

HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

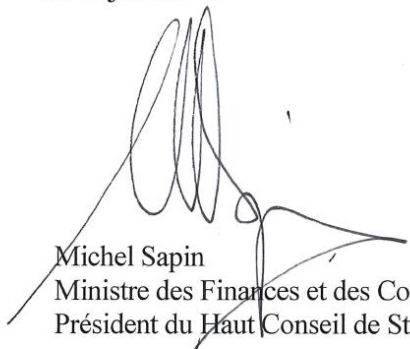
Rapport annuel

Juin 2016

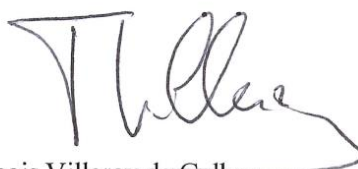
Table des matières

Résumé	3
Action du HCSF	5
Ch. 1 Développements récents	7
A. Croissance et inflation	7
B. Évolutions monétaires et financières en 2015	8
C. Les marchés de capitaux et de matières premières	9
Ch. 2 Agents non financiers	13
A. Ménages	13
B. Entreprises	20
Ch. 3 Agents financiers	23
A. Banques	23
B. Entreprises d'assurance	29
C. Gestion d'actifs	33
Ch. 4 Immobilier commercial	37
A. L'immobilier commercial en France	37
B. Un marché marqué par une demande financière forte	42
C. Les pratiques de financement des principales banques françaises	47
D. Une diversité d'outils à la disposition des pouvoirs publics	51
Ch. 5 Endettement des agents non financiers	53
A. Différentes mesures du crédit aux agents non financiers	53
B. Risque systémique et canaux de transmission	55

Ce rapport a été adopté par les membres sur Haut Conseil de Stabilité Financière à l'occasion de la séance du 13 juin 2016.



Michel Sapin
Ministre des Finances et des Comptes publics
Président du Haut Conseil de Stabilité Financière



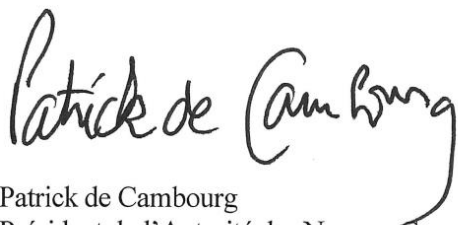
Francois Villeroy de Galhau
Gouverneur de la Banque de France et Président de
l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
Membre *es* qualité



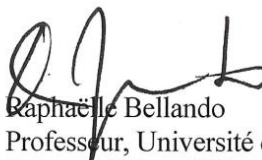
Gérard Rameix
Président de l'Autorité des Marchés Financiers
Membre *es* qualité



Bernard Delas
Vice-président de l'Autorité de Contrôle Prudentiel
et de Résolution
Membre *es* qualité



Patrick de Cambourg
Président de l'Autorité des Normes Comptables
Membre *es* qualité



Raphaëlle Bellando
Professeur, Université d'Orléans
Personnalité qualifiée



Agnès Bénassy-Quéré
Professeur, Université Paris I, et Présidente
déléguée du Conseil d'Analyse Économique
Personnalité qualifiée



Hélène Rey
Professeur, London Business School
Personnalité qualifiée

La rédaction de ce rapport a été arrêtée au 1^{er} juin 2016.

Ce rapport a été préparé sous la responsabilité de Jean Boissinot et Vichett Oung, 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 des études) et de l'Autorité des Marchés Financiers (Division Études, stratégie et risques).

Résumé

Le rapport annuel du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) décrit la situation financière des principaux acteurs non financiers et financiers de l'économie française¹ avant de présenter, dans le cadre de deux chapitres thématiques, l'analyse du Haut Conseil sur certains des sujets qui ont fait l'occasion d'un examen particulier au cours de cette année.

Situation du financement de l'économie française

Depuis la publication du dernier rapport annuel, l'environnement macroéconomique a été marqué par la confirmation de la reprise de l'activité économique, qui reste cependant encore modérée et, au sein de la zone euro, assez hétérogène, tandis que l'inflation est restée faible. Dans cet environnement macroéconomique encore fragile, les marchés financiers ont été marqués par des épisodes de forte volatilité et ont été largement influencés par la baisse du prix du pétrole, le ralentissement économique des pays émergents et les anticipations de découplage des politiques monétaires. L'environnement de taux bas déjà marqué fin 2014 s'est accentué depuis avec une augmentation du territoire des taux négatifs.

Dans ce contexte, le taux d'épargne des ménages a légèrement progressé pour s'établir à 14,5 % dont 5,5 % d'épargne financière² et pour le reste d'investissements (essentiellement construction et gros travaux d'entretien) en immobilier³. Ainsi, leur placements financiers ont progressé de sorte que le flux net des principaux placements retrouvent pratiquement les niveaux observés en 2010-2011 (+96 Md€) et se rapprochent des niveaux observés avant crise (+120 Md€) après un point bas à +50 Md€ fin 2013.

Parallèlement, l'endettement des ménages a accéléré sur l'année, favorisé par l'environnement actuel de taux bas, avec une reprise du crédit immobilier comme du crédit à la consommation. Le flux d'emprunt augmente sensiblement (+35 Md€ en 2015 contre +22 Md€ en 2014) sans renouer pour autant avec les niveaux très élevés observés avant crise (+86 Md€ en 2007). Si la production de crédit immobilier a été fortement soutenue par une vague de rachats et de renégociations exceptionnelle qui ont représenté la moitié de la production sur l'année, elle l'a aussi été par une reprise du marché immobilier (redressement du volume des opérations sur l'ensemble de l'année, inflexion à la hausse de la trajectoire des prix au 2nd semestre) qui semble se confirmer début 2016. Au total, l'endettement augmente plus rapidement que les revenus de sorte que l'endettement des ménages rapporté à leurs revenus augmente (86,4 % contre 85,0 % fin 2014). Cet endettement reste maîtrisé dans la mesure où la charge de la dette est contenue individuellement et s'oriente à la baisse pour les ménages dans leur ensemble.

Du côté des entreprises, l'endettement progresse aussi en 2015 (+4 % fin 2015) pour l'ensemble des catégories d'entreprises avec, sur la période la plus récente, une accélération des encours de crédit des plus grandes entreprises tandis que les financements de marchés ont été moins dynamiques qu'en 2014 dans un environnement de marché resté assez volatile à partir du 2^e trimestre. Cet endettement est facilité par un niveau de taux particulièrement bas tandis que, sur les dernières années, la structure financière des entreprises a été plutôt renforcée par l'augmentation des capitaux propres (+2,2 % en 2014 grâce à l'autofinancement et aux mises en réserve d'une part, à l'appel à des capitaux externes d'autre part) qui ont permis une stabilisation de l'endettement rapporté aux fonds propres (taux d'endettement financier net de 50 %). Le redressement du taux de marge en 2015 constitue aussi une évolution positive en

¹ Parallèlement à la publication de ce rapport annuel qui adopte une approche sectorielle et structurelle, la Banque de France publie son *Évaluation des risques du système financier français* qui alimente le travail de surveillance du HCSF et donne lieu à une publication semestrielle.

² Correspondant aux flux nets d'actif contribuant à l'augmentation nette de leur patrimoine financier et au remboursement de leurs dettes.

³ Cette épargne non financière correspond à l'effort de formation de capital fixe des ménages dans leur ensemble, à savoir, l'achat de logements neufs, les dépenses de gros entretien du stock de logement existant qu'ils détiennent et les acquisitions nettes de logements auprès d'autres secteurs institutionnels.

contribuant à conforter la situation financière des entreprises et à réduire, toutes choses égales par ailleurs, leurs besoins de financements externes et leur demande de crédit.

S'agissant des acteurs du système financiers, les banques françaises ont enregistré des résultats en hausse sur l'année 2015 et poursuivi l'amélioration de leurs ratios de solvabilité et de liquidité. L'actif des banques françaises apparaît de bonne qualité avec des taux de créances douteuses assez faibles et un provisionnement prudent (les taux bruts d'encours dépréciés sont de 3,9 % pour les entreprises et 3,3 % pour les ménages, les taux nets sont de 1,9 % et 1,6 % respectivement). Néanmoins, la rentabilité du secteur bancaire français, comme celle de ses homologues européens, constitue un défi pour les banques, qui ont annoncé et amorcé des plans de maîtrise de leurs charges et des évolutions de leurs modèles d'affaires.

