 %) mais restent à un niveau toujours très élevé (20,2 Md€) et les frais et commissions demeurent stables (+0,2 % à 54,7 Md€), à un niveau record.

Au total, la MNI des banques françaises baisse de 8,6 % en 2023, contre une hausse de 21 % pour une sélection de banques comparables de la zone euro²². Cette forte baisse de la MNI des banques françaises s'explique par une transmission plus rapide de l'effet de la hausse des taux d'intérêt sur le coût des passifs (épargne réglementée, dépôts à terme, coût des émissions de titres de dettes) que sur le rendement des actifs (effet taux) et par une moindre demande de nouveaux crédits (effet volume).

Après une croissance de 2,8 % en 2022, le bilan prudentiel (hors assurance) agrégé des six principaux groupes bancaires français a augmenté de 1,2 % en 2023, essentiellement porté par la croissance des opérations avec la clientèle financière : à l'actif, les crédits aux sociétés non financières et aux ménages croissent respectivement de 0,9 % et 2,1 % alors que les crédits aux établissements de crédit et aux autres entreprises financières augmentent respectivement de 16,8 % et 20,2 %. Au passif, les dépôts augmentent de 3,2 % (SNF) et 2,2 % (ménages) et les encours de TLTRO, arrivés à maturité ou remboursés par anticipation, sont remplacés par l'émission de titres de dette (+250 Md€, +21 %), ce qui pèse sur la MNI au même titre que la hausse de la rémunération moyenne des dépôts bancaires qui

²⁰ Pour plus de détails, cf. <https://acpr.banque-france.fr/la-situation-des-grands-groupes-bancaires-francais-fin-2023>.

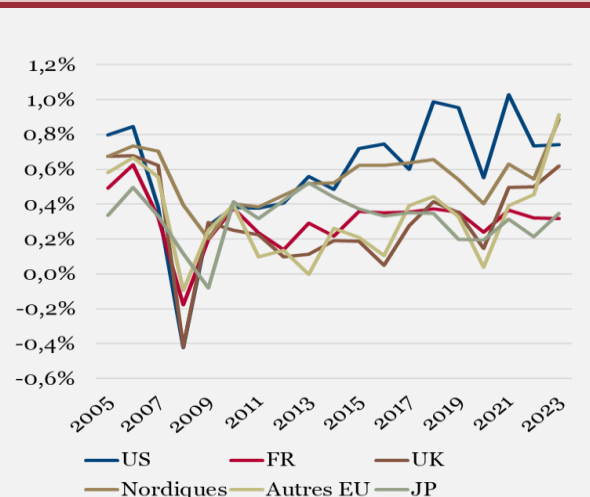
²¹ BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, BPCE, Crédit Mutuel, La Banque Postale.

²² Plus précisément, l'échantillon comparatif utilisé comprend 22 banques de la zone Euro.

double presque en un an, passant de 0,95 % en décembre 2022 à 1,83 % en décembre 2023²³. La migration vers les dépôts à terme renchérit le coût du passif mais renforce la liquidité des banques et le calcul du LCR, les dépôts à terme bénéficiant en effet d'une meilleure pondération dans le calcul des sorties de trésorerie.

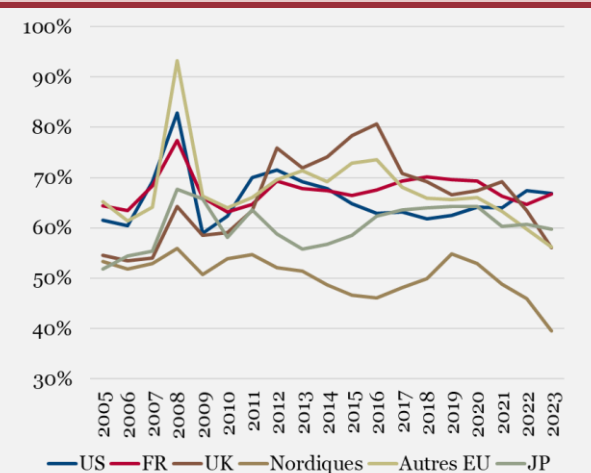
La rentabilité des six plus grands groupes bancaires français se replie en 2023. Le rendement de leurs fonds propres (RoE) s'établit à 6,2 % en 2023 après 6,4 % en 2022 et 7,4 % en 2021, alors que cet indicateur pour l'échantillon de banques comparables de la zone euro progresse de plus de 240 pdb (de 9,3 % en 2022 à 11,7 % en 2023) et qu'il s'établit à 9,6 % pour les 7 principales banques des États-Unis. Le rendement sur total actif (RoA – Graphique 15) progresse très légèrement à 0,38 %. La baisse du PNB est le principal facteur explicatif de ces niveaux de rentabilité, ainsi que du coefficient d'exploitation qui s'inscrit en hausse de 2,6 points de pourcentage (p.p., Graphique 16), alors que les charges d'exploitation restent maîtrisées et augmentent faiblement sur un an.

Graphique 15 – 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 16 – Coefficient d'exploitation des principales banques françaises, européennes et américaines (%)



Source : Communications financières, calculs ACPR.

La qualité de leurs actifs reste bonne, mais certains signes de dégradation apparaissent

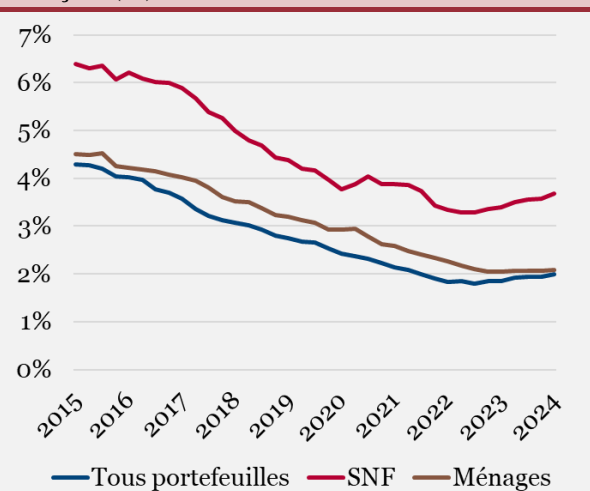
Le taux de prêts non performants (NPL) augmente légèrement en 2023 et début 2024, atteignant 2,50 % fin 2023 (hors expositions aux banques centrales – Graphique 17) et 2,55 % au premier trimestre 2024, (2,42 % fin 2022). Cette hausse provient principalement des expositions aux SNF, dont le ratio de prêts non performants augmente de 0,32 p.p., à 3,68 % au premier trimestre 2024 (3,36 % fin 2022).

De plus, la proportion de prêts aux entreprises en étape 2 (prêts pour lesquels une augmentation significative du risque de crédit depuis l'origination du prêt a été constatée) augmente de 0,14 p.p. sur un an au premier trimestre 2024, restant cependant inférieure au niveau de fin 2022 (Graphique 18). Concernant les seuls prêts aux PME en revanche, la hausse est plus marquée, de 1,53 p.p. sur un an au premier trimestre 2024.

²³ Source : Banque de France, Taux de rémunération des dépôts bancaires Déc 2023.

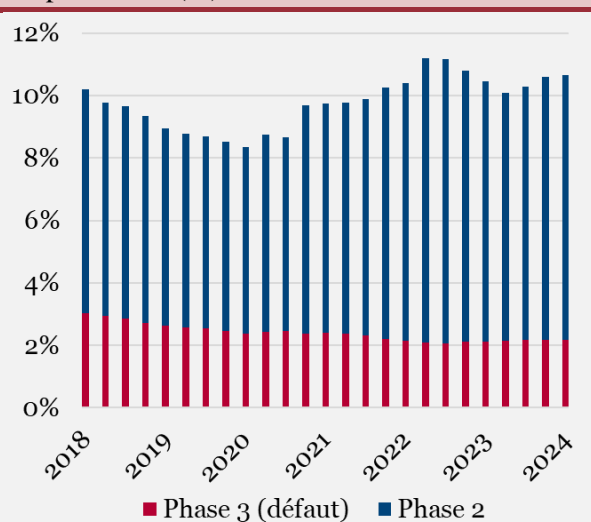
Enfin, le modèle de crédit à l'habitat presque exclusivement à taux fixe a l'avantage de préserver la solvabilité des emprunteurs et de limiter leur risque de défaut. Tous portefeuilles confondus, les banques françaises conservent donc un faible ratio de prêts non performants (1,9 % au premier trimestre 2024).

Graphique 17 – 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 18 – Ventilation des actifs des six grands groupes bancaires français en fonction des étapes IFRS9 (%)



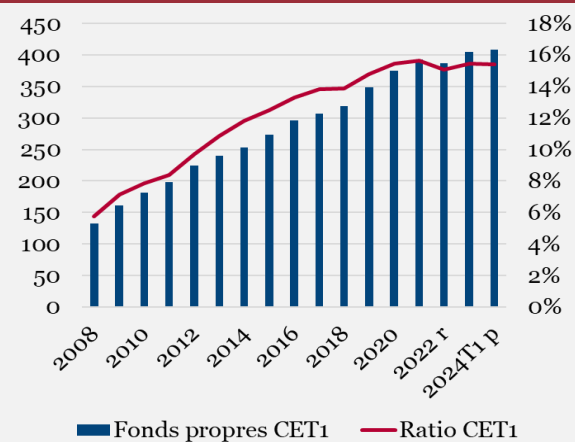
Source : ACPR.

Les banques françaises maintiennent une situation prudentielle solide

Les banques françaises bénéficient d'une position de capital robuste : le ratio de solvabilité *common equity tier 1* (CET1) moyen des six principaux groupes bancaires français s'établit à 15,5 % fin 2023 (Graphique 19). La légère hausse des actifs pondérés des risques (RWA ; +1,9 %) est compensée par une hausse des niveaux de fonds propres CET1 (+4,4 %, à 404,4 Md€). Leurs marges en capital restent ainsi très solides, à 5,1 p.p. au-dessus du seuil de montant maximum distribuable (MDD).

Les 6 plus grands groupes bancaires français conservent également une position de liquidité solide, avec un ratio LCR agrégé sur 12 mois glissants de 147,0 % fin 2023, stable par rapport à fin 2022 (Graphique 20) et un ratio de liquidité à horizon 1 an (NSFR) de 115,2 %. La stabilité des dépôts des banques françaises, leur évolution vers des comptes à terme et la diversification des passifs bancaires constituent à cet égard des facteurs de résilience importants.

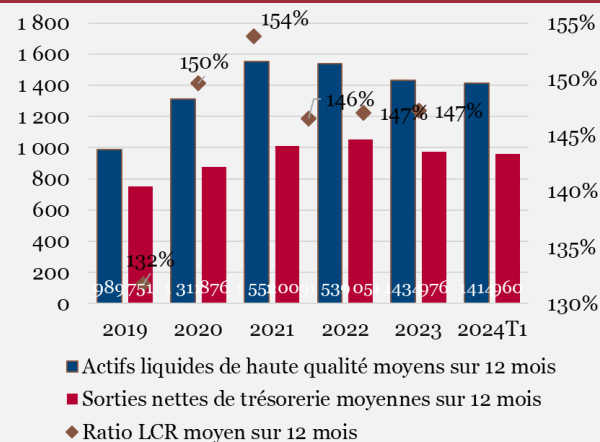
Graphique 19 – Niveau (en Md€) et ratio de fonds propres CET1 (%) des principales banques françaises



Source : ACPR.

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

Graphique 20 – Évolution du LCR moyen sur 12 mois glissants des principales banques françaises (LCR en %, montants en Md€)



Source : ACPR.

D.2 Assurances

La collecte nette en assurance-vie, en repli en 2023, connaît un redémarrage important au premier semestre 2024 tandis que l'activité sur le segment non vie progresse significativement

Sur le segment vie (hors épargne retraite), malgré une collecte nette positive au premier semestre, l'assurance-vie enregistre un solde net négatif pour l'ensemble de l'année 2023 de -2,3 Md, après une hausse en 2022 (+8,4 Md€), du fait d'une progression des primes (126,9 Md€ contre 124,6 Md€ en 2022) moins rapide que celles des montants de prestations sur tous les supports (129,2 Md€ contre 116,2 Md€ en 2022 – Graphique 21) et quoique la collecte brute soit la deuxième plus élevée après 2021 sur les dix dernières années. La décollecte nette sur les supports en euros²⁴ s'est accentuée (-33,4 Md€, contre -29,8 Md€ en 2022), reflétant en particulier une augmentation des montants rachetés (62,6Md€ contre 57,5 Md€ en 2022) et 5,1 Md€ d'arbitrages nets en faveur des supports en unités de compte (UC). En outre, après une année exceptionnelle en 2022, les supports UC enregistrent une diminution de la collecte nette, passée de 38,2 Md€ en 2022 à 31,1 Md€ en 2023. Son montant reste néanmoins supérieur à ceux observés entre 2011 et 2021. Par ailleurs, la collecte des organismes d'assurance et des organismes de retraite professionnelle supplémentaire (ORPS²⁵) est soutenue par le dynamisme de la collecte des PER assurantiels (collecte nette de 8,4 Md€ sur l'année 2023, contre 7,3 Md€ en 2022).

Reflétant la dynamique à la hausse des rachats (84,1 Md€ en 2023, soit +16% par rapport à 2022), le taux de rachat²⁶ atteint, en 2023, 4,9 % sur les supports en unité de compte et 5,4 % sur les supports en euros (Graphique 22). Cette hausse des taux de rachat reste toutefois limitée au regard de certains

²⁴ Source : ACPR, rapports sur la situation des assureurs soumis à Solvabilité II en France fin 2023 et sur le marché de l'assurance-vie en 2023.

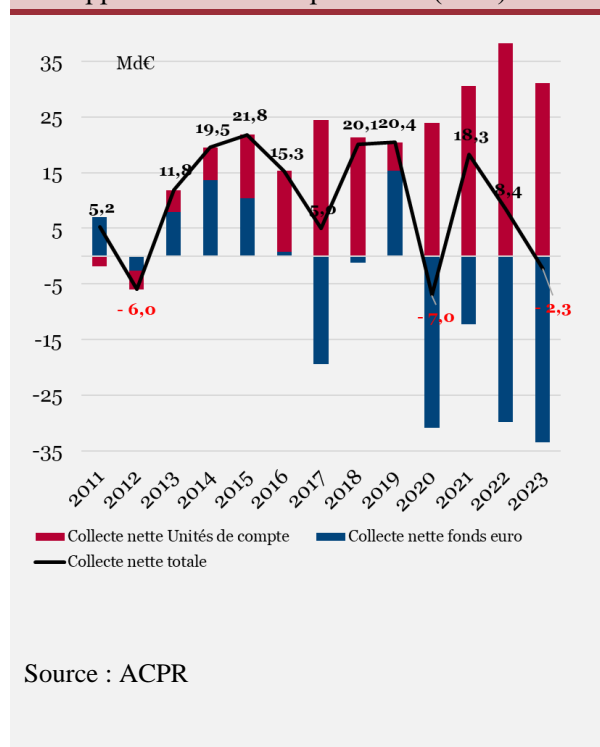
²⁵ Organismes de retraite professionnelle supplémentaire.

²⁶ Volume de achats de l'année N rapportés aux provisions de l'année N-1.

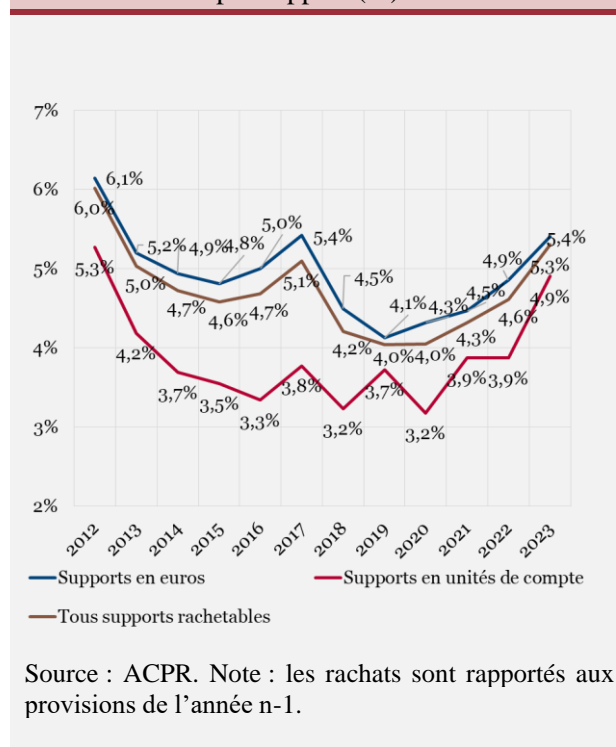
épisodes passés, notamment pendant la crise des dettes souveraines en zone euro de 2011-2012, indiquant un risque de liquidité contenu chez les organismes d'assurance-vie.

Au premier semestre 2024, la hausse des rachats s'interrompt, ceux-ci se rétractant de 6 % par rapport au premier semestre 2023. Dans le même temps, le dynamisme des primes engendre un niveau de collecte inédit depuis 2011 à hauteur de 15,5 Md€ au premier semestre 2024. En particulier, la collecte nette sur les supports euros redevient positive (+1,8 Md€) pour la première fois depuis 5 ans, ceux-ci bénéficiant d'un taux de revalorisation significativement relevé en 2023 (à 2,6 % pour l'ensemble du marché).

Graphique 21 – Collecte nette annuelle par type de support rachetable depuis 2011 (Md€)



Graphique 22 – Taux de rachats des contrats d'assurance-vie par support (%)



Sur le segment non-vie, l'activité progresse significativement en 2023. Le chiffre d'affaires du secteur poursuit sa croissance (+ 6,4 %), notamment sous l'effet des hausses tarifaires²⁷. Les primes augmentent de 5,9 % entre 2022 et 2023 et les sinistres de 3,9 % sur la même période, ces tendances s'observant sur toutes les lignes d'activité sauf l'assurance automobile et l'assurance-crédit pour les sinistres. En 2023, la sinistralité baisse, avec un ratio combiné²⁸ de l'ensemble des lignes d'activité de 98,1 %²⁹ fin 2023, contre 99,6 % fin 2022. Le ratio combiné net non-vie hors santé³⁰ reste au-dessus de 100 % (101 % en 2023 contre 103 % en 2022), tandis que le ratio combiné de la santé vie et non-vie reflue de 98,6 % à 97,4 % (Graphique 23).

²⁷ Selon le cabinet Facts & Figures, les hausses tarifaires avoisineraient 5 % à 6 % pour l'assurance habitation et 3,5 % à 4 % pour l'assurance automobile.

²⁸ 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).

²⁹ Soit une rentabilité de 1,9%.

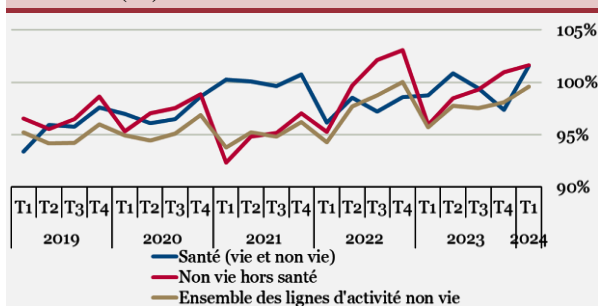
³⁰ Assurance auto, incendie et dommages aux biens, responsabilité civile générale.

La hausse des marchés actions et de la baisse des taux entraîne en 2023 une augmentation de valeur des actifs, qui se confirme au 1^{er} trimestre 2024

À fin décembre 2023, l'encours de placements financiers des assureurs s'établit à plus de 2 580 Md€, en hausse de 111 Md€ par rapport à 2022 (soit + 8,9 %). Cette augmentation résulte d'effets de valeur liés à la baisse des taux d'intérêt et à la hausse des marchés d'actions sur l'année. Du fait de la légère baisse des taux d'intérêt au T4 2023, les portefeuilles obligataires connaissent une situation de moins-value latente de l'ordre de -4 % en moyenne fin 2023 contre -8 % fin 2022. Des plus-values latentes s'observent sur les actions (+32 %) et l'immobilier (+25 %) (contre respectivement 30 % et 33 % en 2022). L'allocation d'actifs évolue peu entre le T2 et le T4 2023 : après mise en transparence, les obligations souveraines représentent fin 2023 20 % des placements, les obligations du secteur financier 27 % et les actions 12 % (contre respectivement 21 %, 26 % et 13 % - Graphique 24).

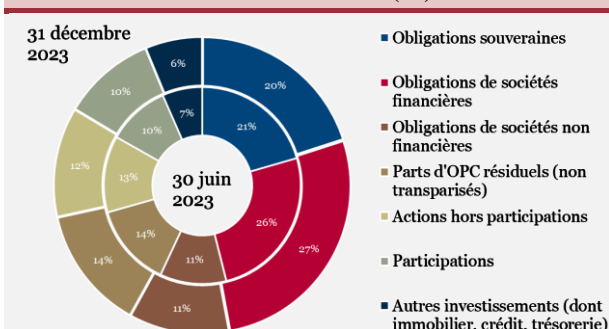
Enfin, les exigences réglementaires en capital du secteur de l'assurance sont largement couvertes. Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres significativement supérieur aux exigences réglementaires de 100 %, avec une couverture par le capital du taux de solvabilité requis (CSR) à hauteur de 249 % en moyenne fin 2023, en légère hausse de 2 points par rapport au T4 2022, avec néanmoins une situation qui diffère selon le type d'organisme (+12 pp pour les organismes vie et mixte et -9 pp pour les organismes non vie).

Graphique 23 – Ratio combiné en assurance non-vie (%)



Source : ACPR.

Graphique 24 – Structure de placements des assureurs fin T2 et fin T4 2023 (%)



Source : ACPR.

Champ : après mise en transparence des OPC.

D.3. Gestion d'actifs

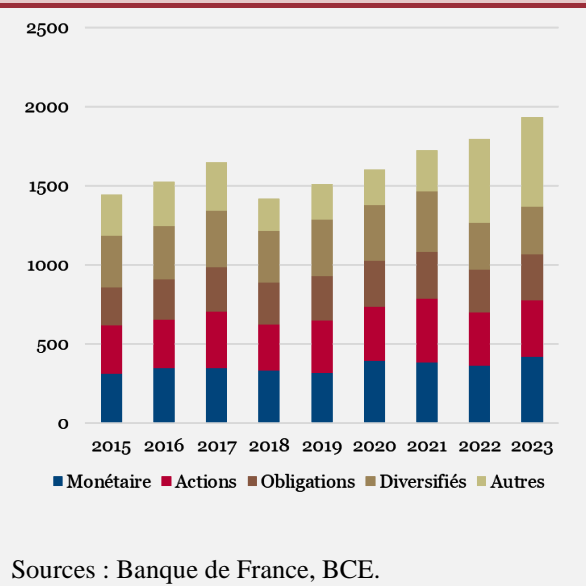
Les encours des fonds français progressent dans un contexte de hausse des marchés boursiers.

Au T4 2023, les encours des fonds d'investissement de droit français s'établissent à 1932 Md€ d'actifs (contre 1797 Md€ à fin 2022, soit une hausse de +6% de l'encours, Graphique 25). L'année 2023 est marquée par un retour des investisseurs sur les fonds monétaires (+55 Md€ d'encours, dont 76 % expliqués par des effets de flux), tandis que les OPC non monétaires enregistrent une décollecte nette de 20Md€ (pour 1516 Md€ d'encours – Graphique 26). Selon l'*European Fund and Asset Management Association (EFAMA)*, les fonds ouverts domiciliés en France représentent fin 2023 12 % du total des actifs gérés dans la zone euro, en quatrième position derrière le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne³¹.

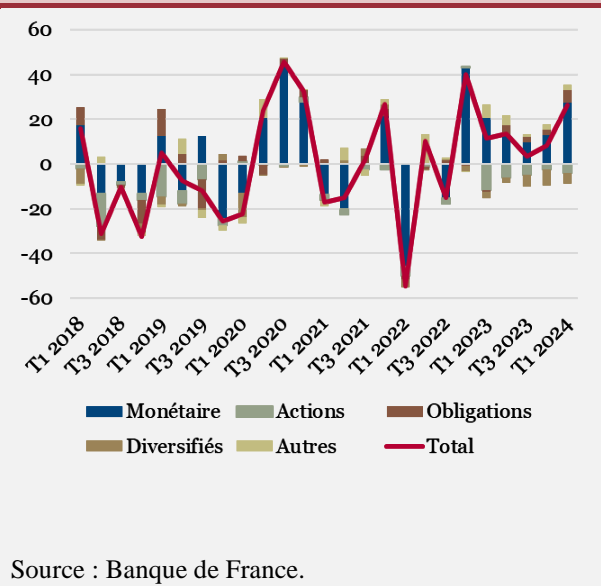
³¹ Cartographie des marchés et des risques 2024, AMF.

Les fonds monétaires (*money market funds – MMF*) bénéficient du nouvel environnement de taux et enregistrent une variation d’encours de +55 Md€, à 416 Md€ à fin 2023. Les effets se décomposent en un effet flux de 45 Md€ de souscriptions nettes en 2023 (après 18,9 Md€ de rachats nets en 2022, l’année 2023 étant ainsi la deuxième meilleure année de collecte depuis 2007) et un effet valorisation de +11 Md€. Cette forte hausse des souscriptions nettes s’explique par des rendements élevés offerts par des produits considérés comme sans risque par les investisseurs : la performance sur 12 mois des fonds monétaires s’établit à 3,38% en décembre 2023 (contre 0,04% en décembre 2022). La part des OPC monétaires français dans la gestion d’actifs française augmente de 1 pp à 20 % en 2023.

Graphique 25 – Encours de fonds domiciliés en France (Md€)



Graphique 26 – Flux de souscription nets trimestriels des OPC domiciliés en France (Md€)



Les encours des fonds actions français enregistrent une hausse de 23 Md€ en 2023 (+7 % par rapport à 2022), à 359 Md€, représentant toujours 19 % des actifs sous gestion française. Alors que les flux de placements nets sont négatifs sur l’année (- 24 Md€), la hausse des marchés actions entraîne un effet valorisation très important (+ 46 Md€) qui se répercute dans la performance annuelle moyenne très positive des fonds actions (+14,4%, après une performance 2022 à - 15 %). Cette situation se prolonge en 2024 : des décollectes nettes sont constatées pendant les trois premiers mois de l’année (avoisinant 3 Md€ en cumulé), malgré un fort effet de valorisation (+ 23 Md€ sur le trimestre).

L’encours des fonds obligataires augmente de 20 Md€ sur l’année (soit + 7,3 %), s’élevant à 291,5 Md€ fin 2023 (soit 15 % des fonds français). Cette augmentation est liée tant à des effets de valorisation qu’à des effets de flux, positifs dans les deux cas (collecte annuelle positive de 10 Md€ et effet valorisation de +14 Md€). La performance annuelle est positive, en moyenne de 5,3 %. Les fonds diversifiés (exposés à plusieurs classes d’actifs) enregistrent une augmentation d’encours plus faible (+5 Md€ sur l’année) pour atteindre 302 Md€ (16 % de la gestion d’actifs française), avec un effet de flux négatif de 17 Md€ et comme pour les autres types de fonds, d’un effet valorisation positif, de 24 Md€. La performance annuelle moyenne sur l’année est de 8,2 %.

Enfin, l’actif net des « fonds autres » (fonds d’épargne salariale, fonds immobiliers, fonds de capital investissement, fonds à formule et *hedge funds*) augmente de 31 Md€ sous l’effet de flux de souscriptions nettes (20 Md€) et, comme les autres types de fonds, d’effets de valorisation positifs (+16 Md€). Il s’établit ainsi à 564 Md€, soit 30 % de la gestion d’actifs française.

Au T1 2024, les dynamiques de valorisation et de flux nets des différents types d'OPC sont proches de celles observées en 2023, avec des cessions nettes sur les fonds actions (-3 Md€) et sur les fonds diversifiés (-4 Md€), malgré des effets de valorisation positifs et une collecte nette positive sur les fonds obligataires (+8 Md€) avec un effet valorisation positif qui s'estompe. De même, les fortes souscriptions enregistrées par les MMF français en 2023 se poursuivent en 2024 : au T1 2024, les flux nets positifs ont représenté environ 25 Md€, soit 6 % de l'encours total des MMF à fin 2023.

Ch.2 Dix ans d'action du HCSF

A. Le rôle, les missions et les pouvoirs du HCSF

Le rôle, le mandat et la composition du HCSF

Installé en juin 2014, le HCSF a été établi par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 en tant qu'autorité macroprudentielle française chargée d'« exercer la surveillance du système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique ». Il a pour mission principale de définir la politique macroprudentielle qu'il convient de conduire pour limiter les risques systémiques en France et dispose de pouvoirs réglementaires pour mettre en œuvre son mandat.

La mise en place du HCSF s'inscrit dans un contexte de renforcement international de la surveillance financière en réaction à la crise financière globale de 2007-2008. Elle répond notamment aux exigences fixées par la législation de l'Union européenne (directive et règlement sur les exigences de fonds propres dits CRD IV³² et CRR³³) et la recommandation³⁴ du Comité européen du risque systémique (CERS) qui prévoient que les États membres désignent une autorité macroprudentielle indépendante et dotée de pouvoirs juridiquement contraignants.

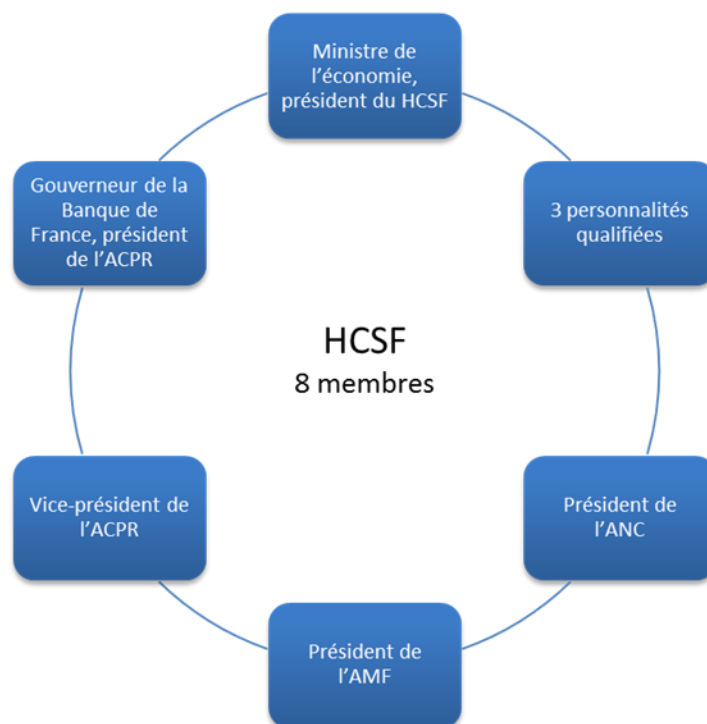
Le HCSF, successeur du Conseil de la régulation financière et du risque systémique (Corefris), a été constitué comme une autorité collégiale rassemblant les autorités de surveillance du système financier et des experts externes³⁵, dans laquelle le gouverneur de la Banque de France dispose du pouvoir exclusif de proposition des mesures. Sous la présidence du ministre chargé de l'économie, le Haut Conseil réunit ainsi le gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), le vice-président de l'ACPR, la présidente de l'Autorité des marchés financiers (AMF), le président de l'Autorité des normes comptables (ANC) ainsi que trois personnalités qualifiées choisies en raison de leurs compétences dans les domaines monétaire, financier ou économique par le président de l'Assemblée nationale, le président du Sénat et le ministre chargé de l'économie.

³² [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

³³ [Règlement \(UE\) n°575/2013](#) du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement

³⁴ [Recommandation](#) du 22 décembre 2011 concernant le mandat macroprudentiel des autorités nationales (CERS/2011/3)

³⁵ La recommandation CERS/2011/3 invitait les États membres à « désigner dans la réglementation nationale une autorité chargée de la conduite de la politique macroprudentielle, soit en règle générale une seule institution, soit un collège composé de plusieurs autorités dont les mesures ont une influence importante sur la stabilité financière. »



La stratégie et les instruments macroprudentiels du HCSF

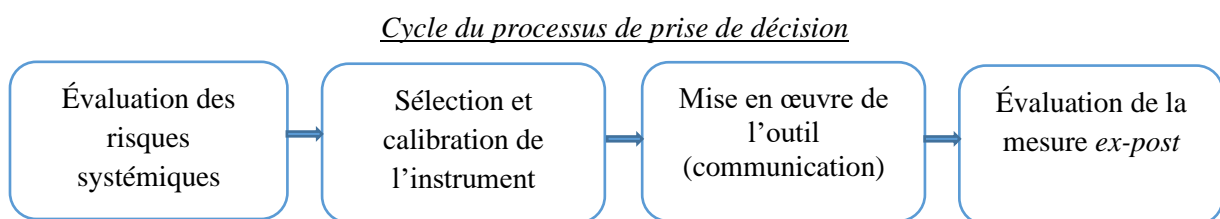
Afin de remplir sa mission, le HCSF dispose d'une large palette d'instruments macroprudentiels qui peuvent être mobilisés pour prévenir des développements susceptibles de se traduire par l'apparition de risques systémiques. Il convient de distinguer trois types d'instruments, mobilisés le plus souvent dans une approche préventive : i) les instruments d'influence (communication, publication d'avis...), qui permettent de signaler un risque et de coordonner des comportements, ii) les instruments intermédiaires (publication de recommandations) qui appellent une réponse ou une action formelle de tiers et iii) les instruments contraignants correspondant à la mobilisation de pouvoirs juridiquement contraignants. Parmi les dispositions contraignantes, le HCSF peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France :

- Imposer des coussins en capital bancaire inscrits dans la directive CRD. Il peut s'agir :
 - du coussin pour le risque systémique (SyRB) sectoriel ou global. Celui-ci a pour but d'améliorer la résilience du système bancaire en cas de crise et ainsi permettre aux établissements financiers de faire face à leurs engagements.
 - du coussin contra-cyclique (CCyB) ou réserve de protection du crédit. Ce coussin a vocation à éviter tout risque de contraction sévère du crédit en cas de matérialisation d'un choc macroéconomique ou financier. Il est ainsi augmenté en phase expansionniste du cycle financier pour être relâché en cas de crise afin de soutenir la production de crédit.
- Mobiliser les pouvoirs prévus à l'article 458 du règlement CRR : en cas d'identification de variations d'intensité du risque macroprudentiel ou systémique, des mesures nationales plus strictes peuvent être décidées à l'égard du secteur bancaire en matière d'exigences en fonds propres, d'exigences relatives aux grands risques, d'exigences de liquidité, de pondérations de risque vis-à-vis du secteur de l'immobilier, d'exigences de publication, de niveau du coussin de conservation de fonds propres ou d'expositions au sein du secteur financier.

- Fixer des conditions d’octroi de crédit en vue de prévenir la hausse excessive du prix des actifs ou l’endettement trop important des agents économiques.
- Prendre des mesures conservatoires à l’égard des entreprises du secteur de l’assurance ou moduler les règles de constitution et de reprise de la provision pour participation aux bénéficiaires.
- Décider de reconnaître des mesures prises par d’autres autorités nationales, afin de les faire appliquer par les établissements sous sa propre autorité (pouvoirs dits de réciprocité).

Les principes régissant la prise de décision du HCSF : l’importance d’une évaluation en temps continu des risques systémiques, du jugement discrétionnaire, d’une communication adaptée et d’une évaluation ex-post des mesures

Le processus de prise de décision du HCSF est constitué d’un cycle continu de quatre étapes : (i) évaluation du risque systémique, (ii) sélection et calibrage des instruments, (iii) mise en œuvre de la politique macroprudentielle et (iv) évaluation de la politique :



La première phase est l’évaluation du risque systémique. La capacité à identifier et à mesurer suffisamment précocement le risque systémique est essentielle pour une mise en œuvre réussie des instruments macroprudentiels. Le HCSF conduit donc une surveillance régulière du secteur financier dans son ensemble, à la fois de ses évolutions conjoncturelles, mais aussi des potentielles fragilités structurelles. Il mène à cet égard des études et des analyses approfondies, dont une partie est publiée sur son site internet. Il recueille en outre le point de vue des professionnels du secteur financier, comme cela a été le cas, par exemple, lors de ses consultations publiques relatives au marché de l’immobilier commercial (avril 2016) et aux risques dans le secteur de l’immobilier résidentiel (octobre 2019).

À la suite d’une analyse des vulnérabilités et dans le cas où le risque systémique se trouve avéré, le HCSF sélectionne alors un ou plusieurs instruments dont il dispose afin d’y répondre. Dans cette démarche, le HCSF s’attache à vérifier la pertinence de l’instrument retenu au regard de la vulnérabilité identifiée et détermine son calibrage, qui doit être proportionné à l’évaluation du niveau du risque. Conformément à l’approche d’un « pouvoir discrétionnaire orienté » adoptée par le HCSF, si la sélection et le calibrage des instruments s’appuient sur des indicateurs et des règles précis, elles relèvent *in fine* du jugement discrétionnaire du Haut Conseil.