Le secteur des assurances a enregistré une bonne performance en 2015, avec un chiffre d'affaires en hausse et une progression de la valeur des actifs détenus. L'année a principalement été marquée par la préparation de l'entrée en vigueur de Solvabilité 2 (au 1^{er} janvier 2016), avec une série d'exercices de préparation conduits par l'ACPR. L'actuel environnement de taux bas, ainsi que l'éventuelle remontée future des taux, constituent cependant des défis significatifs pour le secteur, notamment pour l'assurance-vie. De ce point de vue, l'ajustement de la rémunération des contrats d'assurance-vie (fonds euro) a été insuffisant au regard des circonstances macroéconomiques et financière et en particulier des rendements des actifs sous-jacents.

Enfin, la gestion d'actif a enregistré une hausse de ses encours sous gestion, portée notamment par une forte croissance des fonds monétaires malgré l'environnement de taux très bas qui s'est accentué depuis fin 2014. Cette augmentation a été permise par une augmentation maîtrisée de la maturité de leurs actifs afin d'offrir des rendements supérieurs aux taux monétaires.

Chapitres thématiques

Le premier chapitre thématique présente l'analyse du HCSF de la situation du marché de l'immobilier commercial français. Ce diagnostic reprend les éléments présentés dans la note publiée en avril 2015 et intègre les réponses obtenues dans le cadre de la consultation à laquelle donnait lieu cette publication. Caractérisé par une forte hétérogénéité en matière de biens et de détenteurs mais dominé par le segment des bureaux en Ile-de-France, le marché de l'immobilier commercial (entendu comme l'ensemble des actifs immobiliers détenus par des acteurs professionnels qui n'en sont pas les occupants) est marqué depuis deux ans par une forte demande des investisseurs. Si l'attrait des investisseurs pour ce marché s'explique par l'environnement actuel de taux bas et s'accompagne de pratiques de financement globalement prudentes de la part des banques françaises, l'analyse relève plusieurs points de vigilance (hausse de la valorisation des actifs détenus malgré une atonie des loyers conduisant à un à un recul de la rentabilité locative : dynamique des prix au sein du segment des bureaux à Paris et en Ile-de-France ; éventualité d'un lancement de nouvelles opérations dans un contexte de taux de vacances en hausse) appelant un suivi attentif du marché de l'immobilier commercial par les autorités membres du HCSF.

Le second chapitre thématique aborde les enjeux macroprudentiels liés à l'endettement des agents non financiers et examine l'ensemble des risques qui y sont associés. Si la croissance de l'endettement peut avoir un impact sur la solidité des acteurs financiers (à la fois par la qualité et la structure de l'encours), elle peut aussi, indépendamment de la solidité des acteurs qui ont originé et/ou qui portent ces crédits être une source de risques. En particulier, elle peut accroître la sensibilité de l'économie à un choc de liquidité ; s'accompagner, notamment en raison des interactions entre les sources de financement, d'une fragilisation des acteurs les plus endettés ; plus globalement, contribuer à une fragilisation macroéconomique. Cette analyse justifie un suivi et une vigilance du Haut Conseil non seulement sur la qualité de l'actif des acteurs financiers mais aussi sur l'endettement des agents non financiers. Elle conduit aussi à adopter une approche large des sources d'endettement dans le cadre de la surveillance et de la mise en œuvre de la politique macroprudentielle.

Action du HCSF

L'année écoulée a été marquée par les premières décisions contraignantes du HCSF

L'ensemble des instruments contraignants du HCSF est désormais entré en vigueur. En particulier, le coussin de capital contracyclique (CCB) est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2016⁴. Depuis cette date, le HCSF fixe trimestriellement, sur proposition du Gouverneur de la Banque de France, le taux de ce coussin.

Les travaux du HCSF en vue de ces décisions lui ont permis de définir sa stratégie afin de décider de l'activation ou non de ce coussin, et de calibrer son niveau en cas d'activation. Ces travaux ont donné lieu à la publication d'une notice d'information sur la mise en œuvre du CCB⁵, afin d'en présenter les principales caractéristiques.

Conformément aux textes européens, le HCSF a également dû se prononcer sur la reconnaissance des mesures macroprudentielles prises par les autorités macroprudentielles d'autres pays européens. En particulier, le HCSF a reconnu les taux des CCB fixés à 1,5 % par la Suède et la Norvège applicables aux expositions situées dans ces pays. Le HCSF a également reconnu l'augmentation des pondérations de risque appliquées aux expositions de crédits hypothécaires portant sur un bien immobilier résidentiel situé en Belgique émanant de succursales de banques françaises mentionnées à l'article 458(5) du règlement (UE) n. 575/2013.

Tableau 1 - Décisions prises par le Haut Conseil de stabilité financière

Date de la décision	Date d'entrée en vigueur	Outil macroprudentiel	Décision
30/12/2015	01/01/2016 *	CCB	Le taux de CCB pour la France est fixé à 0 %.
30/12/2015	01/01/2016 *	CCB	Reconnaissance des taux des coussins de fonds propres contra-cyclique fixés à 1,5 % par la Suède et la Norvège applicables aux expositions situées dans ces pays.
15/03/2016	16/03/2016	Calcul des pondérations de risque	Reconnaissance des mesures prises en Belgique : les pondérations de risque appliquées aux expositions de crédits hypothécaires portant sur un bien immobilier résidentiel situé en Belgique émanant de succursales de banques françaises sont augmentées de 5 points de pourcentage pour l'approche en modèles internes.
01/04/2016	01/04/2016 *	CCB	Le taux de CCB pour la France est maintenu à 0 %.

* Pour les décisions relatives au CCB, les banques ont 12 mois pour mettre en œuvre la décision à partir de la date d'entrée en vigueur. Le détail des décisions prises par le HCSF est disponible sur son site Internet (<http://www.economie.gouv.fr/hcsf/decisions-hcsf>).

Autres actions du HCSF

Par ailleurs, le HCSF a poursuivi ses travaux de surveillance du secteur financier et d'identification des risques systémiques.

⁴ Cet instrument est le dernier des instruments contraignants du HCSF à être entré en vigueur. Les autres instruments sont entrés en vigueur : le 26 juillet 2013 pour le pouvoir de fixer des conditions d'octroi de crédit (5^o de l'article L. 631-2-1 du code monétaire et financier) ; le 1^{er} janvier 2014 pour les mesures prévues à l'article 458 du règlement (UE) n°575/2013 ; le 1^{er} janvier 2015 pour le coussin pour le risque systémique.

⁵ http://www.economie.gouv.fr/files/hcsf-150910_notice_dinformation_ccb.pdf et http://www.economie.gouv.fr/files/hcsf-150910_coussin_contracyclique_-_mise_en_oeuvre.pdf

Dans le prolongement des réflexions entamées il y a un an sur le marché de l'immobilier commercial, le HCSF a soumis pour consultation un diagnostic sur la situation actuelle du marché et sur les risques associés⁶. Ouverte à l'ensemble des acteurs du marché (investisseurs, experts, producteurs de données publics et privés, etc.), la consultation a eu pour objectif de recueillir les observations des acteurs en vue d'approfondir le diagnostic établi et de communiquer sur les risques liés à ce secteur identifiés à ce stade.