La troisième étape consiste en la mise en œuvre de la politique macroprudentielle déterminée précédemment. Le HCSF communique alors de façon transparente les raisons de son action, notamment la source du risque systémique, les instruments choisis ainsi que leur mécanisme de transmission et leur impact attendu. Dans le déploiement de la mesure macroprudentielle, le HCSF accorde une attention particulière à la fenêtre temporelle de mise en œuvre afin de s’assurer de son efficacité maximale. Au cours des dix dernières années, le HCSF a par ailleurs adapté sa communication : à titre d’exemple, lorsque le HCSF a décidé d’augmenter le taux de son coussin contra-cyclique de 0 % à 1 % au cours de l’année 2022, il a adopté une approche graduelle et communiqué ses intentions en amont de ses décisions. Une telle stratégie de communication lui a permis d’accroître la résilience des banques françaises tout en limitant le risque de procyclicité lié à l’offre de crédit bancaire.

La dernière étape du processus de prise de décision du HCSF s'attache à évaluer la politique macroprudentielle mise en œuvre. Il s'agit alors de vérifier ex post que la mesure a eu les effets escomptés en termes de diminution du risque systémique, et le cas échéant, l'ajuster si besoin. Le chapitre 3 de ce rapport annuel propose ainsi une évaluation de la mesure HCSF relative aux conditions d'octroi des crédits à l'habitat.

Par ailleurs, pour garantir la transparence de ses décisions, le HCSF publie au *Journal officiel* de la République française ainsi que sur son site internet toutes ses décisions relatives aux instruments macroprudentiels et rend compte au Parlement de son action, par le biais de son rapport public annuel. Son président peut également être entendu par la Commission des finances de l'Assemblée nationale ou du Sénat. Ses membres sont soumis à des règles de prévention des conflits d'intérêt.

B. Au cours de ses dix premières années d'existence, et face aux vulnérabilités identifiées, le HCSF a mis en œuvre plusieurs mesures macroprudentielles afin de renforcer la résilience du système financier

B.1. Réserve de protection du crédit : du relâchement pendant la crise sanitaire à la constitution d'une réserve de 1 %

Le rôle du coussin contra-cyclique ou « réserve de protection du crédit »

Le coussin de fonds propres contracyclique (ou *Countercyclical Capital Buffer*, CCyB) fait partie des instruments macroprudentiels introduits en droit européen par la directive sur les exigences en capital (directive CRD IV de 2013, révisée en 2019). Il est défini comme une surcharge en fonds propres de base de catégorie 1³⁶ applicable aux établissements de crédit, ayant pour objectif de « protéger le système bancaire des pertes potentielles liées à l'exacerbation d'un risque systémique cyclique (...) soutenant ainsi l'offre durable de crédit à l'économie réelle pendant tout le cycle financier »³⁷. Depuis janvier 2016, les autorités nationales désignées dans chaque État membre de l'Union européenne (UE) doivent régulièrement fixer le niveau du coussin de fonds propres contra-cyclique. Le taux de CCyB décidé par le HCSF porte sur les expositions françaises et s'applique quelle que soit la nationalité de la banque si celle-ci est concernée par les accords de réciprocité entre pays de l'UE ou par les accords de Bâle. En cas de hausse du taux de CCyB, les établissements bancaires disposent d'un délai de 12 mois (sauf circonstances exceptionnelles justifiant un délai plus court) pour s'y conformer, contrairement au relâchement qui s'applique sans délai.

Dans le cadre de sa stratégie en la matière, le HCSF considère le CCyB comme un outil de réponse à une situation de crise. Il cherche donc à disposer d'une « marge macroprudentielle » suffisante lors de son relâchement (ce qui justifie de le rehausser lorsque les risques sont jugés élevés), mais ne cherche pas à utiliser le coussin comme un instrument de gestion conjoncturelle du crédit. Pour cette raison, le HCSF préfère parler de « réserve de protection du crédit » plutôt que de coussin contracyclique. Ainsi,

³⁶ Dits également *Common Equity Tier 1* (CET1) – soit la mesure des fonds propres de meilleure qualité définie par Bâle III et par le règlement n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

³⁷ [Recommandation CERS/2014/1, recommandation A, principe 1.](#)

lorsque le niveau des risques systémiques cycliques³⁸ est élevé, le HCSF constitue cette réserve de protection du crédit en relevant son taux si celui en vigueur n'est pas adapté, obligeant les banques à accumuler davantage de capital. Dans la mesure où ces risques cycliques peuvent prendre diverses formes (par exemple : endettement excessif de la part des ménages, prix de certains actifs surévalués, prise de risque excessive de la part du secteur bancaire), le HCSF suit un large spectre d'indicateurs avant toute prise de décision, y compris les indicateurs traditionnels relatifs au gap de crédit et au cycle financier³⁹. Lorsqu'une crise survient, l'exigence a vocation à être relâchée, ce qui permet ainsi aux banques d'absorber le choc macro-financier tout en maintenant leur offre de crédit.

Le coussin contracyclique à l'épreuve de la crise sanitaire

En 2018 et 2019, le HCSF a décidé d'augmenter progressivement le taux de cette réserve de protection du crédit : ce taux a d'abord été porté à 0,25 % des actifs pondérés par les risques au 1er juillet 2019, puis à 0,5 % pour une entrée en vigueur initialement prévue au 2 avril 2020. Cette décision faisait suite à la croissance robuste du PIB en France couplée à une hausse importante des volumes de crédits aux ménages et aux SNF sur l'année 2018 (avec un taux de croissance du crédit observé sur l'année 2018 de 6 % pour les entreprises et de 5,5 % pour les ménages). Face à la brusque détérioration des conditions financières observée durant la pandémie de Covid-19, le HCSF a décidé⁴⁰, lors de la séance du 18 mars 2020, d'abaisser le taux du coussin à 0 %. La mesure est entrée en vigueur le 2 avril 2020 dans le but de limiter l'impact de la pandémie sur l'économie française. La baisse du taux du coussin français a entraîné une réduction de 9 Mds€ des exigences en fonds propres au niveau français (20 Mds€ pour l'ensemble des banques de la zone euro selon la BCE). Le relâchement complet du CCyB a été décidé par la plupart des autorités macroprudentielles en Europe : parmi les 14 pays de l'Espace économique européen qui avaient activé leur coussin, 9 l'ont relâché entièrement et 5 partiellement.

Une réserve de protection du crédit portée graduellement à 1 % en sortie de crise sanitaire

En 2021, le HCSF a estimé que le niveau de risque et la conjoncture macroéconomique favorable justifiaient de normaliser le coussin contracyclique à son niveau d'avant-crise. L'évaluation des risques et des vulnérabilités portant sur le système financier (forte dynamique du crédit, poids important de l'endettement et position avancée dans le cycle financier) justifiait la mise en place d'un dispositif de prévention des risques financiers équivalent à celui qui s'appliquait avant la pandémie. Le HCSF a alors pré-annoncé le retour du coussin de fonds propres contracyclique à son niveau d'avant-crise lors de sa séance du 14 décembre 2021 et a relevé le taux du coussin à 0,5 % lors de sa séance du 24 mars 2022, retrouvant ainsi la trajectoire prévue pour le CCyB en 2019. Conformément à la réglementation en vigueur, la décision⁴¹, publiée au Journal Officiel de la République Française le 7 avril 2022, est devenue

³⁸ Les risques cycliques pouvant prendre diverses formes (comme l'endettement excessif des ménages, le prix de certains actifs surévalués, la prise de risque excessive de la part du secteur bancaire), le cadre analytique du CCyB se fonde sur un large spectre d'indicateurs, cf. HCSF, [Rapport annuel 2022](#), chapitre 3 (le cadre analytique de la prise de décision sur le taux du coussin contracyclique).

³⁹ Les gaps de crédit mesurent la composante cyclique ou conjoncturelle du taux d'endettement du secteur privé non-financier d'un pays. Ils correspondent à l'écart du ratio d'endettement du secteur privé non financier (ratio de la dette ou du simple crédit bancaire des entreprises et des ménages sur PIB) par rapport à sa tendance de long terme. Ces indicateurs sont centraux car ils servent de point d'ancrage à la calibration du taux de coussin contracyclique.

Le cycle financier est un indicateur composite agrégeant l'information contenue dans les dynamiques de différentes variables macroéconomiques et financières portant à la fois sur la quantité de dette du secteur privé non-financier (ex : prêts bancaires aux ménages et aux SNF, titres de dette émis par les SNF) et sur le prix de la dette (ex : taux d'emprunt des ménages, des SNF) ainsi que sur le marché actions (rendement boursier), sur le marché immobilier et sur le marché obligataire souverain (taux de l'OAT à 10 ans).

⁴⁰ [Décision n°D-HCSF-2020-2](#) du 1 avril 2020 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique.

⁴¹ [Décision n° D-HCSF-2022-1](#) du 7 avril 2022 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique.

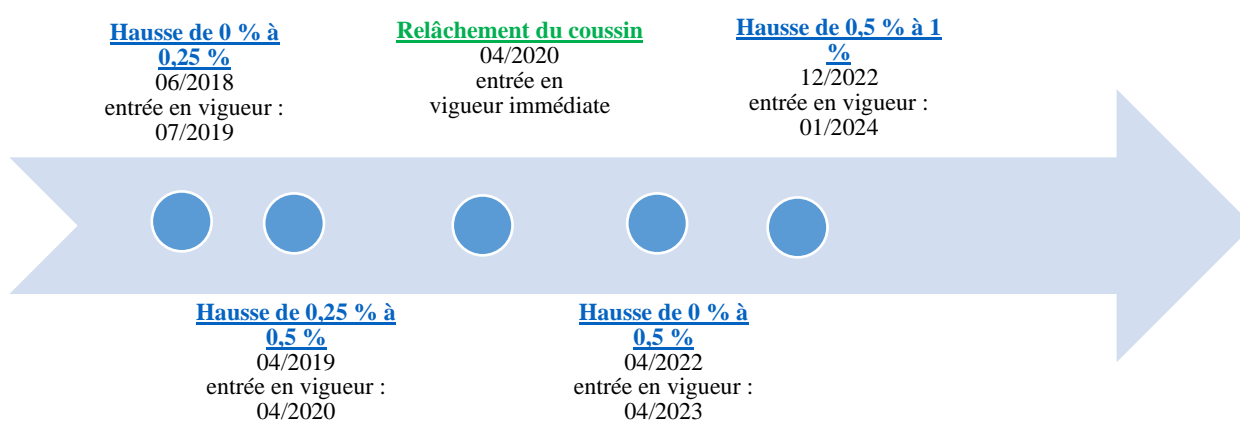
contraignante pour les établissements de crédit le 7 avril 2023. Ces derniers ont donc disposé d'un an pour constituer cette réserve de protection du crédit.

L'incertitude liée au conflit entre la Russie et l'Ukraine, la forte volatilité sur les marchés d'actifs, notamment ceux des matières premières, la hausse du risque cyber et les pressions inflationnistes ont aussi renforcé le besoin d'instruments mobilisables en cas de crise. Lors de sa séance du 27 juin 2022, le HCSF a ainsi décidé de maintenir le taux du coussin contracyclique à 0,5 % tout en soulignant la robustesse du crédit et les niveaux élevés de dette par rapport aux autres pays européens (fin 2021, l'endettement des ménages représentait 66 % du PIB et celui des SNF 83 %, contre respectivement 60 % et 64 % en zone euro) malgré les fortes incertitudes conjoncturelles (impact de la remontée des taux et de la normalisation de la politique monétaire) et géopolitiques.

Compte tenu de la persistance des vulnérabilités et du niveau des risques à moyen terme, le HCSF a jugé nécessaire de consolider le dispositif de prévention afin de limiter le risque de retournement du cycle du crédit. Lors de sa séance du 15 septembre 2022, il a donc pré-annoncé le relèvement du taux du CCyB de 0,5 % à 1 %, prévu pour sa réunion suivante en décembre 2022, tout en soulignant que le relèvement serait conditionné à la capacité du système bancaire à répondre aux besoins de financement de l'économie. Le HCSF a adopté formellement une décision⁴² de relèvement du taux de la réserve de protection du crédit de 0,5 % à 1 % en décembre 2022, 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. Depuis cette date et en l'absence de signes de matérialisation de risque systémique, le HCSF a souhaité maintenir le taux du CCyB à 1 % et a annoncé en décembre 2023 qu'il ne prévoyait pas de hausse au cours des trimestres suivants. Le niveau de résilience correspondant à cette réserve de protection du crédit est actuellement jugé adéquat relativement aux risques cycliques pesant sur la stabilité financière.

Décisions de modification du coussin depuis 2018 :



B.2. Grandes entreprises très endettées : de la mesure « grands risques » au coussin pour le risque systémique sectoriel

⁴² [Décision n°D-HCSF-2022-6](#) du 27 décembre 2022 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique.

La mesure « grands risques » face au risque de concentration du crédit bancaire aux sociétés non financières

Le HCSF a adopté le 11 mai 2018 une mesure dite « grands risques » limitant la concentration des expositions bancaires vis-à-vis des sociétés non financières (SNF) très endettées⁴³ : 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 des grandes entreprises les plus endettées ; d'autre part un objectif de prévention, en sensibilisant à la bonne appréciation des risques découlant d'une dynamique excessive de l'endettement de ces entreprises et en incitant les SNF à maîtriser leur endettement et à diversifier leurs créanciers. Cette mesure est arrivée à échéance le 30 juin 2023, après avoir été prorogée en 2020 et en 2021.

En 2023, le HCSF a jugé que la mesure a constitué un pare-feu efficace vis-à-vis du risque de contrepartie systémique pour les banques : le suivi des expositions bancaires au cours de l'année 2022 n'avait révélé aucun dépassement des seuils d'exposition⁴⁴. En prévenant les situations de concentration d'expositions vis-à-vis d'entreprises ayant un niveau d'endettement excessif, la mesure a permis de limiter les risques de contagion qu'un 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.

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 aux cas de dépassements 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 :

- la conjoncture actuelle est plus propice à des dépassements passifs, 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 d'une hausse du coût de la dette. Cette situation était d'autant plus probable que le caractère très endetté d'une entreprise s'appréciait entre autres, dans la mesure « grands risques », au travers du ratio de couverture des frais financiers, particulièrement sensible à la hausse des taux ;
- La hausse des taux entamée en 2022 a généré *de facto* un ralentissement de l'endettement des sociétés non financières françaises ;
- La phase de remontée des taux d'intérêt a conduit les grandes entreprises à substituer, au moins transitoirement en 2022 et 2023, du financement bancaire, qui a joué dans ce contexte un rôle stabilisateur, à l'endettement de marché.

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

À l'expiration en 2023 de la mesure « grands risques », le HCSF a jugé qu'il restait pertinent de maintenir une mesure macroprudentielle limitant le risque de concentration des expositions des banques

⁴³ Dans le cadre de la mesure « grands risques », une SNF était identifiée comme très endettée dès lors qu'elle réunissait les deux critères suivants : (i) un ratio d'endettement net supérieur à 100 % et (ii) un ratio de couverture des frais financiers inférieur à 3.

⁴⁴ Si le champ des institutions systémiques s'est élargi en 2021 et a entraîné le dépassement du seuil pour une exposition d'une institution nouvellement définie comme systémique en 2021, cette exposition a été ramenée sous la limite au terme du délai de régularisation imparti.

françaises vis-à-vis des entreprises françaises très endettées, malgré d'important facteurs de résilience (niveau de trésorerie, prépondérance du financement à taux fixe).

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 mesure prend la forme d'une surcharge en capital bancaire, et 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 ». Revu tous les deux ans au moins, il s'applique aux expositions françaises associées à un groupe non financier (i) dont le montant total d'exposition finale représente plus de 5 % des fonds propres de catégorie 1 d'une banque systémique française sur base consolidée⁴⁵ (seuil de matérialité) et (ii) défini comme très endetté. Les critères évaluant le niveau d'endettement ont été simplifiés par rapport à la mesure « grands risques ». Dans le cadre du coussin pour le risque systémique sectoriel, est défini comme très endetté un groupe dont le ratio de dette totale sur EBITDA⁴⁶ est supérieur à 6 ou négatif. Cette simplification permet de se conformer au référentiel européen⁴⁷ sur les transactions à fort effet de levier et d'éviter l'effet procyclique induit par le ratio de couverture des frais financiers utilisé dans le cadre de la mesure précédente.

Les expositions au risque localisées en France ainsi ciblées se voient alors appliquer une surcharge de 3 %⁴⁸ en fonds propres de base de catégorie 1. Dans le même esprit que pour la mesure « grands risques » à laquelle il succède, 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 sont limités, tout en maintenant l'attention sur les risques de concentration et les « grands risques ».

L'endettement des grandes entreprises fin 2023

En cohérence avec les mesures successivement mises en œuvre par le HCSF, l'endettement des entreprises françaises fait l'objet d'un suivi détaillé. En 2023, le niveau d'endettement des SNF françaises reste élevé par rapport à la moyenne européenne (77,5 % du PIB en France contre 54,5 % en moyenne dans la zone euro, au T4 2023 – Graphique 27) et la croissance du crédit bancaire aux SNF est restée relativement soutenue par rapport aux autres pays de la zone euro (1,3 % en glissement annuel en France contre -0,6 % en zone euro en avril 2024). Les entreprises françaises se désendettent toutefois progressivement (cf. graphique 31) dans un contexte de resserrement monétaire. La transmission de la hausse des taux au financement de marché ayant été plus rapide qu'au financement bancaire, les grandes

⁴⁵ Le calcul des expositions françaises consolidées se fait en sommant les expositions individuelles après atténuation du risque, au plus haut niveau de consolidation, que la tête de groupe soit française ou étrangère

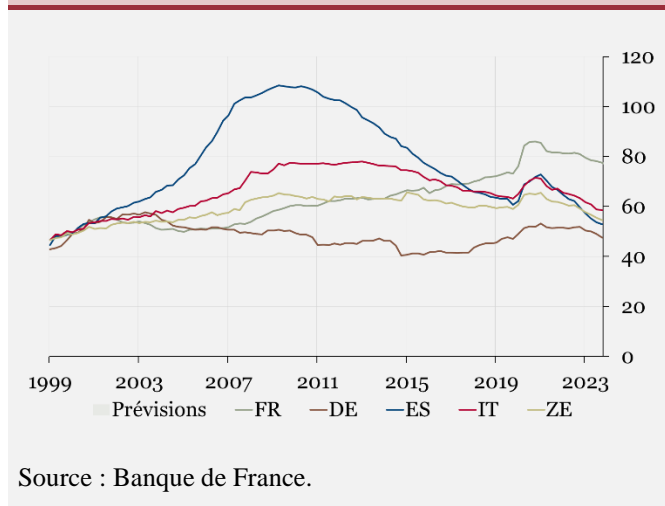
⁴⁶ Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

⁴⁷ ECB, « Guidance on leveraged transactions », mai 2017

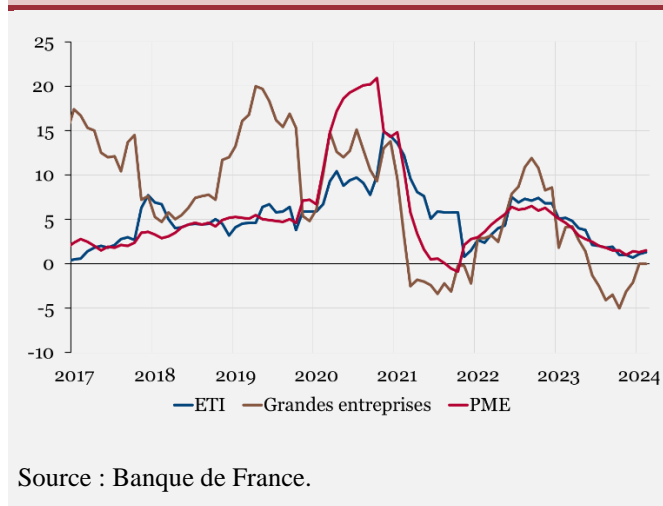
⁴⁸ Les expositions localisées en France sont les expositions aux SNF dont le siège social est en France. Il est à noter que conformément au cadre législatif européen, ce coussin en capital ne peut s'appliquer qu'aux expositions françaises, sur base sociale, des groupes non financiers visés par la mesure. Le HCSF a toutefois la possibilité de suivre les éventuels cas de contournement de la mesure et se réserve la possibilité de réviser le périmètre de la surcharge en conséquence.

entreprises françaises ont substitué des crédits mobilisés et mobilisables au financement de marché en 2022 (Graphique 28). On observe cependant un rattrapage de financement de marché depuis début 2023, dans un contexte où les taux de marché sont redevenus relativement plus faibles que les taux des nouveaux crédits, ce qui compense partiellement le ralentissement du crédit.

Graphique 27– Taux d'endettement brut des SNF (en % du PIB)



Graphique 28– Crédits mobilisés et mobilisables par taille de SNF en glissement annuel (%)



Par ailleurs, le Rapport sur la Stabilité Financière de juin 2024 de la Banque de France détaille la situation des entreprises cotées en Bourse à partir de leurs bilans consolidés, permettant de comparer les entreprises françaises aux autres entreprises européennes à fin 2023.

La vulnérabilité d'une entreprise fortement endettée est atténuée si elle dispose de suffisamment de liquidité pour se désendetter. Une trésorerie abondante permet en effet un désendettement à moindre coût⁴⁹. C'est donc un facteur de résilience permettant d'identifier la vulnérabilité nette des entreprises au niveau des taux d'intérêt. Le ratio des liquidités nettes⁵⁰ rapportées au chiffre d'affaires permet d'évaluer l'importance de ces marges de manœuvre. Son niveau médian s'établit à environ 30 jours de chiffre d'affaires, constituant ainsi pour les entreprises par ailleurs très endettées un deuxième seuil d'alerte⁵¹.

En 2022, la part d'entreprises françaises cotées fortement endettées⁵² était légèrement inférieure à son niveau de 2019 (Graphique 29). La part d'entreprises vulnérables⁵³ était quant à elle largement inférieure à son niveau de 2019 (cf. graphique 34), notamment en raison de l'abondance de liquidité qui a accompagné le ralentissement de l'activité lors de la crise Covid⁵⁴. Même si l'endettement agrégé des

⁴⁹ [Firm Balance Sheet Liquidity, Monetary Policy Shocks, and Investment Dynamics | Barcelona School of Economics Working Papers \(bse.eu\)](https://www.bse.eu/working-papers)

⁵⁰ Les liquidités nettes sont définies comme la somme de la trésorerie, des équivalents de trésorerie et des investissements de court terme, retranchés des emprunts de court terme.

⁵¹ Ce ratio permet de rapporter la trésorerie aux deux besoins essentiels de liquidité d'une SNF : le remboursement de la dette de court terme, mais aussi l'avance d'une partie des coûts de production. D'autres ratios plus conventionnels se centrent sur le premier des deux motifs uniquement.

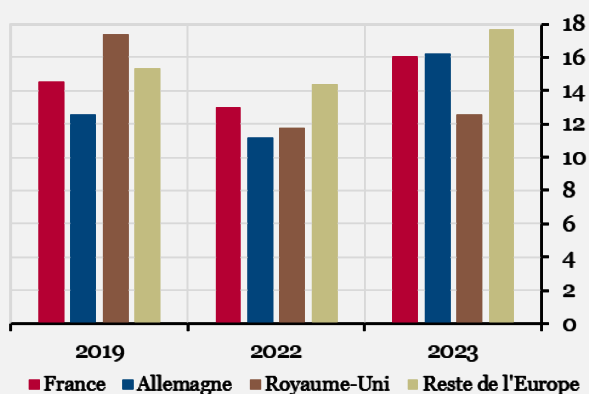
⁵² Pour cette analyse, une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4.

⁵³ Une entreprise est jugée vulnérable si elle est considérée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

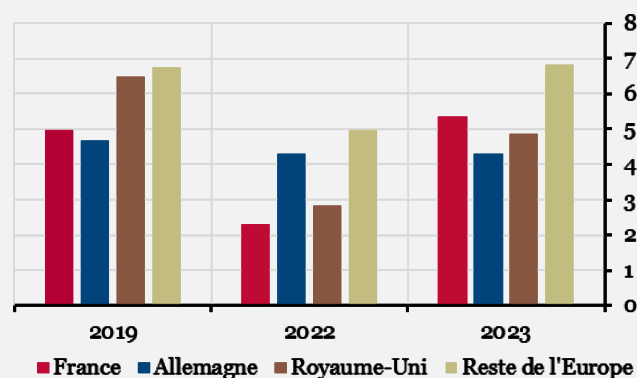
⁵⁴ [L'impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises en 2020 : une analyse sur données individuelles | Banque de France \(banque-france.fr\)](https://www.banque-france.fr/)

SNF françaises se réduit en 2023, cette année marque une inflexion : la part de grandes entreprises françaises très endettées jugées vulnérables (Graphique 30) est de retour sur les niveaux constatés en 2019. Cette dynamique et le niveau de vulnérabilité qui en résulte sont similaires pour les autres grandes entreprises européennes.

Graphique 29 – Part d’entreprises cotées fortement endettées



Graphique 30 – Part d’entreprises cotées vulnérables



Champ : entreprises présentant un bilan pour chaque année de 2019 à 2023.

Note : dans le cadre de cette étude, une entreprise est jugée très endettée si son ratio de couverture des intérêts est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4. Une entreprise est jugée vulnérable si elle est très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France.

B.3. Conditions d’octroi des crédits immobiliers : de la recommandation de 2019 à la décision et ses ajustements

Une recommandation en 2019 visant à contenir la dégradation de l’endettement des ménages

Les travaux et l’intérêt du Haut Conseil se sont portés très tôt sur le marché immobilier et les risques qu’il peut poser en matière de stabilité financière. Dès 2015, les premières réflexions du HCSF sur le sujet ont émergé puis régulièrement nourri les débats au cours des années suivantes⁵⁵. En 2019, un travail approfondi⁵⁶ a permis d’établir un diagnostic complet des risques liés à l’immobilier résidentiel pour la France et a fait l’objet d’une consultation publique. Cette analyse concordait avec l’alerte du Comité européen du risque systémique (CERS) en juin de la même année portant sur les vulnérabilités à moyen terme du secteur de l’immobilier résidentiel en France⁵⁷. Les principales vulnérabilités françaises pointées par le HCSF et par le CERS étaient les suivantes :

- Le niveau relativement élevé de l’endettement des ménages avec un risque de contraction de la consommation et d’effets de second tour sur la stabilité financière en cas de choc. En particulier, la France se distinguait alors par un endettement des ménages en constante augmentation sur plusieurs années alors que celui-ci restait stable ou baissait au niveau européen. Le CERS

⁵⁵ [Communiqué de presse](#) du HCSF du 11 mars 2015.

⁵⁶ [Diagnostic](#) des risques dans le secteur de l’immobilier résidentiel du 1^{er} octobre 2019.

⁵⁷ [Alerte](#) CERS/2019/12 du 27 juin 2019.

reconnaissait néanmoins l'existence d'éléments atténuant ce risque, comme l'important taux d'épargne des ménages et la prédominance des prêts à taux fixes ;

- La croissance forte des nouveaux prêts immobiliers et la hausse de leur maturité, ainsi que la détérioration des taux d'effort.

En conséquence, le HCSF a, lors de sa réunion du 12 décembre 2019⁵⁸, recommandé aux établissements de crédit et aux sociétés de financement de faire preuve de prudence en respectant des bonnes pratiques en matière d'octroi de crédit immobilier :

- Charge de remboursement (ou taux d'effort) mensuelle des emprunteurs limitée à 33 % maximum de leurs revenus ;
- Maturité à l'octroi des crédits immobiliers limitée à 25 ans maximum ;
- Le texte prévoyait qu'une marge de flexibilité couvrant 15 % de la production trimestrielle de nouveaux crédits à l'habitat complète le dispositif⁵⁹.

Cette marge de flexibilité assurait notamment une certaine souplesse dans l'application de la mesure. Ainsi, elle pouvait faire l'objet de révisions techniques sans remettre en cause les fondamentaux de la recommandation, à savoir l'encadrement de la maturité à l'octroi et le plafonnement du taux d'effort.

2021, année de la révision de la recommandation et du passage à une norme contraignante

Au début de l'année 2021, dans un contexte économique incertain depuis le début de la pandémie, la recommandation a fait l'objet d'une révision⁶⁰ fondée sur une première analyse d'impact et sur les éléments fournis par l'ACPR relatifs à la mise en œuvre de la recommandation par les établissements. Dans ce cadre :

- Le taux d'effort maximum a été porté de 33 % à 35 % ;
- Une tolérance de deux ans de différé d'amortissement pour certaines opérations a été ajoutée⁶¹ ;
- La marge de flexibilité est passée de 15 % à 20 % du volume de production de crédit. Les modalités d'utilisation de la marge ont également été modifiées⁶² ;
- La nouvelle recommandation précisait que les renégociations, rachats de crédits et regroupements de crédits n'entraient pas dans son champ d'application.

Pour pérenniser les bonnes pratiques d'octroi de crédit immobilier, le Haut Conseil a, lors de sa séance de septembre 2021, traduit cette recommandation en une norme juridiquement contraignante avec effet à partir de janvier 2022. Le contrôle du respect des dispositions définies dans la décision est revenu à l'ACPR, qui est devenue responsable de la procédure de sanction en cas d'infraction par un établissement.

Depuis 2023, des ajustements techniques de la norme cherchant à accroître la souplesse et la réactivité de l'encadrement des pratiques d'octroi sans en modifier les fondamentaux

⁵⁸ [Recommandation](#) n°R-HCSF-2019-1 du 20 décembre 2019 relative aux évolutions du marché immobilier résidentiel en France en matière d'octroi de crédit.

⁵⁹ Cette marge de flexibilité était alors réservée à 75 % aux acquéreurs de résidence principale, primo-accédants inclus. Les crédits octroyés dans cette marge de flexibilité devaient avoir un endettement maximal de sept années de revenu.

⁶⁰ [Recommandation](#) n°R-HCSF-2021-1 du 27 janvier 2021 relative à l'octroi de crédits immobiliers résidentiels en France.

⁶¹ Cette tolérance s'applique aux opérations pour lesquelles la date d'entrée en jouissance du bien est décalée par rapport à l'octroi du crédit. Sont particulièrement visées les acquisitions ou constructions de logements neufs et les acquisitions dans l'ancien donnant lieu à un programme de travaux dont le montant représente au moins 25 % du coût total de l'opération.

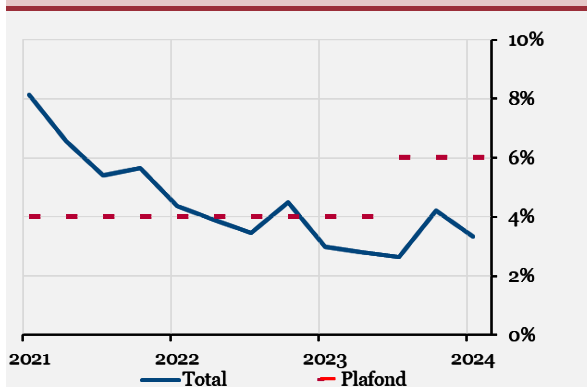
⁶² Trois ajustements ont été effectués : (i) passage de 75 % à 80 % de la marge réservés aux acquéreurs de résidence principale ; (ii) 30 % de la marge désormais réservés aux primo-accédants ; (iii) l'exigence d'endettement maximal de sept années de revenu est supprimée.

Prenant acte de certaines difficultés opérationnelles rencontrées par les banques dans la mise en œuvre de la mesure, le HCSF, via le communiqué du 13 juin 2023⁶³, a annoncé apporter deux ajustements techniques à la décision relative aux conditions d’octroi de crédits immobiliers.

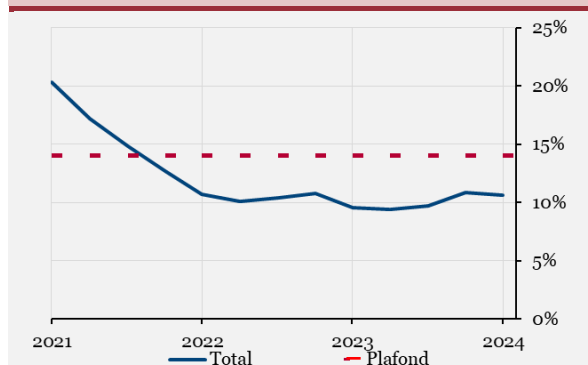
Le premier ajustement simplifie le pilotage des marges de flexibilité par les réseaux bancaires et limite l’impact de la saisonnalité de l’investissement locatif dans un contexte de hausse des taux d’intérêt. Le HCSF a ainsi estimé que, suite à un dépassement limité constaté sur un trimestre de l’une ou l’autre des limites d’allocation au sein de la marge de flexibilité de 20 %, l’ACPR pourrait 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. Cette mesure assure qu’une surutilisation ponctuelle et limitée de la marge ne pénalise pas un établissement bancaire.

Le second ajustement porte sur la ventilation de la marge de flexibilité globale de 20 %. Au sein de cette marge globale, la part libre d’utilisation est relevée de 20 % à 30 %, donnant ainsi une souplesse supplémentaire à l’investissement locatif (Graphique 31). La production de prêts non conformes pour des achats autres qu’une résidence principale ne peut donc excéder 6 % du montant de la production trimestrielle totale de crédits à l’habitat (contre 4 % auparavant). Cette évolution n’a pas affecté les primo-accédants, dont la part de 30 % dans la marge de flexibilité est restée inchangée, et a également eu un impact restreint sur les acquéreurs de résidences principales hors primo-accédants dont la part n’était pas complètement utilisée (Graphique 32).

Graphique 31 – Part trimestrielle de la production non conforme hors résidences principales dans la production totale (%)



Graphique 32 – Part trimestrielle de la production non conforme hors primo-accédants dans la production totale (%)



Source : ACPR.

Note : La part de la production non conforme est calculée sur la base de sept des principaux groupes bancaires français.

Par ailleurs, via le communiqué de presse du 4 décembre 2023⁶⁴, le Haut Conseil a annoncé trois autres ajustements techniques sur les conditions d’octroi de crédits immobiliers. Le premier ajustement précise que la souplesse d’appréciation accordée à l’ACPR lors de la séance de juin, pour les limites d’allocation au sein de la marge de flexibilité s’étend également à la marge totale de 20 %. Le second ajustement autorise les établissements à exclure la charge d’intérêt associée aux crédits relais du calcul du taux d’effort, lorsque le montant du prêt relais est inférieur ou égal à 80 % de la valeur du bien mis en vente,

⁶³ [Communiqué de presse](#) du HCSF du 13 juin 2023.

⁶⁴ [Communiqué de presse](#) du HCSF du 4 décembre 2023.

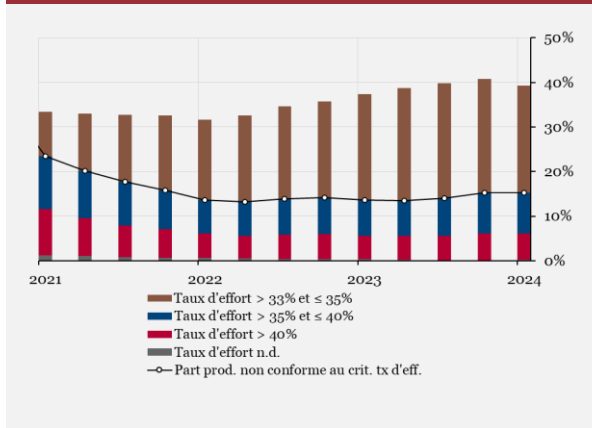
nette du capital restant dû sur le prêt encore en cours. Le dernier ajustement assouplit les conditions d'autorisation d'un différé d'amortissement lorsque l'entrée en jouissance du bien est décalée par rapport à l'octroi du crédit. Le montant des travaux permettant un différé d'amortissement est abaissé de 25 % à 10 % du coût total de l'opération, ce qui vise à favoriser les travaux de rénovation énergétique.

Les mesures du HCSF ont contribué à assainir les pratiques d'octroi et à maîtriser les risques pour la stabilité financière

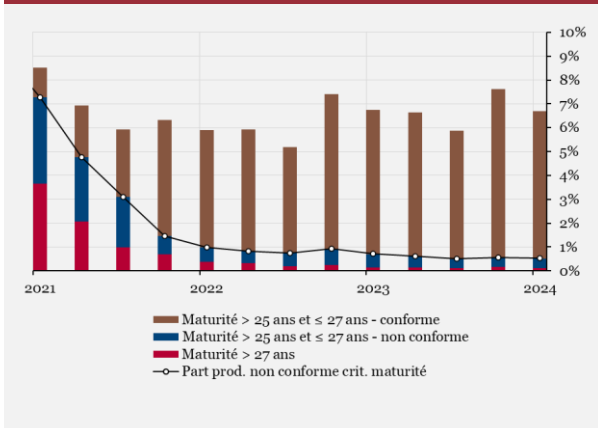
La norme a contribué à significativement améliorer les conditions d'octroi en mettant fin à la dérive observée des maturités et des taux d'effort. Ainsi, au premier trimestre 2021, sur sept des principaux groupes bancaires français⁶⁵, 23,4 % de la production de crédit immobilier est octroyée à des emprunteurs dont le taux d'effort s'établissait au-delà de 35 % contre seulement 15,3 % au premier trimestre 2024 (Graphique 33). Parallèlement, entre le premier trimestre 2021 et le premier trimestre 2024, la part de la production ne respectant pas les conditions de maturité est passée de 7,3 % à 0,5 %

(Graphique 34). Au total, pour cet ensemble de banques, au premier trimestre 2024, 15,5 % des nouveaux prêts étaient non conformes, en deçà de la marge totale de 20 %, qui n'a donc été que partiellement utilisée par les établissements bancaires.