Le HCSF a également étudié les effets de l'environnement actuel de taux bas sur les institutions financières, et a prêté une attention particulière à l'adéquation des rendements des produits d'épargne, en particulier ceux de l'assurance-vie, avec cet environnement. Malgré sa communication sur le sujet, le HCSF estime que l'ajustement à la baisse des rémunérations des contrats d'assurance-vie intervenu en 2015 a été insuffisant au regard des circonstances macroéconomiques et financières actuelles, et en particulier des rendements des actifs sous-jacents. Afin de pouvoir renforcer la résilience des entreprises d'assurance dans l'environnement actuel, et plus généralement pour leur permettre de faire face à des variations importantes de taux d'intérêt ou de prix des actifs, un amendement au projet de loi sur la transparence, la lutte contre la corruption, et la modernisation de la vie économique⁷ vise à permettre au HCSF de moduler les règles de dotation et de reprise de la provision pour participation aux bénéficiaires. De plus, cet amendement permettrait au HCSF de prendre à titre conservatoire plusieurs mesures macroprudentielles préventives lorsque cela est nécessaire pour préserver la stabilité du système financier ou prévenir des risques menaçant gravement la situation financière des organismes d'assurance ou d'une partie significative d'entre eux (à savoir au moins un organisme systémique, ou plusieurs organismes détenant une part significative du marché concerné).

Par ailleurs, l'analyse par le HCSF des évolutions en matière de financement de l'économie l'a conduit à s'interroger sur la portée de certains de ses pouvoirs. En particulier, le pouvoir du HCSF de fixer, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, les conditions d'octroi de crédit en vue de prévenir l'apparition de mouvements de hausses excessives sur le prix des actifs de toute nature ou d'un endettement excessif des agents économiques (5° de l'article L. 631-2-1) est apparu incomplet car limité aux seules personnes soumises au contrôle de l'ACPR, alors qu'un nombre croissant d'acteurs ne relevant pas de la supervision de l'ACPR joue un rôle en matière d'octroi de crédit. Une approche plus large touchant l'ensemble des acteurs autorisés à effectuer des opérations de crédit à titre habituel a été proposée *via* un amendement au projet de loi sur la transparence, la lutte contre la corruption, et la modernisation de la vie économique.

Enfin, l'expérience concrète de sa mission de surveillance du système financier, notamment l'identification et l'évaluation de l'ampleur des risques systémiques, a conduit le HCSF à constater que ses pouvoirs actuels d'accès à l'information devaient être clarifiés. Un amendement au projet de loi sur la transparence, la lutte contre la corruption, et la modernisation de la vie économique visant à compléter ces pouvoirs, en explicitant que le secret professionnel ne peut être opposé au HCSF et en permettant à ce dernier de recueillir toute information nécessaire auprès des personnes qui en disposeraient, est actuellement en cours de discussion au Parlement.

⁶ http://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF - Note de synthese - Immobilier commercial francais.pdf

⁷ Ce projet de loi est en cours de discussion au Parlement.

Ch.1 Développements récents

A. Croissance et inflation

Une reprise de la croissance encore contrastée

L'activité en zone euro a accéléré en 2015 : le PIB a progressé de +1,6 %, après une croissance de +0,9 % en 2014 et une contraction de -0,3 % en 2013. La plupart des pays de la zone euro s'inscrivent dans cette tendance commune, avec toutefois des particularités plus ou moins importantes. Parmi les quatre principales économies de la zone, seule l'Allemagne affiche un taux de croissance en 2015 légèrement en-deçà de celui enregistré en 2014 (+1,4 % après +1,6 % en 2014⁸). L'activité en Italie progresse davantage en 2015 (+0,8 %, après -0,3 % en 2014) mais avec un taux de croissance qui, comme pour la France (voir ci-après), reste inférieur à celui de la zone euro. Le dynamisme de l'économie espagnole se confirme avec une croissance de +3,2 %.

En France, la croissance s'est établie à +1,3 % en moyenne annuelle en 2015, après +0,6 % en 2014. La consommation des ménages accélère avec +1,5 % après +0,7 % en 2014. L'investissement des entreprises non financières progresse nettement plus vite en 2015 que l'année précédente (+2,8 % après +1,6 %), tandis que le solde extérieur pèse de nouveau sur la croissance du PIB mais de façon moins marquée qu'en 2014.

Dans un contexte de maintien des prix du pétrole à un niveau bas tout au long de l'année et de dépréciation marquée de l'euro, l'activité a été soutenue par les mesures de politique économique (baisse du coût du travail et mesure de suramortissement) : la demande intérieure a été très dynamique, en particulier la demande des ménages et l'investissement des entreprises. La contribution du commerce extérieur reste négative, mais moins qu'en 2014, avec une croissance plus riche que l'année précédente à la fois en exportations et en importations. Les exportations françaises ont connu un dynamisme important grâce à la dépréciation de l'euro et à la réalisation de grands contrats, notamment dans l'aéronautique et l'armement.

Un ralentissement des prix largement dû à la baisse du prix du pétrole

L'inflation en zone euro a continué de diminuer en 2015 : la variation de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'établit à +0,0 % en moyenne annuelle après +0,4 % en 2014. En glissement annuel, l'IPCH a fortement diminué en janvier 2015 (-0,6 %) en raison de la forte baisse des prix du pétrole puis est remonté graduellement au cours du premier semestre, porté par le rebond temporaire des prix de l'énergie. Au second semestre, l'inflation en zone euro s'est stabilisée autour de 0,1-0,2 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est maintenue en 2015 à +0,8 % en moyenne annuelle, comme en 2014. La faible inflation totale constatée en zone euro est largement due à la chute du prix des produits pétroliers et dans une moindre mesure, des autres matières premières (cf. Partie C). En revanche, la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et des monnaies des principaux partenaires commerciaux de la zone euro (le taux de change effectif⁹ a déçu de 6,7 % en moyenne annuelle) a contribué à soutenir le prix des importations en euros.

L'inflation (IPCH) a également baissé en France en 2015, s'établissant à +0,1 % en moyenne annuelle (après +0,6 % en 2014). L'inflation hors énergie et produits alimentaires a diminué à +0,6 % en moyenne annuelle en 2015 (après +1,0 % en 2014). En glissement annuel, les prix à la consommation en France ont aussi fortement baissé en janvier 2015 en raison de la chute des prix du pétrole puis ils ont ensuite légèrement rebondi au cours du premier semestre. En décembre 2015, l'inflation (IPCH) s'établissait à +0,3 % en

⁸ Hors correction des jours ouvrables, la croissance a été de 1,7 % en 2015 en Allemagne.

⁹ Le taux de change effectif d'une zone monétaire est une mesure synthétique des taux de change avec ses différents partenaires commerciaux et concurrents (ici les 38 principaux). Le taux de change effectif nominal (TCEN) est calculé à partir des parités nominales, tandis que le taux de change effectif réel (TCER) tient compte des indices de prix de chaque monnaie et de leurs évolutions.

glissement annuel. Comme dans la zone euro, cette baisse de l'inflation est principalement due à la chute des prix des produits pétroliers. Malgré la dépréciation marquée du change, qui a soutenu les prix des produits manufacturés importés, l'inflation des produits manufacturés est restée négative (-0,9 % en moyenne annuelle en 2015, après -0,9 % en 2014), en lien avec la baisse des prix de production (-2,2 % en moyenne annuelle). En particulier, la baisse du prix des produits pharmaceutiques, due aux mesures de modération inscrites dans la loi de financement de la sécurité sociale et à la montée en puissance des génériques, a également pesé négativement sur l'évolution des prix des produits manufacturés. Les prix des services ont également nettement ralenti en 2015 en France, augmentant de seulement +1,2 % en moyenne annuelle contre +1,7 % en 2014, année de hausse de TVA. En revanche, les prix des produits alimentaires se sont redressés à +0,4 % (contre +0,1 % en 2014).

B. Évolutions monétaires et financières en 2015

Une évolution modérée des agrégats monétaires

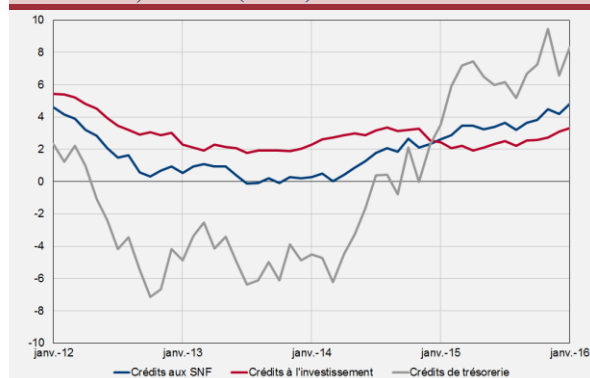
La croissance annuelle de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro atteint +4,7 % en moyenne annuelle en 2015 après +3,8 % en 2014 et +1,0 % en 2013. La croissance de la composante française de l'agrégat européen M3 ralentit à +3,3 % en 2015 après +3,6 % en 2014 et +0,8 % en 2013. Le dynamisme des dépôts à vue se renforce dans la zone euro (+ 11,6 % en 2015, après +8,4 % en 2014) dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement bas qui réduit le coût d'opportunité de leur détention. En revanche, la contraction des autres dépôts monétaires s'intensifie en 2015 (-3,5 %, après -2,3 %) tandis que le taux de croissance des instruments négociables redevient négatif mais dans une moindre mesure par rapport à 2013 (-3,8 %, après +4,0 % en 2014 et -16,1 % en 2013).