Graphique 33 - Part trimestrielle de la production non-conforme au plafond de taux d'effort dans la production totale de nouveaux crédits (%)



Graphique 34 – Part trimestrielle de la production non-conforme au critère de maturité dans la production totale de nouveaux crédits (%)



Source : ACPR.

Note : Les parts de production sont calculées sur la base de sept des principaux groupes bancaires français. La production conforme avec une maturité entre 25 et 27 ans correspond aux opérations éligibles au différé d'amortissement pour lesquelles la date d'entrée en jouissance du bien est décalée par rapport à l'octroi du crédit.

Cette régularisation a amélioré la qualité de la production de crédit et a renforcé le modèle français de financement de l'immobilier. En effet, ce dernier repose sur des prêts à taux fixes qui protègent les emprunteurs : le risque de taux est donc essentiellement porté par les banques – risque accru avec l'allongement des maturités – alors que le risque de crédit s'accroît avec l'augmentation du taux d'effort des emprunteurs. L'assainissement des conditions d'octroi a ainsi permis de renforcer la résilience des emprunteurs et de limiter les risques auxquels sont exposés les prêteurs, sans pour autant affecter la

⁶⁵ Ces groupes bancaires couvrent, en avril 2024, environ 96 % de la production de crédit à l'habitat hors prêts relais. Les données pour l'ensemble des banques françaises ne sont disponibles qu'à partir du premier trimestre 2022. Ce choix de périmètre, pour des soucis de cohérence, explique de légères différences avec les chiffres du [suivi trimestriel](#) du HCSF de l'utilisation des flexibilités accordées aux banques au premier trimestre 2024.

dynamique du crédit à l'habitat, qui s'explique avant tout par l'évolution du contexte macro-financier, en particulier la hausse des taux d'intérêt (Cf. Ch.3).

B.4. Reconnaissance des mesures macroprudentielles adoptées par d'autres autorités macroprudentielles nationales

La politique macroprudentielle demeure principalement une compétence nationale, le HCSF décidant du niveau du coussin contracyclique et de l'emploi de mesures comme les mesures emprunteurs ou le coussin pour le risque systémique s'appliquant en France. Dans ce cadre, certaines expositions, notamment les expositions directes des banques étrangères (relevant de la libre prestation de services) ou de leurs succursales (relevant du libre établissement), sont en dehors du périmètre des compétences de l'autorité macroprudentielle nationale et nécessitent une coordination avec les autres autorités de l'UE.

En effet, le système financier européen étant caractérisé par un haut niveau d'intégration, les risques y sont par nature transfrontières. En l'absence de reconnaissance par les autres juridictions des décisions de politique macroprudentielle adoptées dans un État, plusieurs facteurs pourraient limiter l'efficacité des mesures macroprudentielles nationales. Certaines institutions financières étrangères pourraient utiliser le manque d'harmonisation réglementaire pour contourner leurs obligations ou en tirer un avantage compétitif par rapport aux entités nationales soumises à la mesure. En outre le moindre renforcement de la résilience des institutions étrangères à l'égard des risques nationaux pourrait affecter la stabilité financière des autres États.

Pour permettre la prise en compte de risques portés par des entités supervisées par des autorités étrangères, le cadre européen prévoit, dans le règlement CRR et la directive CRD la possibilité d'une reconnaissance des mesures macroprudentielles adoptées dans une juridiction par les autres États, également appelée « réciprocité ». Le cadre réglementaire européen distingue les situations où la réciprocité est obligatoire et automatique de celles où elle est volontaire. La réciprocité est obligatoire et automatique pour les décisions de coussin contracyclique jusqu'au seuil de 2,5 % et pour certaines mesures portant sur les exigences de fonds propres bancaires relatives aux expositions au secteur immobilier (articles 124 et 164 du règlement CRR).

La réciprocité est volontaire pour les autres mesures macroprudentielles (notamment les mesures emprunteurs et les coussins pour le risque systémique). Dans ce cas, le CERS peut recommander, à la demande d'un des États membres, la reconnaissance par les autres États d'une mesure qu'il a adoptée. Les mesures faisant l'objet d'une recommandation de réciprocité volontaire par le CERS sont listées dans sa recommandation 2015/2, fréquemment mise à jour au *Journal officiel* de l'Union européenne (JOUE). Elles peuvent être associées à un seuil minimal de matérialité au-dessous duquel les expositions des banques ne sont pas ciblées. Il revient alors à l'autorité compétente de décider de la reconnaissance de cette mesure, ou, le cas échéant de justifier au CERS son choix de ne pas l'appliquer.

Partageant le constat de la nature transfrontière des risques financiers au sein de l'Union européenne, le HCSF est depuis sa création favorable à une plus grande coordination des politiques macroprudentielles nationales et à l'application du principe de réciprocité. Il a ainsi adopté une doctrine de reconnaissance des mesures faisant l'objet d'une recommandation du CERS, s'y conformant systématiquement dès lors que les expositions concernées des banques françaises sont suffisamment importantes. Les décisions de réciprocité adoptées lors des réunions du Haut Conseil font l'objet d'une publication sur le site de l'institution. Au cours des 12 derniers mois, le HCSF a ainsi appliqué par réciprocité deux mesures

macroprudentielles⁶⁶ respectivement adoptées par les autorités belge et suédoise et portant sur les risques issus des secteurs de l'immobilier de ces juridictions.

C. Le Haut Conseil surveille également d'autres enjeux en matière de stabilité financière, tels que l'immobilier commercial et les risques liés au changement climatique

L'immobilier commercial fait de longue date l'objet d'un suivi régulier, qui s'est intensifié plus récemment dans un contexte de retournement du marché

Le HCSF a approfondi et systématisé sa surveillance des évolutions du segment de l'immobilier commercial, identifié de longue date comme un enjeu pour la stabilité financière. Ce secteur a fait l'objet d'une analyse approfondie dès 2016⁶⁷ et de stress tests dédiés en 2017⁶⁸ et en 2021⁶⁹. Le HCSF s'est également conformé à la recommandation du CERS de décembre 2022⁷⁰, qui préconise notamment un suivi accru des vulnérabilités du secteur. Son caractère potentiellement systémique d'une part, et le contexte de repli du marché d'autre part justifient cette attention. En effet, les entreprises de la construction et de l'immobilier représentent 19 % de la valeur ajoutée en France en 2023⁷¹. Plus largement, 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 2022⁷², et leur capacité d'emprunt, qui pourrait se dégrader sous l'effet de la baisse du prix des biens immobiliers utilisés comme collatéral.

Le marché de l'immobilier commercial français a connu une phase d'expansion au cours des années 2010, avant de connaître un repli marqué depuis 2022. Ce retournement s'explique par la hausse des taux d'intérêt, qui augmente significativement les coûts de financement des acteurs en raison de leur recours important à l'endettement. S'y ajoutent des transformations structurelles du marché, notamment le développement du télétravail et du commerce en ligne, qui ont des effets très hétérogènes en termes sectoriels et géographiques sur la vacance, les loyers et *in fine* la valorisation des actifs immobiliers (Graphique 35). Par ailleurs, la faible liquidité de cette classe d'actifs, et donc la difficulté à la valoriser de manière régulière et précise (par rapport aux actifs financiers cotés par exemple), expose particulièrement certains 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 de l'immobilier commercial au cours des dernières années et qui sont susceptibles d'amplifier la chute des prix lorsqu'ils font face à des contraintes de liquidité. L'alignement de la liquidité du passif avec celle de l'actif est ainsi la principale préoccupation pour ce secteur.

Toutefois, le HCSF estime que les risques de transmission aux institutions financières restent sous contrôle à ce stade. Ainsi, l'exposition des banques françaises à l'immobilier commercial reste parmi les plus faibles de la zone euro (au T3 2023, 68,1 % des fonds propres des banques françaises, contre 138,5 % pour les banques allemandes par exemple). L'exposition des organismes d'assurance français

⁶⁶ Décisions [D-HCSF-2023-4](#) et [D-HCSF-2023-5](#).

⁶⁷ [HCSF - Note de synthèse - Immobilier commercial français.pdf \(economie.gouv.fr\)](#)

⁶⁸ [HCSF-170331-Note publique CRE.pdf \(economie.gouv.fr\)](#)

⁶⁹ L'exercice portait sur l'impact de la crise Covid-19 sur le secteur de l'immobilier commercial et est décrit dans la section 4 du [rapport annuel 2021](#) du HCSF.

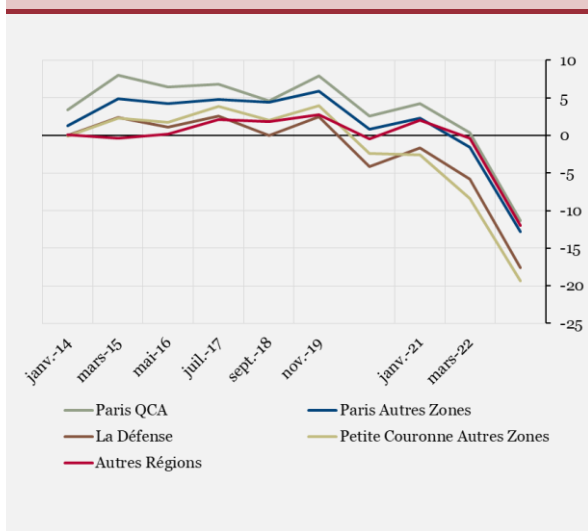
⁷⁰ [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 1 December 2022 on vulnerabilities in the commercial real estate sector in the European Economic Area \(ESRB/2022/9\) \(europa.eu\)](#)

⁷¹ [Valeur ajoutée par branche | Insee](#)

⁷² Source : Fichier Bancaire des Entreprises de la Banque de France.

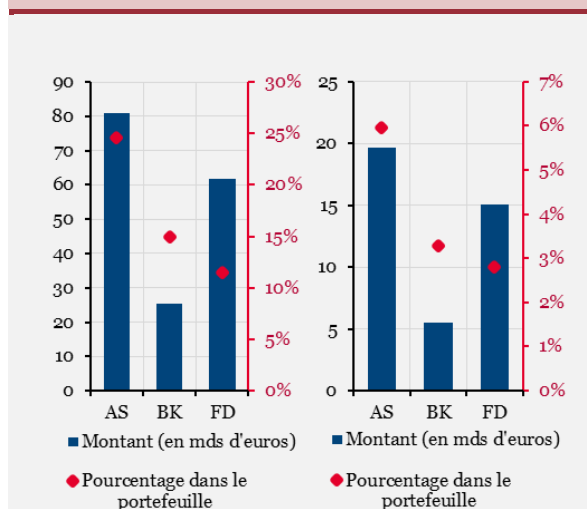
est de 7,7 % de leur actif à fin 2023, y compris les expositions indirectes via des fonds immobiliers⁷³, mais est en baisse, principalement liée à des effets de valorisation.

Graphique 35 – Évolution de la valorisation des bureaux franciliens (%)



Source : MSCI.

Graphique 36 – Expositions en titres aux risques de transition (TEC) et alignement à la taxonomie européenne (TAC)



Sources : SHS-S, CSDB, Battiston et al. (2017), calculs Banque de France.

Estimation au T2 2023.

Notes : les estimations sont basées uniquement sur les titres inclus dans les portefeuilles. AS : Assurance ; BK : Banques; FD : Fonds d'investissement.

L'exposition du système financier français aux risques climatiques demeure contenue à ce stade, mais fait néanmoins l'objet d'une surveillance attentive

Le HCSF suit attentivement l'exposition du système financier aux risques climatiques, qui ont fait l'objet d'un chapitre du Rapport Annuel de 2021⁷⁴. De nombreuses institutions internationales (NGFS⁷⁵, FMI⁷⁶, FSB⁷⁷) reconnaissent que les risques physiques et de transition⁷⁸ constituent un enjeu pour la stabilité financière : leur matérialisation pourrait en effet présenter une dimension systémique en affectant l'ensemble du système financier, soit directement, soit par amplification du choc. Bien qu'elle dépende des différents scénarios de transition énergétique et les trajectoires d'émissions de gaz à effet de serre envisagés, l'exposition du système financier français aux risques climatiques apparaît relativement contenue à ce stade. Néanmoins, la concentration géographique ou sectorielle de ces risques, couplée à de potentiels facteurs d'amplification à la fois traditionnels (corrélation entre les risques, interconnexions, boucles de rétroaction avec l'économie réelle) et propres aux risques climatiques (points de non-retour, interaction entre risques physiques et de transition) appelle une

⁷³ Source : ACPR.

⁷⁴ [HCSF RA21.pdf \(economie.gouv.fr\)](#)

⁷⁵ [NGFS, The Macroeconomic and Financial Stability Impacts of Climate Change Research Priorities](#), June 2020.

⁷⁶ [Climate Finance and Financial Stability: Some Areas for Further Work](#), Opening Remarks by IMF Financial Counsellor and Director of the Monetary and Capital Markets Department, Tobias Adrian, delivered at the IMF Policy Dialogue on Climate-Related Financial Risks and Green Finance in Asia and the Pacific, June 1, 2022.

⁷⁷ [FSB, The Implications of Climate Change for Financial Stability](#), 23 November 2020.

⁷⁸ Le risque physique fait référence aux effets financiers des dommages directement causés par le changement climatique et la dégradation de l'environnement. Le risque de transition désigne la perte financière qu'un établissement peut encourir du fait du processus d'adaptation à une économie plus soutenable d'un point de vue environnemental.

attention particulière. De plus, les études existantes sont susceptibles de sous-estimer les risques climatiques, du fait de leur complexité et des incertitudes qui les entourent (vision prospective, niveau insuffisant de granularité des données existantes)⁷⁹.

Les analyses développées par la Banque de France et d'autres institutions montrent que le système financier français n'est pas significativement exposé à brève échéance aux risques physiques, principalement d'inondation et de sécheresse. Néanmoins, le changement climatique raccourcit le temps de retour d'évènements majeurs considérés par le passé comme extrêmement rares⁸⁰ et d'épisodes plus fréquents dont le coût apparaît significatif. Ainsi, plusieurs études mettent en avant des expositions potentielles importantes du secteur financier ou de l'économie réelle⁸¹, un impact macroéconomique non négligeable notamment au niveau sectoriel dans le cadre de scénarios climatiques défavorables⁸², ou encore de potentiels effets de contagion⁸³. Dans ce contexte, le retard pris en matière d'adaptation aux conditions climatiques nouvelles et futures contribue à l'augmentation des risques pour le secteur financier – organismes d'assurance⁸⁴ pour la partie assurée et ensemble des financeurs pour la partie non assurée voire non assurable.

Concernant le risque de transition, l'exposition des portefeuilles des institutions financières françaises est modérée quoique croissante. Si l'exposition des assurances et des fonds (80 et 65 Md€ respectivement) est relativement limitée et représente environ 4 % de leurs portefeuilles de titres (Graphique 36), en revanche, les banques sont plus exposées via leurs portefeuilles de prêts (environ 500 Md€ au T3 2023). De plus, les risques de transition présentent un caractère granulaire avec certains pans de l'économie française potentiellement vulnérables ou dépendants de paris technologiques encore incertains.

⁷⁹ Voir par exemple [Climate Risk Stress Testing: A Survey and Classification by Henk Jan Reinders, Dirk Schoenmaker, Mathijs van Dijk](#), novembre 2023.

⁸⁰ [Le « Cygne Vert » : les banques centrales à l'ère des risques climatiques | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

⁸¹ Voir indicateurs climatiques de la Banque de France (par exemple dans le cadre de l'[Évaluation des risques du système financier français](#) de décembre 2023) et de la BCE.

⁸² Voir scénarios du NGFS, exercice Pilote ACPR de 2021 ([Bloc-note Eco](#)).

⁸³ [Systemic Climate Risk](#), Tristan Jourde, Quentin Moreau, septembre 2023.

⁸⁴ Impact illustré par les résultats du [second exercice de stress test climatique](#) de l'ACPR, dédié exclusivement aux organismes d'assurance.

D. Tableau récapitulatif des décisions du HCSF en vigueur au 30 juin 2024

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 suédoise	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.
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 %
27/12/2022	02/01/2023	Coussin de fonds propres contra-cyclique (« réserve de protection du crédit »)	Le taux du coussin pour la France est relevé de 0,5 % à 1 % à compter du 2 janvier 2024.
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.
31/10/2023	5/11/2023	Réciprocité de la mesure de l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen)	Planchers de pondération des risques de 25% et 35% pour les expositions sur des entreprises garanties par des biens immobiliers commerciaux et résidentiels, respectivement
18/12/2023	01/01/2024	Conditions d'octroi de crédits immobiliers	Abaissement à 10% de la quotité de travaux permettant de prendre en compte un différé d'amortissement dans le cas de travaux ; Exclusion de la charge d'intérêts des prêts relais pour apprécier le calcul du taux d'effort, lorsque le prêt relais est inférieure ou égale à 80% de la quotité du bien en vente
18/12/2023	01/04/2024	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 6 %

Ch.3 Évaluation des effets de la mesure HCSF relative aux conditions d'octroi des crédits à l'habitat

Ce chapitre présente une étude des effets de la mesure HCSF⁸⁵ relative aux conditions d'octroi des crédits à l'habitat à travers trois approches complémentaires, qui permettent de mener l'évaluation à différents niveaux (agrégé et par segment du marché) et dans différents contextes macroéconomiques (notamment avant et après le resserrement de la politique monétaire).

La première partie se concentre sur l'effet de la mesure sur les principaux segments du marché au cours de la période 2019-2021 qui précède la hausse des taux d'intérêt à l'octroi amorcée en janvier 2022. L'analyse montre que les segments les plus exposés à la contrainte de taux d'effort ont été les acquéreurs de résidences principales hors primo-accédants et l'investissement locatif. À l'inverse, les primo-accédants étaient moins exposés à cette contrainte, du fait de taux d'effort moins élevés en moyenne. L'ajustement à la contrainte du taux d'effort s'est opéré comme anticipé, avec une hausse de l'apport, un allongement de la durée des prêts et une stabilisation de l'endettement individuel. En conséquence, le pouvoir d'achat immobilier des acquéreurs de résidences principales n'a pas été affecté, comme attendu.