À l'instar de ce qui est observé au niveau de la zone euro, la croissance de la composante française M3 est principalement portée par les dépôts à vue en 2015 (+14,8 %, après +8,6 %, tableau 3) alors que la contraction de l'ensemble des comptes sur livrets (rubrique « dépôts à préavis ≤ 3 mois » de la nomenclature européenne) s'atténue légèrement (-1,3 %, après -1,5 %). Les encours des titres d'organismes de placements (OPC) monétaires en France repartent à la hausse (+3,8 %, après -5,9 %).

Les encours de crédit progressent plus rapidement en France que dans les autres grands pays de la zone euro.

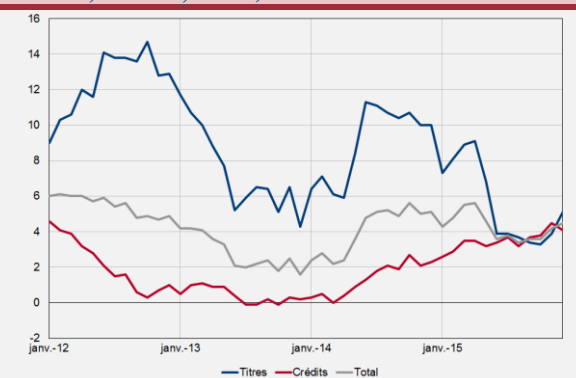
Le taux de croissance annuel des crédits accordés aux sociétés non financières françaises s'est élevé à +4,2 % en 2015, après +2,3 % en 2014. Cette progression concerne aussi bien les crédits de trésorerie que les crédits d'investissement qui, ensemble, constituent la quasi-intégralité (92 %) des crédits aux sociétés non financières françaises. La progression des crédits de trésorerie s'accroît fortement, passant de +2,3 % en 2014 à +6,6 % en 2015. Le taux de croissance des crédits à l'investissement est également en hausse (+3,1 %, après +2,6 %).

Graphique 1 - Taux de croissance annuel du crédit aux sociétés non financières, corrigé de la titrisation, France (en %)



Source : Banque de France.

Graphique 2 - Endettement des sociétés non financières par instruments (taux de croissance annuel, France, en %)



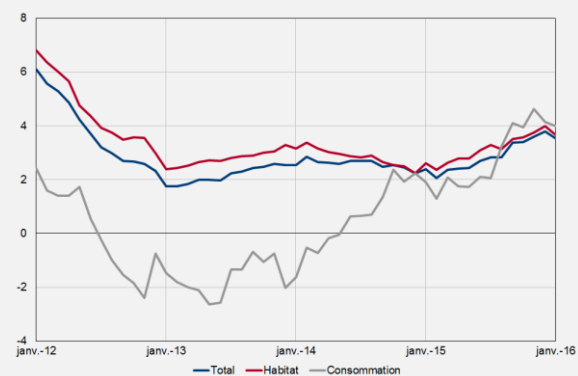
Source : Banque de France.

La France se distingue ainsi des autres grandes économies de la zone euro qui connaissent des taux de croissance plus faibles des crédits aux sociétés non financières. Ainsi, les taux d'évolution sont encore légèrement négatifs en Italie (-0,6 %, après -2,6 % fin 2014) ou en Espagne (-1,1 %, après -6,4 %). En Allemagne, le taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières est redevenu positif en juillet 2015 et atteint +0,8 % sur l'année 2015.

Le taux de croissance des titres de créance émis par les sociétés non financières françaises diminue fortement, atteignant +3,9 % en juin 2015, après +10,0 % en 2014 et +4,3 % en 2013 (le chiffre de 2014 était cependant porté par une opération unitaire importante). Le financement de marché progresse à un rythme quasiment similaire à celui des crédits bancaires au deuxième semestre 2015 (+4,2 % pour les crédits à fin 2015 contre +5,1 % pour les titres). Au total, le rythme d'accroissement de l'endettement total des sociétés non financières françaises reste très élevé, à +4,5 % en décembre 2015 après + 5,1 % en 2014. Il est supérieur au rythme d'accroissement de leurs investissements, ce qui constitue un sujet de préoccupation.

L'encours de crédits aux ménages augmente en France (+3,8 %, après +2,2 %), tirée par la hausse plus forte des crédits à l'habitat en 2015 (+4,0 %, après +2,2 % en 2014) et des crédits à la consommation (+4,1 %, après +2,2 %). Comme les années précédentes, la France reste en tête des grandes économies de la zone euro pour la distribution de crédits aux ménages dont la progression est moindre en Allemagne (+ 2,8 %) et en Italie (+ 0,8 %) ; la contraction se poursuivant en Espagne (-2,2 %).

Graphique 3 - Taux de croissance annuel du crédit aux ménages (en %) en France



Source : Banque de France, BCE.

C. Les marchés de capitaux et de matières premières

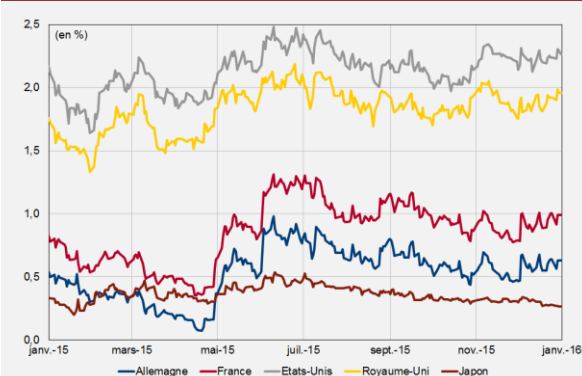
Les marchés de capitaux ont été volatils et marqués par quelques tendances fortes : baisse du prix du pétrole, ralentissement économique des pays émergents et anticipations de découplage des politiques monétaires

En 2015, les évolutions des marchés financiers ont été largement influencées par les annonces des grandes banques centrales et les perspectives d'un découplage progressif des politiques monétaires. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a amorcé en fin d'année un resserrement monétaire avec l'annonce, le 16 décembre, de la première hausse du taux des *Fed Funds* depuis 2006. En revanche, dans la zone euro, l'Eurosysteme a accentué l'orientation accommodante de sa politique monétaire avec, dès le début 2015 (puis renforcées en fin d'année), des mesures complémentaires d'assouplissement visant à contrer le risque de déflation et à soutenir l'économie de la zone. Dans le même temps, les signes de ralentissement de l'économie chinoise ont induit de la volatilité sur les marchés actions et sur les marchés de matières premières, qui ont poussé les investisseurs à se reporter vers des valeurs considérées comme plus sûres, notamment les obligations émises par le Trésor américain. Enfin, la poursuite de la baisse des prix du pétrole, perçue comme annonciatrice d'un ralentissement de la croissance mondiale, a également pesé sur les marchés financiers en 2015.