La deuxième partie porte sur les conséquences de la mesure au niveau agrégé entre 2019 et le deuxième trimestre 2023, et évalue son impact sur le nombre total de prêts à l'habitat octroyés, l'encours réel de crédit à l'habitat et l'indice des prix réels de l'immobilier. Ces études permettent de distinguer les effets propres à la mesure et ceux liés à l'évolution du contexte macroéconomique. Une première analyse montre que la mesure HCSF n'est responsable que de 6 % de la baisse du nombre de crédits entre 2019 et le deuxième trimestre 2023, la très grande majorité de la baisse étant due à l'environnement macroéconomique. Une seconde analyse complète ces résultats en montrant que la mesure a eu des effets contracycliques contenus sur les prix réels des logements et l'encours réel du crédit à l'habitat en 2020 et 2021, contribuant ainsi à limiter les risques liés à une croissance excessive. Le retournement du cycle de l'immobilier résidentiel observé à partir de 2022 est quant à lui principalement expliqué par le changement de l'environnement macro-financier, et notamment la hausse des taux d'intérêt.

La dernière partie apprécie les conséquences de la mesure grâce à un modèle « à agents »⁸⁶ qui reproduit les opérations d'acquisition et d'emprunt immobiliers. Le modèle permet de comparer deux scénarii (avec et sans la mesure) et ainsi d'estimer l'effet de la mesure, toutes choses égales par ailleurs, sur les conditions d'octroi de crédit et sur le marché immobilier. Cette approche a vocation à illustrer les

⁸⁵ La dénomination « mesure HCSF » englobe ici l'ensemble des mesures adoptées par le HCSF relatives aux conditions d'octroi des crédits à l'habitat. Elle fait ainsi collectivement référence à la première recommandation du HCSF de décembre 2019, à la deuxième recommandation de janvier 2021, à la décision du 29 septembre 2021 qualifiée de norme immobilier et aux décisions du 29 juin 2023 et du 18 décembre 2023 concernant les ajustements apportés à la norme initiale.

⁸⁶ L'objectif des modèles à agents est de recréer des interactions entre des agents hétérogènes autonomes, via des règles de décisions simples, afin de comprendre l'émergence et la dynamique de phénomènes complexes.

mécanismes d'ajustement à la mesure dans un cadre d'analyse simplifié qui permet de simuler les comportements individuels de ménages hétérogènes. Ce modèle montre que la mesure a un impact réel mais modéré sur le taux d'effort moyen des emprunteurs, la maturité moyenne ainsi que sur l'endettement des ménages, dans un contexte largement dominé par le niveau des taux. S'agissant des transactions et des prix immobiliers, les effets de la mesure apparaissent limités, l'environnement de taux restant le principal facteur explicatif.

Les différentes méthodes s'accordent sur le fait qu'au niveau agrégé l'environnement de taux dicte largement le dynamisme du crédit à l'habitat et du marché de l'immobilier résidentiel, si bien que l'effet de la mesure est réel mais limité par rapport au principal facteur explicatif : la hausse des taux d'intérêt à partir de 2022. Comme attendu, la mesure a contribué à un assainissement des conditions d'octroi, avec une diminution du taux d'effort moyen des ménages. Cette baisse a été compensée par une hausse, contrainte par la norme, de la maturité et une augmentation de l'apport personnel.

A. Analyse microéconométrique : les ajustements des différents segments du marché à la mesure

Les acquéreurs de résidence principale hors primo-accédants et l'investissement locatif ont été les segments les plus affectés par le plafonnement du taux d'effort

La mise en place d'une limite sur le taux d'effort de 35 % par la seconde recommandation HCSF en janvier 2021⁸⁷ s'est traduite par une concentration d'emprunteurs sous ce seuil. Le Graphique 37 montre ainsi une accumulation significative de ménages se situant dans une tranche comprise entre 33 % et 35 % au cours de l'année 2021, notamment les acquéreurs de résidence principale hors primo-accédants (+ 2 p.p. entre le T4 2019 et T4 2021) et l'investissement locatif (+ 3 p.p.), pour lesquels cette part était historiquement stable⁸⁸. Cette accumulation indique une adaptation de la part des ménages et des banques aux conditions d'octroi définies par la mesure. Le groupe de ménages appartenant à cette tranche est ainsi identifié comme directement concerné par la mesure et est appelé « groupe de traitement », suivant la terminologie employée dans la littérature académique. L'accumulation d'observations pour les primo-accédants est significativement moins marquée au moment de la mise en place de la mesure en 2021, indiquant un effet relativement moins important pour ce segment qui a donc été moins exposé à la contrainte de taux d'effort.

Les effets de la mesure peuvent être identifiés en comparant les conditions d'octroi, profils des emprunteurs et biens acquis de ce groupe de traitement avec ceux d'un ensemble de ménages non affectés (dit « groupe de contrôle »), qui constitue le contrefactuel en l'absence de mesure. Le groupe de contrôle est représenté ici par les ménages ayant emprunté au cours de l'année 2019, soit avant l'introduction de la première recommandation fin décembre 2019. Chaque ménage affecté en 2021 est relié à un ménage non affecté en 2019 ayant des caractéristiques démographiques similaires, et ce afin d'évaluer au mieux l'effet de la mesure en éliminant l'influence d'autres facteurs⁸⁹. Selon la même logique, la période d'étude du groupe de ménages impactés est limitée à l'année 2021 afin de dissocier les effets de la mesure de ceux liés à la hausse des taux intervenue en 2022 (cf. section B). Ce cadre

⁸⁷ [Recommandation](#) n° R-HCSF-2021-1 relative à l'octroi de crédits immobiliers résidentiels en France.

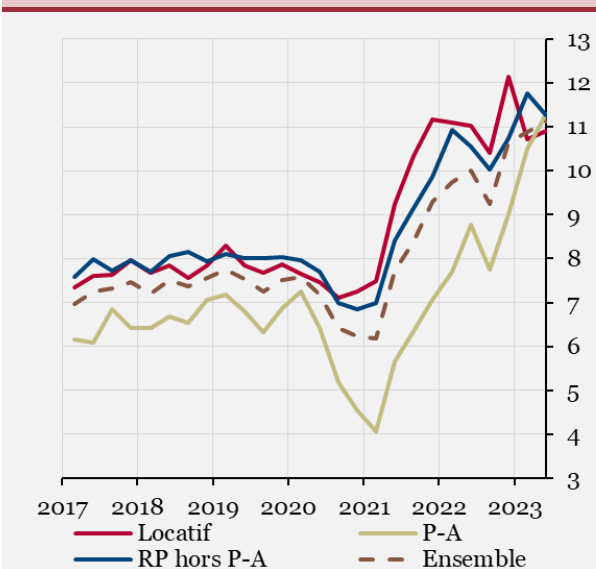
⁸⁸ La baisse en 2020 de la proportion de ménages dans la tranche de taux d'effort compris entre 33 % et 35 % s'explique par l'application de la [recommandation](#) n°R-HCSF-2019-1, première recommandation du HCSF, qui fixait une limite à 33 % pour le taux d'effort.

⁸⁹ L'appariement entre les ménages des deux groupes est exact pour les variables suivantes : département, état civil, segment du marché. L'appariement se fait en minimisant l'écart (sur la base de la distance euclidienne) pour les variables suivantes : nombre d'enfants, âge moyen des emprunteurs.

s'appuie sur celui récemment employé dans la littérature académique pour évaluer les effets de mesures emprunteurs⁹⁰.

La première comparaison entre les deux groupes porte sur le taux d'effort, ciblé par la mesure HCSF. L'analyse confirme un ajustement pour les acquéreurs de résidences principales hors primo-accédants et l'investissement locatif, pour lesquels les taux d'effort moyens qui auraient été obtenus sans la mesure atteignent 36 % (donc supérieurs à la limite de 35 %, Graphique 38). Une partie de ces acheteurs ont donc dû réduire leur taux d'effort du fait de la mesure. Ces deux segments représentent au total 68 % de la production de crédits à l'habitat (hors rachats) en 2019, année précédant la mise en place de la première recommandation (53 % pour les acheteurs non-primos accédants et 15 % pour l'investissement locatif). Pour le segment des primo-accédants, l'étude indique une légère hausse du taux d'effort pour les ménages dans la tranche 33-35 % en comparaison au groupe de contrôle de 2019, confirmant l'absence de contrainte liée à la mesure.

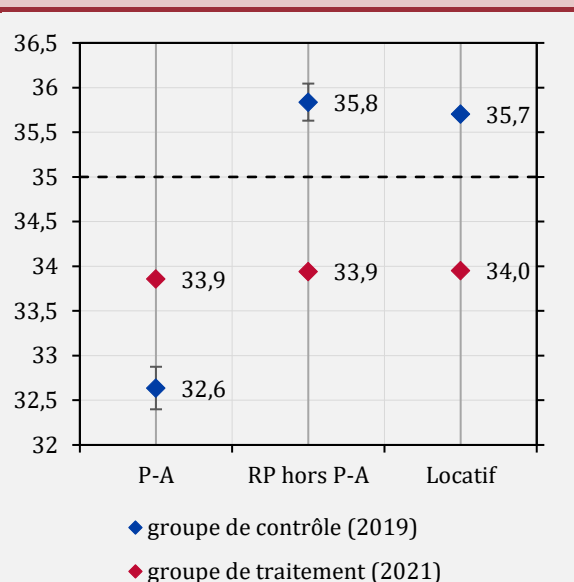
Graphique 37 – Part des ménages avec un taux d'effort compris entre 33 % et 35 % (%)



Source : Crédit Logement, Banque de France

Note : P-A: primo-accédants, RP: résidence principale

Graphique 38 – Taux d'effort des ménages affectés en 2021 et non affectés en 2019 (%)



Source : Crédit Logement, Banque de France

Note : P-A: primo-accédants, RP: résidence principale. Le groupe de traitement comprend 20 022 observations, dont 14 331 pour les segments les plus affectés par la mesure (résidences principales hors primo-accédants et investissement locatif). Le groupe de contrôle est défini à partir de 186 621 observations (dont 126 014 pour les segments hors primo-accédants). Intervalles de confiance à 95 %.

Les ajustements face à la contrainte ont été conformes à ce qui était attendu, le pouvoir d'achat immobilier des acquéreurs de résidences principales s'est maintenu

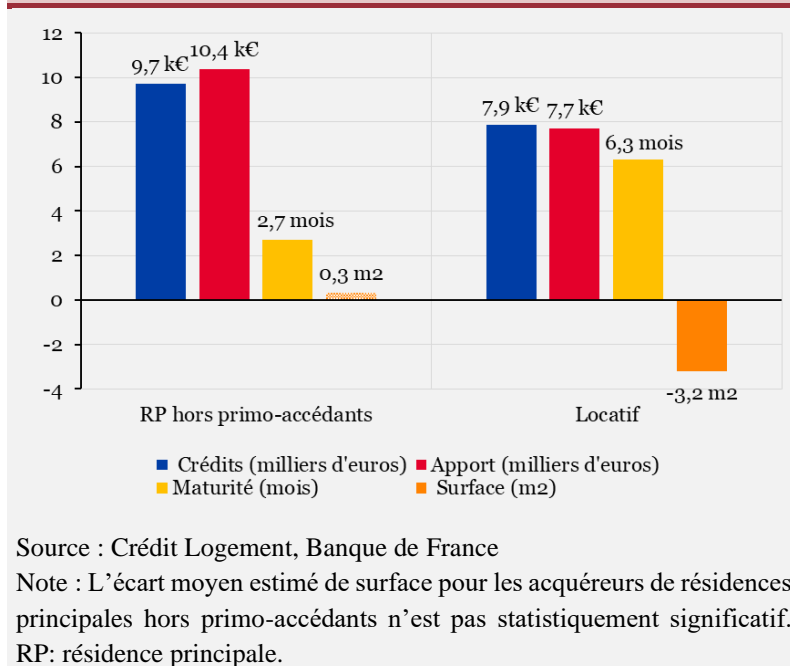
⁹⁰ Van Bakkum et al., 2024.

Malgré une réduction du taux d'effort, les données indiquent que les ménages affectés en 2021 dans ces deux segments ont financé des logements plus coûteux que des ménages comparables en 2019 (+ 11 % pour les acquéreurs de résidences principales déjà propriétaires et + 8 % pour l'investissement locatif entre 2019 et 2021). Au-delà des conditions macroéconomiques, ce surcroît de financement a été assuré grâce notamment à la mobilisation d'un apport significativement plus important entre 2019 et 2021 (+ 15 % et + 40 %), qui était un des effets attendus à la suite de la mise en place de la mesure. Cette augmentation du montant de l'apport correspond en moyenne à environ 50 % du surcroît de financement total pour les deux segments entre 2019 et 2021 (Graphique 39).

En parallèle, les données indiquent que les montants empruntés ont continué d'augmenter (+ 4 % pour les résidences principales hors primo-accédants et + 5 % pour l'investissement locatif), du fait notamment d'une amélioration du profil financier des emprunteurs, les ménages affectés en 2021 présentant un revenu moyen plus important que ceux de 2019. Les emprunteurs ont également bénéficié d'un allongement de la durée des prêts (+ 2,7 mois et + 6,3 mois), un ajustement conforme à ce qui était attendu à la suite de la mise en place de la mesure et qui a justifié l'introduction simultanée de limites sur le taux d'effort et la maturité. L'analyse montre que le taux d'endettement moyen est resté stable pour les acheteurs non-primo accédants affectés en 2021 et a légèrement diminué pour l'investissement locatif.

En matière de pouvoir d'achat immobilier, la surface des biens achetés n'a pas été affectée pour les acquéreurs de résidence principales hors primo-accédants, et a légèrement diminué pour le segment de l'investissement locatif (- 3 m²). Afin d'isoler les effets de la mesure de ceux liés à l'évolution du profil financier des emprunteurs, un second exercice consiste à relier les ménages affectés et non affectés sur la base des niveaux de revenus en sus des critères démographiques. Les résultats demeurent inchangés avec un effet non significatif sur la surface des résidences principales et du même ordre de grandeur pour l'investissement locatif. Le calibrage de la mesure a donc permis un assainissement des conditions d'octroi sans impact négatif sur les préférences des emprunteurs en ce qui concerne les résidences principales.

Graphique 39 – Écart moyen estimé des montants de crédits, de leur durée, de l’apport et de la surface des logements entre ménages affectés en 2021 et non affectés en 2019



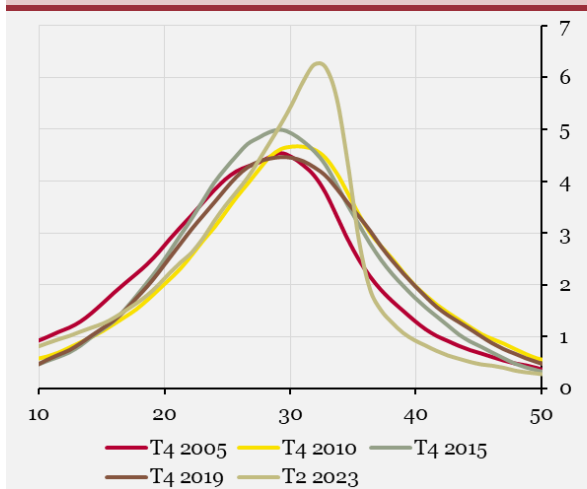
B. Analyse macroéconomique : effets de la mesure sur les crédits à l’habitat et les prix de l’immobilier

B.1. Effets de la mesure sur la dynamique du nombre de crédits à l’habitat entre 2019 et 2023

Cette étude d’impact repose sur une simulation de la distribution du taux d’effort à l’octroi en 2023 en l’absence de mesure HCSF. Un tel exercice permet notamment de séparer la part de la réduction du nombre de crédits depuis 2019 purement liée à la mesure HCSF de celle liée à d’autres facteurs.

Sous les hypothèses de cette simulation, la norme HCSF ne paraît avoir eu qu’un impact marginal sur la baisse du nombre de crédits observée entre 2019 et 2023. Ainsi, 94 % de cette baisse s’explique par d’autres facteurs, principalement la hausse des taux.

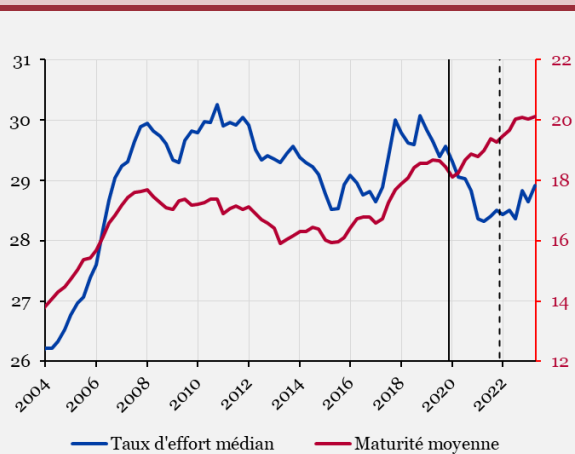
Graphique 40 – Évolution historique de la distribution du taux d'effort



Source : Crédit Logement, Banque de France.

Note : Les distributions reflètent la répartition du nombre de prêts suivant le taux d'effort. Le niveau des distributions ne tient pas ici compte des variations du nombre de prêts entre les différentes périodes.

Graphique 41 – Évolution historique du taux d'effort médian (% - gauche) et de la maturité moyenne (année - droite)



Source : Crédit Logement, Banque de France.

Note : Les lignes verticales, pleine et pointillée, dénotent respectivement la première recommandation du HCSF (décembre 2019) et le début de la hausse des taux immobiliers (T4 2021).

Simulation de la distribution du taux d'effort qui aurait été observée sans mesure HCSF

Cette simulation repose sur une certaine régularité historique de la distribution du taux d'effort dans le temps. Avant la première recommandation du HCSF de décembre 2019, la courbe de distribution du taux d'effort, qui représente la répartition du nombre d'emprunteurs suivant cette variable, se déplace mais subit une déformation modérée. En d'autres termes, lorsque les conditions de financement varient sur le marché du crédit immobilier, le taux d'effort tend à varier globalement dans les mêmes proportions quel que soit son niveau initial. Ces régularités historiques n'excluent pas des déformations légères mais non négligeables de la distribution dans le temps, en particulier une accumulation d'emprunteurs présentant un taux d'effort excessif lors d'épisodes de dégradation des conditions d'octroi.

À l'inverse, on observe un changement significatif de la courbe de distribution du taux d'effort suite aux recommandations et décisions du HCSF (Graphique 40). Malgré la marge de flexibilité, un certain nombre d'emprunteurs sont contraints de revoir leur projet immobilier afin de ne pas dépasser la limite des 35 % et ainsi se préserver d'un endettement potentiellement excessif. Le nombre d'emprunteurs situés au-delà de cette limite est donc inférieur à celui qui aurait pu être attendu sans la mesure, tandis qu'on observe une suraccumulation sur le segment compris entre 30 % et 35 % due à un dépôt des emprunteurs contraints sous le seuil.

Afin de simuler la distribution du taux d'effort qui aurait été obtenue sans la mesure HCSF, on retient plusieurs hypothèses simplificatrices qui découlent des régularités historiques observées avant la première recommandation :

- Il est possible de déplacer l'ensemble de la distribution en appliquant la variation du taux d'effort médian (hypothèse 1) ;

- La part des prêts dont le taux d'effort est relativement faible par rapport au taux médian estimé sans mesure HCSF est stable au cours du temps⁹¹. *A priori*, les prêts à faible taux d'effort ne sont pas affectés par la mesure HCSF car loin de la limite des 35 %. En d'autres termes, la baisse exprimée en pourcentage du nombre de prêts à faible taux d'effort est une bonne estimation de la baisse qui aurait été observée au global en l'absence de mesure (hypothèse 2) ;
- Sans norme HCSF, le taux d'effort médian se serait établi à 30 % (hypothèse 3).

Cette dernière hypothèse se fonde également sur l'analyse des tendances historiques. Le taux d'effort médian choisi est proche du maximum historique de 30,2 % atteint au T4 2010 (Graphique 41). En l'absence de norme HCSF, la hausse importante et exceptionnellement rapide des taux immobiliers à partir de janvier 2022 (ainsi que l'absence de correction importante des prix à ce stade) aurait logiquement tiré le taux d'effort vers son maximum historique, hypothèse cohérente avec l'allongement inédit de la maturité moyenne des prêts. S'il est possible que le taux d'effort médian dépasse 30 %, cette valeur apparaît comme la plus probable. Une analyse plus poussée, en annexe technique, justifie ce choix et en mesure l'impact sur les résultats à travers trois scénarios.

La validité de ces hypothèses est testée sur la base des données historiques correspondant à la dernière période de hausse des taux immobiliers (T4 2005 – T4 2008) et à la période précédant la première recommandation HCSF (T4 2018 – T4 2019). Les simulations pour le T4 2008 et le T4 2019 sont obtenues en appliquant les hypothèses aux distributions respectives du T4 2005 et T4 2019. La similarité des distributions observées historiquement et de celles simulées pour ces deux périodes tend à confirmer la validité du modèle⁹² (Graphique 42).

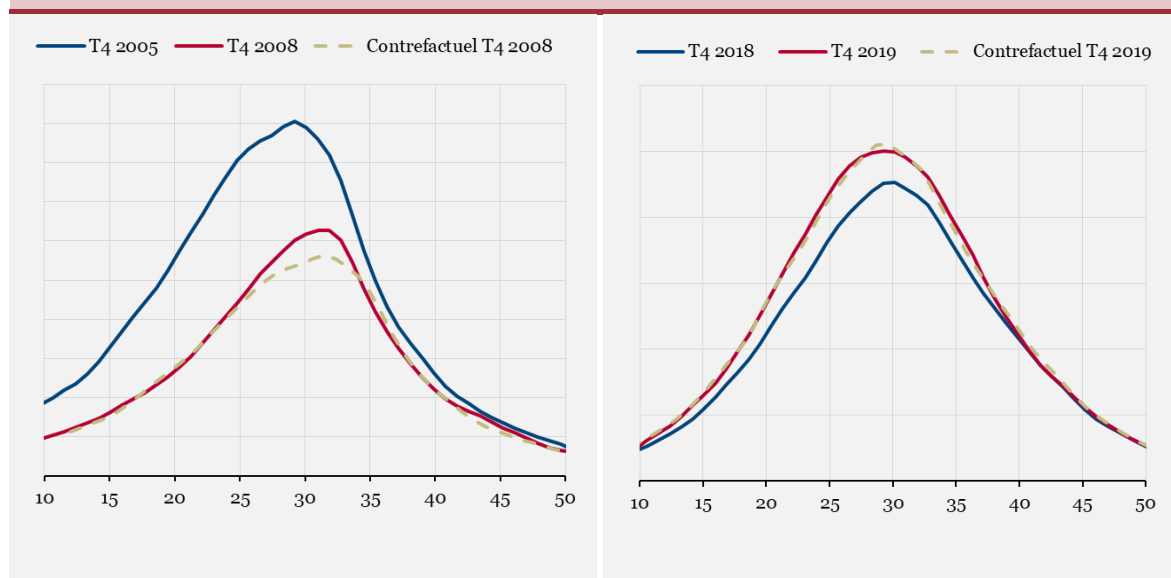
⁹¹ On considère les prêts à faible taux d'effort par rapport au taux médian comme ceux compris entre le taux médian auquel on retranche 17,5 points de pourcentage et le taux médian auquel on retranche 5 points de pourcentage. Les prêts à faible taux d'effort couvrent environ 25 % des prêts, proportion qui reste globalement constante au cours du temps.

⁹² Le taux d'effort médian atteint à la fin de l'horizon de projection est ici connu. La simulation ne repose donc ici que sur les hypothèses 1 et 2. La simulation au T2 2023 demande une hypothèse supplémentaire sur le taux d'effort médian qui aurait été atteint en l'absence de mesure (hypothèse 3).

La mesure HCSF n'a eu qu'un impact marginal sur la baisse du nombre de crédits observée depuis 2019

La simulation obtenue⁹³ pour le T2 2023, date des dernières observations disponibles dans la base de données Crédit Logement, est comparée à la distribution du T4 2019, date précédant la recommandation

Graphique 42 – Rétro-simulation de la distribution du taux d'effort et comparaison avec les données historiques observées



Source : Crédit Logement, Banque de France.

Note : Le niveau des différentes distributions est ici ajusté pour le nombre total de prêts.

HCSF et le cycle de hausse des taux.

La déformation de la distribution du taux d'effort consécutive aux mesures HCSF est visible à travers la différence entre la distribution simulée et la distribution observée au T2 2023. Comme attendu, la norme aboutit (i) à une diminution de la part des emprunteurs dont le taux d'effort excède 35 % (zones jaune et bleue du Graphique 43) et (ii) à une accumulation d'emprunteurs ayant un taux d'effort compris entre 29 % et 35 % (zone rose), qui reflète la part des ménages contraints par la mesure mais qui ont par exemple revu leur projet immobilier à la baisse, augmenté leur apport personnel ou allongé la maturité de leur prêt (cf. Ch.3.A).

Le plafond sur le taux d'effort étant plus contraignant que celui sur la maturité⁹⁴, il est supposé que la baisse totale du nombre de crédits correspond au nombre de ménages exclus du marché du crédit en raison du taux d'effort. Entre le T4 2019 et le T2 2023, la baisse estimée du nombre de crédits en l'absence de mesure HCSF atteint 55,9 %⁹⁵ (flèche 1 sur le Graphique 43), tandis que la baisse réellement observée dans les données utilisées s'établit à 59,6 % (flèche 2). Ainsi, seulement 6 %⁹⁶ de

⁹³ La simulation est construite à partir de la distribution du T4 2008, date de la fin du dernier cycle de hausse de taux, à laquelle on applique les trois hypothèses. Cette date est choisie comme point de départ car la simulation obtenue est très proche de la distribution observée en 2023 pour les prêts à faible taux d'effort. Ces derniers étant, à priori, non impactés par la mesure HCSF, la simulation et la distribution observée devraient avoir des profils proches. Cette similarité de profil entre 2008 et 2023 pourrait traduire un léger effet de distorsion des distributions suite aux resserrements monétaires.

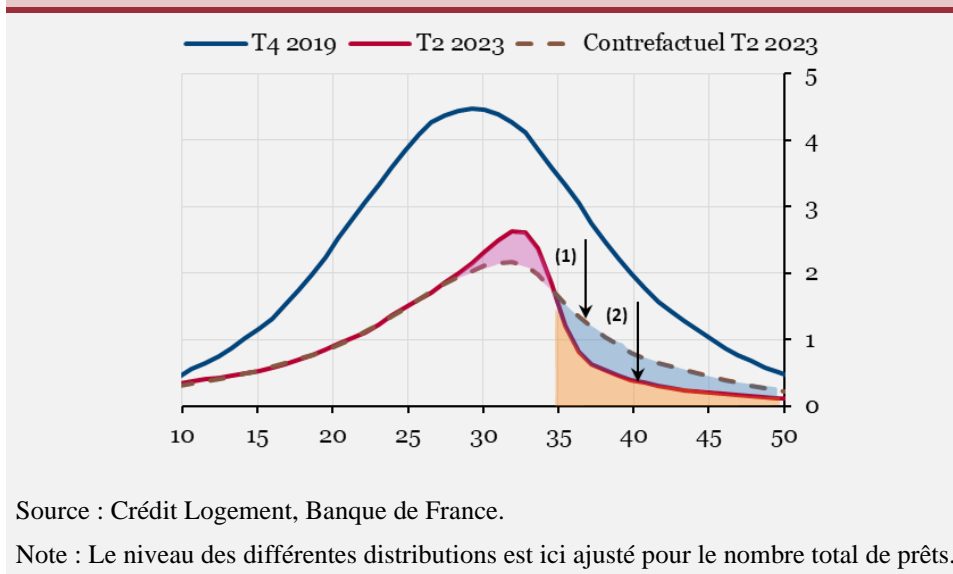
⁹⁴ Au premier trimestre 2024, sur les sept principaux groupes bancaires français, environ 15,3 % des prêts ont un taux d'effort supérieur à 35 % contre 0,5 % qui ne respectent pas les conditions de maturité.

⁹⁵ La baisse réelle entre 2019 et 2023, calculée à partir d'autres données, est plus faible. Le chiffre ici n'est pas ajusté pour l'effet saisonnier et ne couvre que les prêts garantis par Crédit Logement. L'analyse ici vise principalement à discerner l'impact relatif de la norme HCSF et des facteurs externes.

⁹⁶ Soit l'écart de 3,7 points de pourcentage entre le simulé et l'observé, rapporté à la chute réelle de 59,6 %.

la baisse observable du nombre de crédits depuis mi-2019 est imputable à la mesure HCSF. L'impact de la norme sur le nombre agrégé de crédits à l'habitat apparaît donc très marginal par rapport à celui de la hausse des taux.

Graphique 43 – Simulation de la distribution du taux d'effort au T2 2023 en l'absence de mesure HCSF



B.2. Modèle macroéconomique pour estimer l'effet sur la dynamique des prix immobiliers et l'encours des prêts à l'habitat

Pour quantifier les effets des différentes forces macroéconomiques en présence et notamment l'impact de la mesure « immobilier » du HCSF sur l'encours de crédit à l'habitat et sur les prix immobiliers résidentiels, le HCSF s'est appuyé sur une analyse en deux étapes, en faisant l'hypothèse que l'effet de la mesure est assimilable à un choc d'offre de crédit. Cette approche consiste à extraire dans un premier temps via un modèle vectoriel autorégressif (VAR) les chocs structurels régissant l'évolution des variables macroéconomiques et financières de notre modèle, notamment la série de chocs d'offre de crédit. Dans un deuxième temps, on distingue, dans ces chocs d'offre de crédit, (i) une composante pouvant être imputée à la mise en place de la mesure emprunteur et (ii) une composante qui aurait prévalu en l'absence de la mesure emprunteur.

Une stratégie empirique en deux étapes

Les dynamiques de l'encours réel de crédit à l'habitat et des prix immobiliers résidentiels dépendent de plusieurs facteurs dont les effets peuvent être quantifiés par un modèle VAR. Dans cette classe de modèles économétriques, la valeur à la date t de chaque variable peut ainsi être scindée en deux composantes :

- Une composante prévisible à partir de l'information observée à la date $t-1$ correspondant à une combinaison linéaire des réalisations passées de l'ensemble des variables macroéconomiques (PIB, inflation...) du modèle économétrique ;
- Une composante aléatoire, également appelée « résidus », correspondant à une combinaison linéaire de chocs sous-jacents dits structurels (par exemple : choc de politique monétaire) que le modèle vise à identifier. Ces chocs peuvent être interprétés comme les différentes forces qui viennent aléatoirement perturber l'évolution des variables du modèle.

Cette approche économétrique permet d'analyser l'évolution de la croissance du crédit à l'habitat et des prix immobiliers, en tenant compte notamment de la dynamique de la demande et de l'offre sur le marché du crédit, du marché immobilier et des taux de politique monétaire. Le modèle est structuré en deux blocs : un bloc pour la zone euro (ZE) permettant de modéliser les dynamiques des grands agrégats et variables macroéconomiques au niveau européen, et un autre pour la France.

Le bloc de la zone euro comprend ainsi trois variables : le PIB de la zone euro, l'indice des prix à la consommation et une mesure de taux d'intérêt court-terme qui correspond soit au taux directeur de l'Eurosystème, soit, pendant la période de taux effectif à zéro, au taux d'intérêt court-terme fictif prenant en compte les effets de la politique monétaire non conventionnelle. Ce bloc permet d'identifier trois chocs : le choc de demande agrégée de la zone euro, le choc d'offre agrégée de la zone euro et le choc de politique monétaire⁹⁷.

Le bloc français comprend six variables : i) deux pour évaluer la dynamique du crédit à l'habitat (taux d'intérêt nominal des prêts immobiliers et encours réel de crédits), ii) deux pour modéliser le marché immobilier résidentiel (prix de l'immobilier et investissement résidentiel réel) et iii) deux pour représenter l'économie réelle française (revenu disponible réel des ménages et indice des prix à la consommation). Le bloc français permet l'identification de six chocs spécifiques à la France : le choc d'offre résidentielle, le choc de préférences des ménages, le choc d'offre de crédit, le choc de demande agrégée spécifique à la France, le choc d'offre agrégée spécifique à la France et un choc résiduel indépendant des chocs précédents⁹⁸. L'identification de ces chocs est obtenue en procédant à des hypothèses sur i) le signe de leurs effets instantanés sur les variables macroéconomiques du modèle ou ii) l'absence d'effets instantanés (cf. Tableau 1). Ainsi, dans le modèle, un choc négatif d'offre agrégée au niveau de la zone euro entraîne instantanément une hausse des prix à la consommation et une baisse de l'activité économique en zone euro tandis que la politique monétaire de l'Eurosystème réagit de façon endogène en augmentant ses taux directeurs. Un choc négatif d'offre de crédit au niveau des banques françaises conduit à une hausse instantanée des taux d'emprunt immobilier et à une baisse de l'encours réel de crédit à l'habitat qui se traduit naturellement par une baisse des prix immobiliers résidentiels ainsi que de l'investissement résidentiel réel.

⁹⁷ L'analyse permet de distinguer les composantes systématique et exogène de la politique monétaire. La partie systématique correspond à la réaction endogène des taux directeurs au contexte macroéconomique selon une règle prédéfinie (c'est-à-dire la règle monétaire), telle qu'un épisode de baisse des taux réagissant à une baisse de l'inflation (identifié alors via un choc de demande ou d'offre agrégée). La partie exogène correspond quant à elle aux déviations des taux de politique monétaire à une règle monétaire (c'est-à-dire aux chocs de politique monétaire).

⁹⁸ Les principales hypothèses incluent l'indépendance entre les valeurs actuelles des variables de la zone euro et les valeurs passées des variables françaises, ainsi que l'autonomie des chocs agrégés de la zone euro vis-à-vis des variables françaises (Cushman et Zha, 1997; Peersman, 2022).

Tableau 1 : Identification des quatre chocs d'intérêt : demande agrégée, offre agrégée, politique monétaire et choc d'offre de crédit

Variables	Chocs structurels			
	Choc de demande agrégée (zone euro)	Choc d'offre agrégée (zone euro)	Choc de politique monétaire	Choc d'offre de crédit
PIB réel (zone euro)	+	+	Non contraint	0
Indice des prix à la consommation (zone euro)	+	-	+	0
Taux de politique monétaire (zone euro)	+	-	-	0
Investissement résidentiel réel	Non contraint	Non contraint	Non contraint	+
Prix réel immobilier	Non contraint	Non contraint	Non contraint	+
Encours réel de crédits à l'habitat	Non contraint	Non contraint	Non contraint	+
Taux d'emprunt immobilier	Non contraint	Non contraint	Non contraint	-

Source : Banque de France

Note : Tableau de restrictions de signes des effets instantanés (ou absence d'effets instantanés) des chocs d'intérêt sur les variables du modèle.

La série temporelle de chocs d'offre de crédit est ensuite décomposée, à partir du T4 2019, en deux séries de chocs : i) une série de chocs d'offre de crédit qui auraient prévalu en l'absence de la mesure « immobilier » du HCSF et ii) une série qualifiée de chocs « HCSF », soit la composante du choc d'offre de crédit pouvant être imputée à la mise en place de la recommandation puis de la norme. La composante « choc HCSF » est corrélée à partir de T1 2020 avec la part des prêts immobiliers ayant un taux d'effort supérieur à 35 % et ceux ayant une maturité supérieure à 25 ans (segments de prêts ayant été touchés par la mesure du HCSF) mais non corrélée avec ceux ayant un taux d'effort inférieur à 20% et une maturité comprise entre 10 et 15 ans⁹⁹.

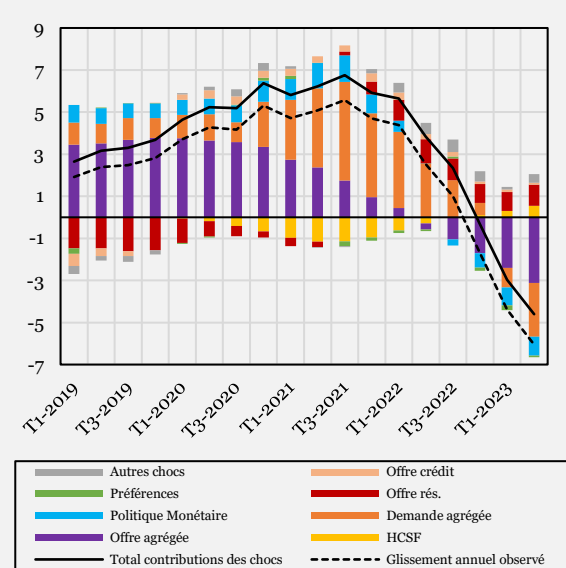
Des effets macroéconomiques de la mesure « immobilier » du HCSF contenus et contribuant à limiter les risques

Les estimations indiquent que l'impact de la mesure HCSF sur la dynamique des prix réels du logement et de l'encours réel de crédit à l'habitat a été contenu au regard des effets des autres chocs macroéconomiques sur la période T1 2020-T2 2023 (en particulier chocs d'offres et de demande agrégées, Graphiques 44 et 45). L'analyse montre que les effets de la mesure HCSF se concentrent

⁹⁹ L'autre composante du choc d'offre de crédit qui aurait prévalu en l'absence de la mesure HCSF est potentiellement corrélée à tout moment avec la part des prêts immobiliers ayant un taux d'effort supérieur à 35 %, ceux ayant une maturité supérieure à 25 ans (segments de prêts ayant été touchés par la mesure du HCSF) et avec ceux ayant un taux d'effort inférieur à 20 % et ceux avec une maturité comprise entre 10 et 15 ans.

principalement sur les deux années (2020-2021) suivant la mise en place de la première recommandation, avant de s'estomper progressivement entre mi-2021 et fin 2022.