Sur les marchés obligataires, les effets positifs des programmes d'achats de titres par les banques centrales se sont fait sentir en zone euro. Les courbes des taux souverains ont vu une baisse marquée des taux courts (de -25 à -50 pdb sur les titres à 2 ans) et intermédiaires (de -5 à -45 pdb sur les titres à 5 ans) sous l'effet des annonces et mesures de politique monétaire, et, en général, une légère augmentation des taux longs (de 10 à 30 pdb, sauf pour l'Italie et le Portugal qui affichent une forte baisse). En Allemagne, les rendements ont ainsi baissé de -25 pdb sur la partie courte de la courbe (durées inférieures à 2 ans) et de -5 pdb sur le segment intermédiaire (durées de 2 à 5 ans), alors qu'ils ont augmenté de 10 pdb sur la partie longue. Les courbes des taux souverains des pays de profil voisin (Finlande, Pays-Bas, Autriche, France et Belgique) ont enregistré des mouvements similaires. Dans les pays dits « périphériques », les tensions se sont apaisées dans un contexte de reprise économique et de réformes structurelles.

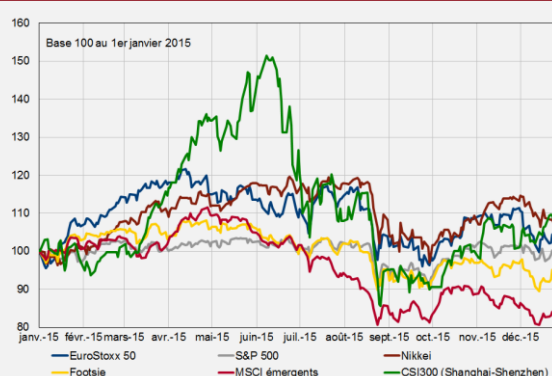
Des épisodes de volatilité sur les taux d'intérêt européens ont également été observés au printemps (ventes massives d'obligations allemandes, qui ont également touché les autres titres de dette de la zone, selon un mouvement appelé « *Bund Tantrum* » dans la littérature de marché¹⁰) et durant l'été, sur fond de tensions liées à la renégociation de la dette grecque. Enfin, les événements politiques ont contribué au quatrième trimestre à accentuer la volatilité des taux d'intérêt souverains espagnols (élections régionales en Catalogne, élections législatives) et portugais (élections législatives).

Graphique 4 - Évolution des rendements des titres souverains à 10 ans



Source : Bloomberg.

Graphique 5 - Évolution d'indices boursiers choisis



Source : Bloomberg, Morgan Stanley.

Sur le marché des changes, l'année 2015 a été marquée par plusieurs décisions importantes des autorités monétaires. La Banque Nationale Suisse (BNS) a notamment aboli le 15 janvier 2015 le cours plancher du franc suisse, fixé depuis septembre 2011 à 1,20 franc pour 1 euro. Le franc suisse s'est établi après cette décision à un niveau proche de la parité avec l'euro, pour évoluer autour de 1,1 par la suite.

S'agissant des principales monnaies, l'année 2015 s'est caractérisée par une dépréciation en termes réels de l'euro par rapport aux autres monnaies, alors que le dollar américain, le yen et la livre sterling se sont appréciés. Le taux de change effectif nominal¹¹ de l'euro a baissé de 7,1 % tandis que celui du dollar s'appréciait de 10,6 %. Quant à la parité euro/dollar, elle est passée de 1,21 en début d'année à 1,09 en fin d'année, repli reflétant notamment l'accroissement de la divergence des politiques monétaires entre les deux zones.

Enfin sur les marchés actions, les indices boursiers ont connu une année 2015 contrastée, marquée par une relative stabilité dans les pays développés et une sous-performance jointe à une forte volatilité des bourses des pays émergents. Les principaux indices boursiers des pays développés ont terminé l'année à un niveau proche de celui du 1^{er} janvier (en Europe, l'année s'est achevée par une hausse de 3 % de l'Eurostoxx 50 ; aux États-Unis, le S&P 500 est resté stable ; au Japon, le Nikkei a progressé de 9 %). Les indices boursiers des pays émergents ont connu quant à eux une nette sous-performance (l'indice MSCI émergents baissant de 17 %), traduisant l'impact des incertitudes sur la situation économique de plusieurs pays directement affectés par la baisse des prix des matières premières (Brésil, Russie en particulier) et l'effet anticipé de la remontée des taux de la Fed sur le comportement des investisseurs. La volatilité a été particulièrement élevée sur plusieurs marchés boursiers émergents et en particulier sur le marché chinois. Cette correction s'est accompagnée d'un phénomène de contagion qui s'est traduit par un net repli des autres marchés boursiers mondiaux.

¹⁰ « *Bund Tantrum* » : le 7 mai 2015, dans un contexte de dépréciation du marché obligataire allemand entamé depuis une quinzaine de jours, le taux du Bund 10 ans est brusquement monté de plus de 20 pb avant de revenir à ses niveaux d'ouverture. Il n'existait pas de raison spécifique expliquant le déclenchement d'un tel mouvement ce jour-là.

¹¹ Le taux de change effectif d'une zone monétaire est une mesure synthétique des taux de change avec ses différents partenaires commerciaux et concurrents (ici, les 38 principaux). Le taux de change effectif nominal (TCEN) est calculé à partir des parités nominales, tandis que le taux de change effectif réel (TCER) tient compte des indices de prix de chaque monnaie et de leurs évolutions.

Sur les marchés de matières premières, les prix s'affichent à des niveaux faibles

En 2015, les principaux indices de prix des matières premières ont chuté de manière importante, sous l'effet conjoint du ralentissement de la demande mondiale – notamment en provenance des pays émergents, et de la Chine en particulier – et d'une surabondance d'offre.

En particulier, dans la foulée de la baisse entamée au milieu de l'année 2014, le prix du pétrole brut Brent a perdu environ 20 % entre janvier et décembre 2015, passant de 48 dollars le baril à 38 dollars en moyenne mensuelle. Au total, depuis son pic du mois de juin 2014 à 112 dollars, le prix du Brent a cédé plus de 60 % à fin décembre 2015. Le prix des autres matières premières énergétiques a suivi cette tendance baissière en 2015 puisque le prix du gaz naturel mesuré par le *London Natural Gas Index* a chuté de 30 % en glissement annuel à décembre 2015, tandis que celui du charbon australien a perdu 15 % sur cette même période.

En ce qui concerne les métaux de base, très sensibles à la demande mondiale, les anticipations de croissance plus faible dans de nombreux pays émergents ont considérablement pesé sur l'ensemble des marchés en 2015. L'indice global du prix des métaux a ainsi perdu environ 10 % en glissement annuel à décembre 2015.

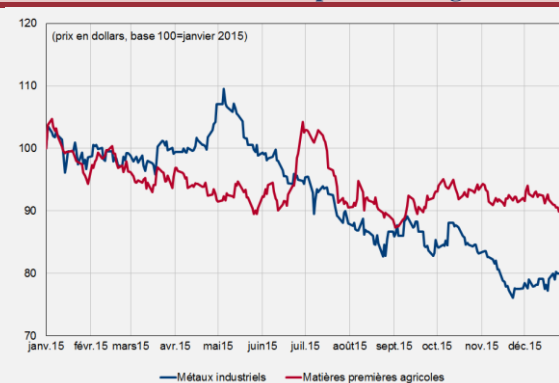
S'agissant des matières premières agricoles, le niveau élevé des stocks ainsi que les importations chinoises plus faibles qu'anticipé ont exercé une pression à la baisse sur les prix jusqu'en milieu d'année. Dans l'ensemble, l'indice des prix des matières premières agricoles a enregistré une baisse d'environ 10 % en glissement annuel à décembre 2015.

Graphique 6 - Cours du Brent



Source : Datastream.

Graphique 7 - Indice des prix des métaux industriels et des matières premières agricoles



Source : S&P GSCI.

Ch.2 Agents non financiers

A. Ménages

En 2015, le revenu des ménages connaît un regain de dynamisme, leur taux d'épargne progresse légèrement

Dans un contexte de prix stables sur l'année (+0,1 % sur l'indice de prix à la consommation, après +0,6 % en 2014), le revenu disponible brut (RDB) des ménages¹² a augmenté en 2015 (+1,4 % en valeur, après +0,8 % en 2014), bénéficiant notamment de l'accélération des revenus d'activités (contribution de +1,0 point sur 2015).