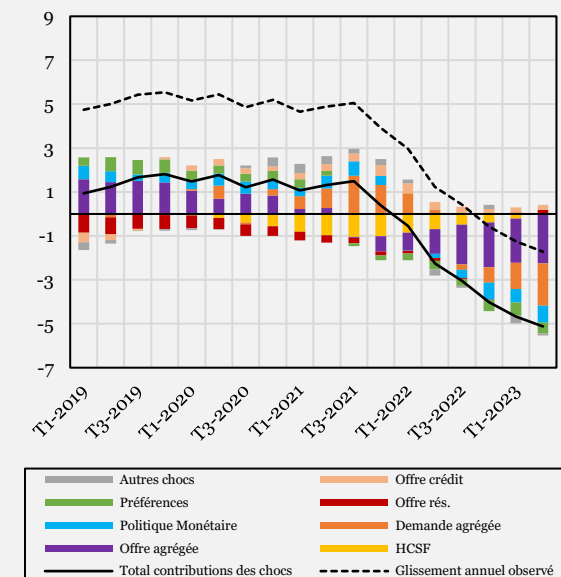
Graphique 44 - Dynamique des prix réels de l'immobilier résidentiel et décomposition historique des chocs structurels (% , en glissement annuel – g.a.)



Source : Banque de France

Note : Période d'estimation : T2 1999 – T2 2023. « HCSF » fait référence au chocs d'offre de crédit liés à la mesure « immobilier » du HCSF, « Offre agrégée » et « Demande agrégée » aux chocs d'offre et de demande agrégée respectivement au niveau de la zone euro, « Politique monétaire » aux chocs de politique monétaire (déviations par rapport à la règle monétaire estimée), « Offre rés. » aux chocs d'offre résidentielle, « Préférences » aux chocs de préférences des ménages, « Offre crédit » à la composante des chocs d'offre de crédit non imputable à la mesure du HCSF et « Autres chocs » aux autres chocs considérés dans le modèle. L'écart entre le total des contributions des chocs et le glissement annuel observé correspond à la somme de la tendance estimée sur la période T1 2000 – T2 2023 et des effets des conditions initiales.

Graphique 45 - Dynamique de l'encours réel de crédits à l'habitat et décomposition historique des chocs structurels (% , en g.a.)



Source : Banque de France

Note : Période d'estimation : T2 1999 – T2 2023. « HCSF » fait référence au chocs d'offre de crédit liés à la mesure « immobilier » du HCSF, « Offre agrégée » et « Demande agrégée » aux chocs d'offre et de demande agrégée respectivement au niveau de la zone euro, « Politique monétaire » aux chocs de politique monétaire (déviations par rapport à la règle monétaire estimée), « Offre rés. » aux chocs d'offre résidentielle, « Préférences » aux chocs de préférences des ménages, « Offre crédit » à la composante des chocs d'offre de crédit non imputable à la mesure du HCSF et « Autres chocs » aux autres chocs considérés dans le modèle. L'écart entre le total des contributions des chocs et le glissement annuel observé correspond à la somme de la tendance estimée sur la période T1 2000 – T2 2023 et des effets des conditions initiales.

Sur la période 2020-2021, les chocs « HCSF » ont contribué à une baisse limitée de la dynamique des prix réels (-0,82 p.p. de croissance annuelle moyenne en 2020 et 2021) et de l'encours réel des crédits à l'habitat (-0,79 p.p.), dans un contexte de croissance toujours significative du secteur de l'immobilier résidentiel, porté notamment par des chocs de demande agrégée. Ainsi, la croissance des prix réels a continué d'augmenter fortement sur cette période (croissance annuelle moyenne de + 5,01 % en 2020 et 2021, contre +2,81 % en 2019), tandis que la croissance de l'encours réel de crédit est restée stable, à un niveau historiquement élevé (croissance annuelle moyenne de +4,56 % en 2020 et 2021, contre + 3,8 % sur la période 2010-2019). Ces résultats indiquent que la mesure HCSF a eu un rôle contracyclique mesuré, en prévenant des dynamiques excessives sur les marchés de l'immobilier résidentiel et du crédit

à l'habitat. Le HCSF avait détaillé les risques associés à ces dynamiques en 2019, justifiant la mise en place de la mesure¹⁰⁰.

L'étude confirme le rôle prépondérant du changement de contexte macroéconomique, et notamment de la hausse des taux d'intérêt à l'octroi à partir de décembre 2021, dans le retournement du cycle de l'immobilier résidentiel sur la période 2022-2023. Les effets de la mesure HCSF commencent quant à eux à s'estomper dès mi-2021, c'est-à-dire avant le ralentissement des marchés de l'immobilier et du crédit à l'habitat. Ainsi, entre le T1 2022 et le T2 2023, le volume réel de prêts à l'habitat et les prix réels de l'immobilier diminuent respectivement de -2,71 % et de -5,91 %. Les chocs d'offre agrégée ont contribué à hauteur de -3,39 p.p. à la baisse du volume réel de crédit à l'habitat et de -3,67 p.p. à la baisse des prix immobiliers. Les contributions des chocs de demande agrégée et des chocs de politique monétaire atteignent -2,13 p.p. et -1,29 p.p. respectivement sur le volume réel de crédit à l'habitat et s'établissent à -1,63 p.p. et -1,22 p.p. en ce qui concerne les prix immobiliers.

C. Modèle à agents : évaluation *ex post* de la mesure immobilier

Afin d'apprécier les effets de la mesure macroprudentielle encadrant les conditions d'octroi de crédit immobilier dans le cas français, un modèle à agents a été construit ; ce type de modèle présente l'intérêt de prendre en compte l'hétérogénéité des agents sur le marché. Le modèle vise à reproduire les opérations d'acquisition et d'emprunt immobiliers par une population d'agents hétérogènes et représentatifs de la population française générée à partir de l'enquête Patrimoine de l'Insee¹⁰¹.

Le modèle permet de simuler la prise de décision de vente, d'achat et d'emprunt des ménages, puis de générer des séries temporelles des caractéristiques du marché¹⁰². Le modèle est utilisé afin de saisir l'effet de la mesure en comparant d'une part un scénario principal – avec la mise en place de la mesure HCSF plafonnant le taux d'effort à 35 % et la maturité à 25 ans tout en dégageant une marge de flexibilité pour les banques – et d'autre part un scénario contrefactuel – sans contrainte de taux d'effort et de maturité, tout en respectant les bonnes pratiques bancaires¹⁰³, et toutes choses égales par ailleurs, notamment s'agissant de l'environnement de taux. Le modèle prévoit la norme comme immédiatement contraignante. C'est pourquoi la mesure dans le scénario principal est mise en place à une période correspondant au début T3 2021¹⁰⁴, trimestre durant lequel les banques se conforment à la mesure au niveau agrégé.

Le modèle met en avant un impact réel mais modéré de la mesure sur les conditions d'octroi au niveau agrégé, comme anticipé, dans un contexte dominé par le niveau de taux

La mise en place de la mesure atténue sensiblement la hausse du taux d'effort. Le taux d'effort moyen progresse ainsi de 30,8 % en juin 2021 à 31,06 % en juin 2024 dans le scénario principal, contre

¹⁰⁰ [Diagnostic des risques dans le secteur de l'immobilier résidentiel](#) publié par le HCSF (2019).

¹⁰¹ Insee, Enquête patrimoine 2020.

¹⁰² Voir aussi [Trésor éco](#) n°277 de février 2021 « Les mesures macroprudentielles sur les emprunts immobiliers ».

¹⁰³ Environ un tiers du revenu du ménage peut être dédié au remboursement de la charge d'emprunt, avec une distribution (moyenne et écart-type) cohérente avec les données ACPR. La recommandation avait été calibrée sur la base d'une analyse des données individuelles d'emprunts immobilier de l'enquête patrimoine de l'Insee (Voir [Rapport annuel](#) du HCSF de 2020).

¹⁰⁴ Le HCSF a précisé en janvier 2021 que la mesure deviendrait juridiquement contraignante au T3 2021 (cf [communiqué de presse du 28 janvier 2021](#)). Les données des graphiques 41 et 42 sont issues du modèle et ne doivent pas être interprétées comme des tentatives de prévisions exactes de la réalité, en particulier parce que les conditions externes (politiques budgétaires, fiscalité, inflation, pandémie...) ne sont pas prises en compte dans le modèle alors qu'elles sont naturellement présentes dans les données. Les résultats du modèle indiquent la façon dont aurait évolué le marché immobilier dans un cadre simplifié basé sur des hypothèses restrictives et sur des règles de décisions simples, et permettent néanmoins de comprendre comment – et par quels canaux – la mesure HCSF peut avoir un impact sur le marché immobilier et sur les caractéristiques des acheteurs.

32,73 %¹⁰⁵ dans le scénario contrefactuel (Graphique 46). Les estimations de la section A (*supra*) montrent que les acheteurs de résidence principale hors primo-accédants et l'investissement locatif, segments les plus exposés à la limite de taux d'effort, ont compensé la baisse du taux d'effort par une hausse de l'apport. Les simulations du modèle à agents complètent ce résultat en indiquant que la mise en place de la norme a en revanche, au niveau agrégé, un effet non significatif sur le taux d'apport moyen.

La mesure accentue légèrement la baisse du montant de l'emprunt en années de revenu – appelé ratio LTI, *Loan to Income* – qui atteint 4,11 années de revenu en juin 2024 contre 4,26 dans le scénario contrefactuel. Le modèle montre en revanche que celui-ci augmenterait à nouveau dans le cadre d'une baisse des taux, pour atteindre 4,54 dans le scénario principal en août 2025 contre 4,74 dans le scénario contrefactuel¹⁰⁶.

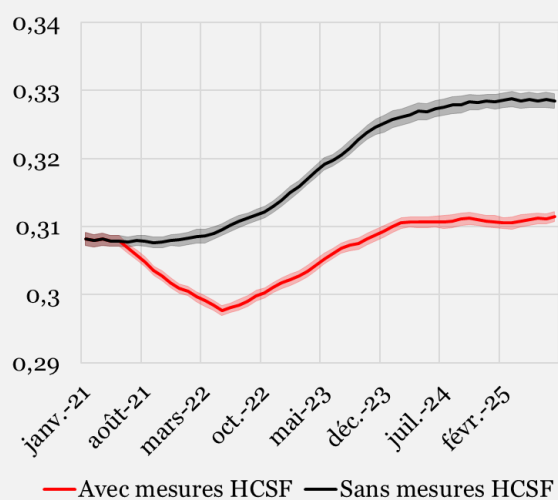
Ainsi, la mesure aurait conduit à une baisse du volume des nouveaux emprunts immobiliers des ménages, exprimé en pourcentage de leur revenu (dans le modèle, ce ratio est plus élevé de 62 pdb dans le scénario contrefactuel). La mise en place de la mesure expliquerait une partie de la baisse de l'endettement des ménages, même si son effet estimé est mineur par rapport à la baisse induite par la hausse des taux d'intérêt en période de politique monétaire restrictive. La hausse des taux, en grevant la demande de crédit, constitue bien le facteur principal de la baisse de l'endettement agrégé.

Le modèle simule aussi l'arbitrage effectué par les ménages qui diminuent leur taux d'effort au profit d'un allongement de la maturité de leur prêt, limité par la mesure à 25 ans (27 ans dans certains cas spécifiques). En juin 2024, dans le scénario contrefactuel, la maturité moyenne des prêts immobiliers est inférieure de 5 mois à celle du scénario principal, soit une différence relative de 2,3 % (Graphique 47). Toutefois, la maturité moyenne est plus faible qu'avant la hausse des taux dans les deux scénarii – principal et contrefactuel. Comme attendu, le contexte de taux a un effet plus important que la mesure sur le marché du crédit immobilier.

¹⁰⁵ Tel que défini dans l'enquête Patrimoine de l'Insee.

¹⁰⁶ Dans le scénario d'une baisse de taux dans lequel les taux atteindraient 2,5 % en avril 2025.

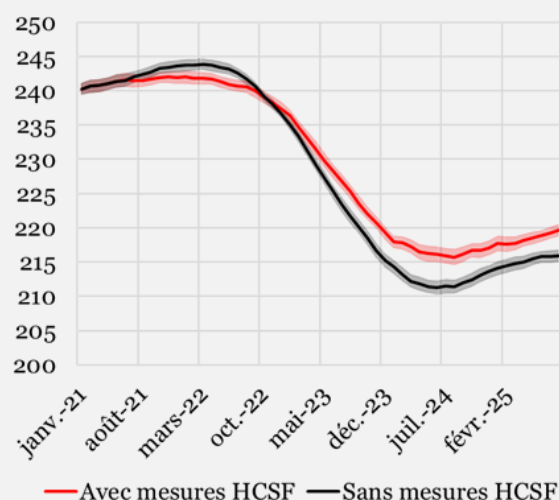
Graphique 46 – Taux d’effort moyen sur les prêts immobiliers dans le modèle Primmo



Source : PAESF

Note : Les taux d’effort proviennent du modèle et diffèrent donc des données reportées par les établissements bancaires. Les taux d’intérêt immobiliers sont ceux observés jusqu’en mai 2024. Pour les mois suivants, une prévision de taux immobiliers moyens est considérée : les taux baisseraient jusque 2,5 % en avril 2025.

Graphique 47 – Maturité moyenne des prêts immobiliers (en mois) dans le modèle Primmo



Source : PAESF

Note : Les maturités proviennent du modèle et diffèrent donc des données reportées par les établissements bancaires. Les taux d’intérêt immobiliers sont ceux observés jusqu’en mai 2024. Pour les mois suivants, une prévision de taux immobiliers moyens est considérée : les taux baisseraient jusque 2,5 % en avril 2025.

Ce modèle estime que la mesure encadrant les conditions d’octroi de crédit a un effet limité sur la dynamique du marché résidentiel et que l’environnement de taux demeure le facteur explicatif dominant s’agissant des évolutions de ce marché

Dans le scénario contrefactuel, les prix de logement sont 0,9 % supérieurs aux prix observés dans le scénario principal en juin 2024¹⁰⁷. Néanmoins, les prix suivent la même dynamique baissière dans les deux scénarii, en raison d’un contexte de taux d’intérêt similaire. Cette tendance s’explique en partie par la baisse de la demande de biens immobiliers induite par la mesure : la tension de marché¹⁰⁸ est 6,7 % plus élevée en juin 2024 dans le scénario contrefactuel et elle traduit la baisse relative de la demande de biens immobiliers imputable à la mesure. La baisse des prix est persistante dans le temps alors même que la tension de marché retrouve son niveau initial très rapidement, en raison probablement de l’attentisme généré par la baisse des prix de vente¹⁰⁹ et du risque de moins-value latente, voire de capital négatif (prix de vente inférieur au capital restant dû de l’emprunt immobilier).

Le volume et la dynamique des transactions sont similaires dans les deux scénarii principal et contrefactuel. Selon ce modèle, la mesure aurait modifié les conditions d’octroi de crédit sans avoir un effet univoque sur le volume de transactions¹¹⁰. Le modèle n’indique cependant pas d’effet de sélection des propriétaires puisque le revenu moyen des acheteurs n’aurait pas été significativement affecté par la

¹⁰⁷ +0,97 % en août 2025 dans le scénario de taux à 3,3 % contre +0,74 % en août 2025 dans le scénario de taux à 2,5 %.

¹⁰⁸ La tension de marché est définie comme le rapport entre le nombre de ménages voulant acheter un logement et le nombre de propriétaires cherchant à vendre. Voir annexe technique pour l’estimation de ces deux variables.

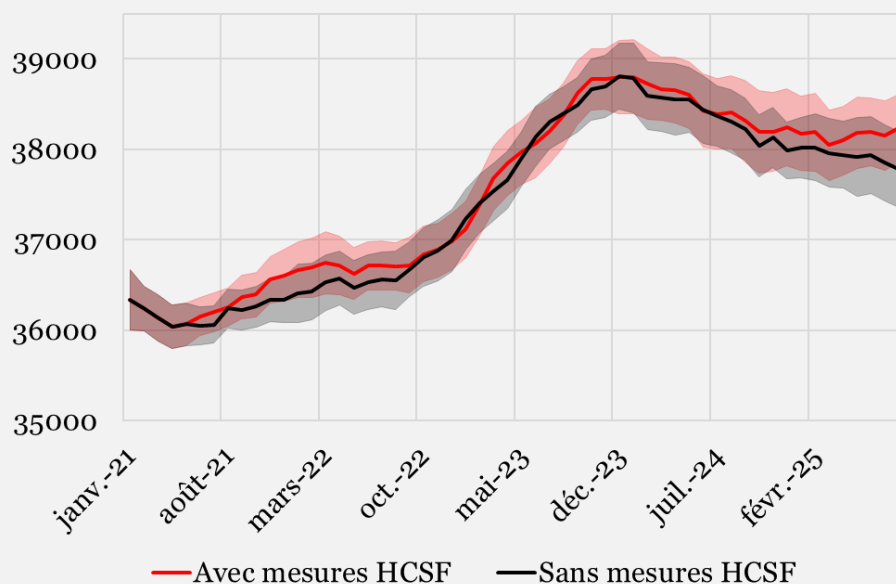
¹⁰⁹ Cet attentisme est une conséquence des anticipations adaptatives des offreurs sur le marché immobilier.

¹¹⁰ Par ailleurs, le volume des transactions en août 2025 retrouverait son niveau de début 2022 dans le scénario de taux bas, alors qu’il ne retrouverait que son niveau de début 2023 dans un scénario de taux plus élevés.

mesure, mais largement par le contexte de taux (Graphique 48), de même que la part de primo-accédants dans les transactions.

En somme, ces dynamiques corroborent le fait que l'environnement de taux est largement plus déterminant que l'encadrement des conditions d'octroi sur la période considérée. En effet, l'environnement de taux « sélectionne » déjà les individus à hauts revenus, et même si la mesure peut aussi amener une sélection des acheteurs par leur revenu, son effet n'est pas mordant.

Graphique 48 – Revenus annuels des acheteurs sur le marché immobilier (en €)



Source : PAESF

Note : Sur la base d'une prévision de baisse de taux atteignant 2,5 % en avril 2025

Le revenu des ménages correspond à la variable « revenu disponible » dans l'enquête patrimoine et peut différer d'autres mesure du revenu.

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'Union européenne. Il contrôle et évalue les risques systémiques et peut émettre des alertes et des recommandations.

CET1 : *Common Equity Tier 1*, fonds propres de base de catégorie 1. 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](#).

ORPS : Organismes de retraite professionnelle supplémentaire. Ils peuvent commercialiser des produits d'épargne retraite (PER) et ont des contraintes réglementaires propres afin de favoriser l'investissement à long terme – cf. [Bulletin de la Banque de France \(novembre 2022\)](#).

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 Long-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 permettaient 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 pouvaient bénéficier dépendait 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 novembre 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.