Le taux d'épargne des ménages¹³ s'établit à 14,5 % en 2015, se composant pour 5,5 % d'épargne financière et pour le reste d'investissements immobiliers¹⁴ et d'autres opérations en capital significatives. En légère hausse sur un an (+0,1 point en 2015), le taux d'épargne conserve un niveau proche de sa moyenne de long terme (15,2 % en moyenne entre 1991 et 2015), et demeure supérieur à la moyenne de la zone euro (12,7 %).

Après trois années de modération, l'endettement des ménages se reprend en 2015

La production brute de crédits nouveaux à l'habitat des ménages a connu un vif rebond au cours de l'année 2015 (+220 Md€ en cumul annuel, après +122 Md€ en 2014), avec un pic historique à plus de 23 Md€ sur le mois de juillet. Ce dynamisme reflète, en grande partie, l'exceptionnelle vague de rachats et de renégociations de crédit immobilier intervenue au cours de l'année. Stimulées par la nouvelle baisse des taux d'intérêt, ces opérations ont représenté la moitié de la production brute sur l'année, dont 53 % sur le pic de juillet pour un montant d'opérations de rachats et renégociations de près de 13 Md€ sur le mois. La forte accélération de la production résulte également d'une reprise de la production directement attachée à des transactions immobilières à partir du second semestre 2015, en ligne avec le redressement du volume des opérations immobilières observé au cours de l'année. Le nombre de transactions de logements anciens a retrouvé en 2015 un niveau proche de celui observé entre 2000 et 2007 (803 000 transactions en cumul sur 2015, soit +15,7 % sur un an), pendant que les ventes de logements neufs aux particuliers se redressent (+17,9 % sur l'année 2015 par rapport à l'année précédente sur le secteur de la promotion). Si l'épisode de rachats et renégociations paraît s'essouffler depuis le 4^e trimestre 2015 (ces opérations représentant 29 % de la production totale en mars 2016, contre 58 % en août 2015), la production de prêt à l'habitat directement attachée à des transactions conserve son dynamisme sur le début d'année 2016.

En net ralentissement entre la mi-2011 et 2014, la progression des encours de crédit à l'habitat a ainsi réaccélééré sur l'année 2015 (+4,0 % en rythme annuel à fin 2015, contre +2,2 % à fin 2014, et après +8,3 % à la mi-2011 et +12,3 % en moyenne de 2003 à 2008), et semble stabiliser sa progression en depuis le début d'année 2016 (+3,7 % à mars 2016).

Entamée à la deuxième moitié de l'année 2014, la reprise du crédit à la consommation des ménages se conforte en 2015 avec une accélération de sa croissance en rythme annuel (+4,1 % à fin 2015, après +2,2 % à fin 2014 et -2,0 % à fin 2013), bénéficiant, après une phase d'ajustement liée aux réformes mises en œuvre depuis 2010, de l'amélioration de la conjoncture économique et du niveau particulièrement bas des taux d'intérêt pratiqués.

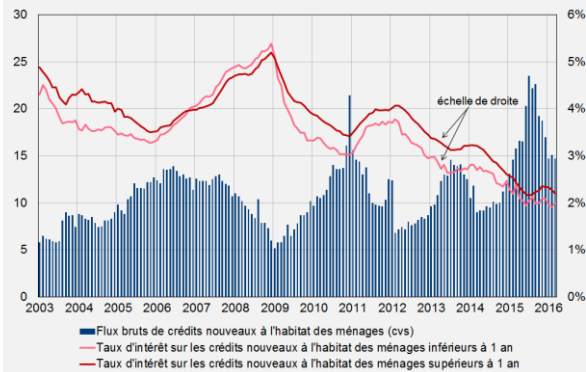
¹² Le revenu disponible représente la part du revenu qui reste à la disposition du ménage pour consommer et épargner après déduction des prélèvements sociaux et des impôts.

¹³ Le taux d'épargne est le rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut. Définitions et données issues du Compte de revenu des ménages, base 2010, INSEE, chiffres non définitifs pour 2015. Données Eurostat pour la zone euro.

¹⁴ L'investissement immobilier des ménages comprend, en comptabilité nationale, l'achat de logements neufs, les acquisitions nettes de logements anciens auprès d'autres secteurs institutionnels ainsi que les dépenses de gros entretien du logement.

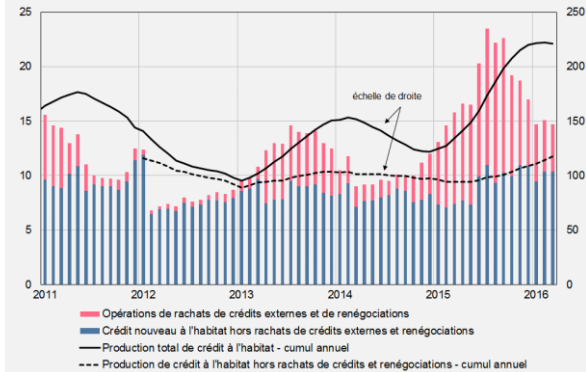
Dans l'ensemble, les flux d'emprunts des ménages augmentent sensiblement en 2015, tout en restant inférieurs aux niveaux enregistrés avant la crise (+35,5 Md€ en 2015, après +21,7 Md€ en 2014, contre +88,0 Md€ en 2007). En comparaison européenne, les crédits aux ménages conservent un rythme de croissance annuelle supérieur à celui des autres pays de la zone euro. L'endettement des ménages rapporté au revenu disponible brut, qui s'était globalement stabilisé sur les deux dernières années, se réoriente à la hausse (86,4 % à fin 2015, après 85,0 % à fin 2014, données cvs), reprenant la tendance commencée au début des années 2000 (50,2 % au 1^{er} trimestre 2000). Il conserve toutefois un niveau significativement inférieur au taux d'endettement des ménages de la zone euro (96,6 %).

Graphique 8 - Production de crédit (y. c. rachats renégociations, en Md€) et taux d'intérêt



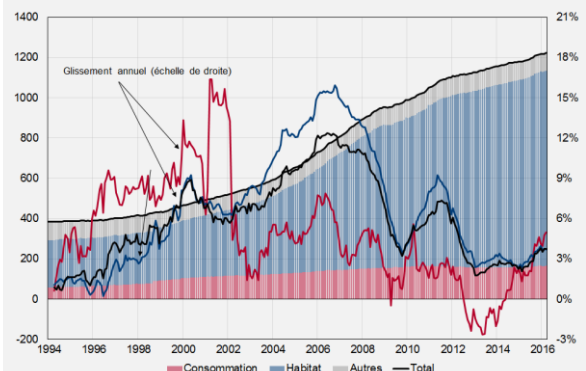
Source : Banque de France. Dernier point : mars 2016.

Graphique 9 - Avec décomposition des rachats de crédit externe et des renégociations, en Md€



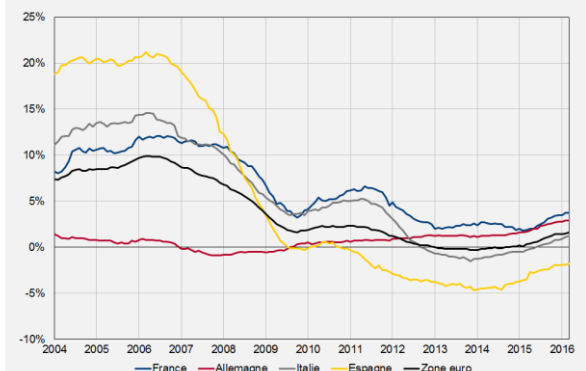
Source : Banque de France, calculs DG Trésor, estimations à partir des séries recouvrant la catégorie statistique des particuliers. Dernier point : mars 2016.

Graphique 10 - Encours de crédits aux ménages, en Md€



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2016.

Graphique 11 - Taux de croissance annuelle des crédits aux ménages en comparaison européenne



Sources : Banque de France et BCE, calculs Banque de France. Note : crédits aux ménages corrigés de la titrisation. Dernier point : mars 2016.

La dette des ménages reste soutenable

Portée par l'ensemble des catégories d'emprunteurs¹⁵, la hausse de la production immobilière – hors opérations de rachats – a été marquée en 2015 par une légère progression de l'investissement locatif et dans une moindre mesure, des primo-accédants. L'investissement locatif, dont la part en 2015 dans la production annuelle hors rachats s'établit à 14,6 %, a augmenté de 1,1 point sur un an tandis que celle des primo-accédants a progressé de 0,4 point et se situe à 26,7 %. Les accédants déjà propriétaires restent largement

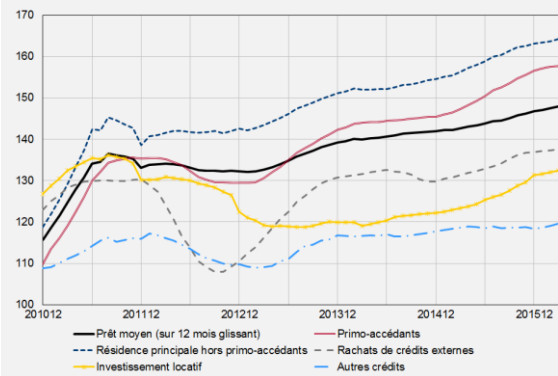
¹⁵ L'enquête de l'ACPR sur le financement de l'habitat regroupe les catégories d'emprunteurs suivantes : primo-accédants, acquéreurs de résidence principale hors primo-accédants, investissement locatif, rachats de crédits externes, autres crédits. Cf. ACPR, Analyses et Synthèses n°63.

majoritaires et représentent 52,9 % de la production annuelle, en recul toutefois d'un point par rapport à 2014. Parallèlement à la reprise des transactions, le dynamisme de la production immobilière traduit également un recours à un effet de levier plus important de la part d'emprunteurs souhaitant tirer parti de la faiblesse du coût du crédit. En 2015, le montant du prêt moyen (hors rachats) augmente de 6,1 % alors que les prix ont affiché un léger recul sur l'année. Cette hausse s'est accompagnée d'une progression du rapport entre le montant du prêt et la valeur du bien (*loan-to-value* – LTV) pour l'ensemble des catégories d'emprunteurs, le ratio moyen (hors rachats) atteignant 84 % en 2015, après 81 % en 2014.

S'établissant à un niveau historiquement élevé (964 Md€ à fin 2015), la dette immobilière des ménages reste maîtrisée, reposant sur une politique de distribution de crédit relativement prudente. La prévalence des taux fixes protège les ménages du risque de remontée de taux tandis que les critères d'octroi de prêts à l'habitat des banques françaises fondés sur la solvabilité de l'emprunteur permettent de contenir la charge de la dette pour la grande majorité des emprunteurs. À cet égard, la hausse du montant moyen de prêt à l'habitat s'est accompagnée, en 2015, d'une hausse de 1,8 % du revenu (net) moyen des bénéficiaires de crédits à l'habitat. Dans le même temps, la baisse des taux d'intérêt a fortement contribué à alléger la charge de la dette des nouveaux emprunteurs, de sorte que le taux d'effort moyen (défini comme le rapport de la dépense en logement d'un ménage à son revenu) a reculé en 2015 pour s'établir à 29,4 % contre 29,8% en 2014. Cette baisse concerne toutes les catégories d'emprunteurs (à l'exception de la catégorie « autres crédits »). Dans l'ensemble, l'analyse des critères d'octroi ne fait pas apparaître d'accroissement marqué de la prise de risque des banques en 2015¹⁶.

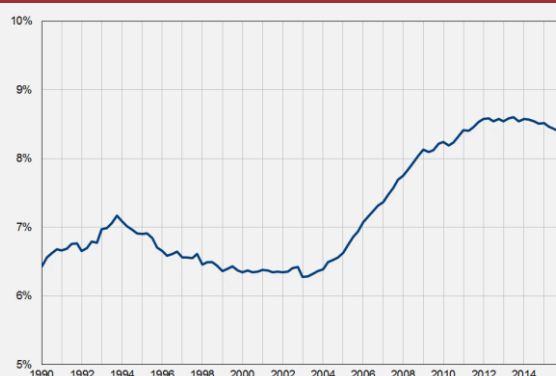
La vague de rachats et renégociations a également permis à un nombre important d'emprunteurs existants de réduire le coût de leur dette. Au niveau agrégé, on observe une diminution du ratio de service de la dette des ménages français en 2015, les ménages français conservant par ailleurs un niveau de charge de la dette structurellement contenu en comparaison avec leurs voisins européens.

Graphique 12 - Montant moyen des prêts à l'habitat sur 12 mois glissant, en milliers d'euros



Source : ACPR. Dernier point : 2015.

Graphique 13 - Ratio du service de la dette des ménages français, en % du RDB

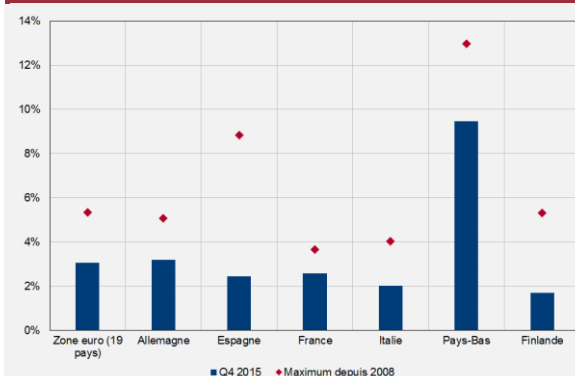


Sources : Banque Centrale Européenne, INSEE, Banque des Règlements Internationaux, calculs Banque de France.

Dernier point : T4 2015.

Note : le ratio correspond à la proportion des paiements d'intérêt et des remboursements obligatoires rapportés au revenu disponible brut des ménages.

Graphique 14 - Charges d'intérêt des ménages, en % du RDB



Sources : Banque Centrale Européenne, Eurostat.

Note : Les charges d'intérêts des ménages incluent la part relative aux services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), qui, en addition du taux d'intérêt de référence pratiqué, comprend la marge d'intérêt.

¹⁶ Un panorama complet des pratiques d'octroi des prêts à l'habitat des ménages sur l'année 2015 sera disponible dans l'enquête annuelle sur le financement à l'habitat précitée, dont la publication est prévue en juillet 2016.

Enfin, selon les données provisoires de l'ACPR, la sinistralité sur les prêts à l'habitat des ménages progresse depuis 2007 (1,55 % en 2015), se rapprochant de son niveau de 2001 (1,69 %). Sa progression ralentit toutefois en 2015 (+3 points de base contre +12 points de base entre 2013 et 2014) et le taux des encours douteux des crédits à l'habitat reste faible comparativement à celui observé sur l'ensemble des crédits à la clientèle non bancaire (3,43 %). Enfin, le coût du risque reste contenu, à 6 points de base à fin 2015 contre une moyenne de 18 points de base pour l'ensemble de l'activité des banques concernées.

Le crédit à la consommation (165 Md€ à fin 2015) a, quant à lui, connu une période de profonde mutation

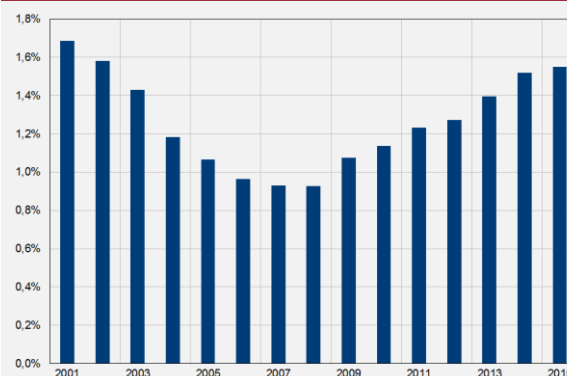
ces dernières années. La mise en œuvre de la Loi Crédit Consommation (LCC) du 1^{er} juillet 2010, complétée par la loi relative à la consommation du 17 mars 2014, a permis une évolution des conditions de distribution du crédit à la consommation, notamment avec le renforcement de la protection des consommateurs et la mise en place d'obligations supplémentaires pour les prêteurs afin d'assurer un meilleur encadrement du processus d'octroi. Ces réformes ont également favorisé une substitution des prêts personnels aux crédits renouvelables¹⁷. Les ménages ont à présent principalement recours à ces derniers pour des prêts de montants inférieurs à 1 000 euros, traduisant un recours ponctuel et circonscrit au crédit renouvelable (besoin temporaire de trésorerie, achat de faible montant)¹⁸. Le dynamisme du crédit de trésorerie des particuliers observé depuis la mi-2014 apparaît ainsi essentiellement porté par les crédits amortissables (+4,7 % en croissance annuelle à fin 2015, contre -8,0 % pour les encours de prêts renouvelables), tandis que la rénovation du cadre réglementaire devrait garantir une reprise progressive de ce segment de prêts sur des bases saines. Parallèlement, les ménages ont pu bénéficier d'une baisse significative des taux d'intérêt sur les deux dernières années, d'une ampleur supérieure en France en comparaison européenne (4,7 % en France à fin 2015, 5,1 % en zone euro, contre respectivement 5,4 % et 5,5 % à fin 2013), allégeant de fait la charge d'intérêts des emprunteurs. Enfin, les statistiques du surendettement font état d'une amélioration de la situation. En diminution de 2 % en 2014¹⁹, le nombre de dossiers déposés poursuit son recul en 2015 avec une baisse de 6 % du nombre de saisines sur l'année par rapport à 2014 (217 302 dossiers contre 203 935 en 2014).

In fine, malgré un recours accru à l'emprunt en 2015, le niveau de dette des ménages reste soutenable et porté par un public d'emprunteurs ayant, dans l'ensemble, la capacité de faire face à leurs engagements de remboursement.

Dans le même temps, les flux nets de placements financiers des ménages se sont redressés

Parallèlement à la hausse des flux d'emprunts, les flux nets des principaux placements financiers des ménages²⁰ se redressent. Après avoir fortement fléchi au cours des deux dernières années, ils retrouvent à fin 2015 un niveau proche de celui observé avant le décrochage intervenu début 2012 (+96 Md€ en cumul annuel à fin 2015, après +68 Md€ à fin 2014, +51 Md€ à fin 2013, contre autour de +95 Md€ sur 2010-2011 et +120 Md€ avant la crise).

Graphique 15 - Poids des encours douteux dans l'encours des crédits à l'habitat aux ménages



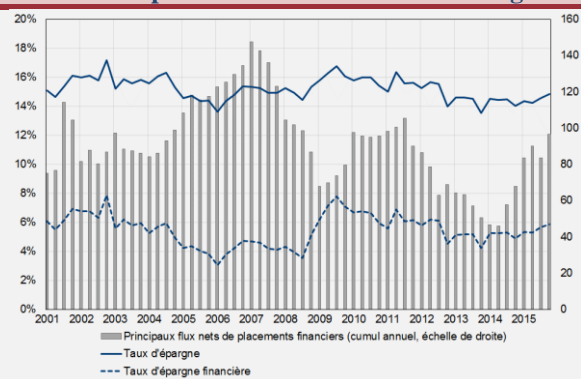
Source : ACPR. Dernier point : 2015.

¹⁷ Les crédits renouvelables représentent 13 % du total des encours de crédits de trésorerie des particuliers à fin 2015, contre 19 % à fin 2009.

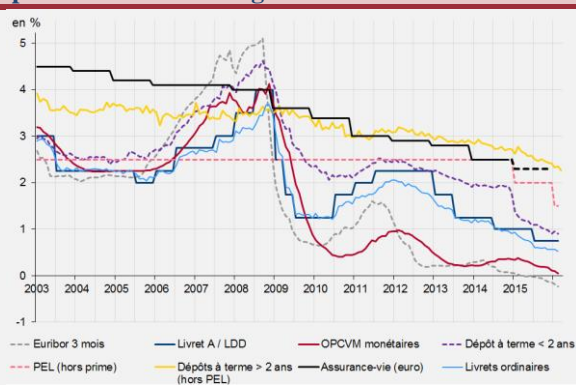
¹⁸ Cf. « Crédit à la consommation : tendances récentes et profil des emprunteurs », J. Coffinet et C. Jadeau, Bulletin de la Banque de France, n°202, Novembre-Décembre 2015.

¹⁹ Les données de l'activité des commissions de surendettement reportent une hausse du nombre de dossiers déposés de 3,5 % en 2014. Cette augmentation tient au changement dans la comptabilisation des dossiers réexaminés, suite à une modification de procédure. A modalités comparables, les dépôts sont en retrait de 2 % par rapport à 2013.

²⁰ Le champ comprend les numéraires et dépôts, les titres hors actions non cotées et autres participations, les actifs de crédit, les droits sur les provisions techniques d'assurance-vie et d'épargne retraite. La catégorie statistique retenue est celle des « Ménages et Institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM) ».

Graphique 16 - Taux d'épargne et principaux flux nets de placements financiers des ménages

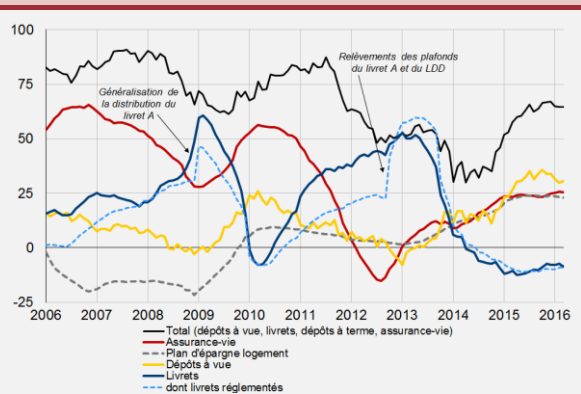
Sources : Banque de France, Insee. Dernier point : 2015T4.

Graphique 17 - Taux créditeurs sur les placements des ménages

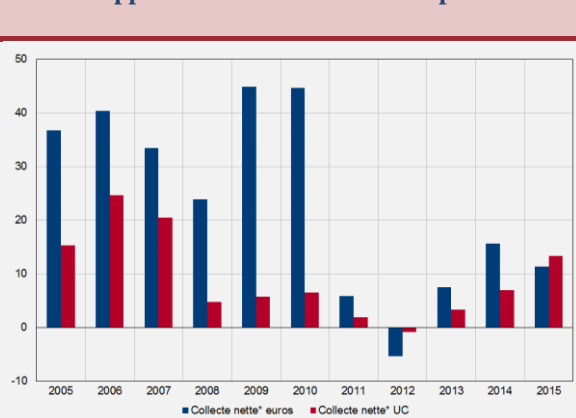
Source : Banque de France. Dernier point : mars 2016.

Face au prolongement de l'environnement de taux bas et aux incertitudes persistantes liées à au contexte macroéconomique et financier, les tendances d'allocation de portefeuille observées en 2014 se sont poursuivies en 2015. Les ménages ont privilégié dans l'ensemble les placements peu risqués et offrant une rémunération nette relativement attractive. Après avoir redémarré l'année passée, les collectes nettes sur les supports en euros des contrats d'assurance-vie et les plans d'épargne logement (PEL) ont maintenu leur dynamisme en 2015, tandis les livrets réglementés ont poursuivi leur recul. Les dépôts à vue ont fortement augmenté, le coût d'opportunité de la détention de tels actifs étant nettement réduit par le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt à court terme. Enfin, si la prudence des épargnants reste marquée, le renforcement des unités de compte (UC) dans les souscriptions nettes d'assurance-vie, dont la proportion dans la collecte nette est passée de 31 % en 2014 à 54 % en 2015 (respectivement de 16 % à 20 % sur la collecte brute), traduit une recherche accrue de rendement de la part d'une partie des épargnants qui, face à l'érosion nominale des rémunérations offertes par les placements traditionnels, s'orientent vers une diversification de leurs actifs et un peu plus de risque. Cette évolution est aussi le reflet d'une réorientation stratégique de la politique commerciale des assureurs vers les UC.

Dans l'ensemble, la situation financière des ménages français reste structurellement solide. L'augmentation des flux nets totaux de placements financiers demeure nettement supérieure à celle enregistrée sur les emprunts bancaires en 2015 et les ménages français conservent un patrimoine net financier ramené au revenu disponible légèrement supérieur à la moyenne de la zone euro (ratio de 2,4 pour la France et de 2,3 pour la zone euro au 4^e trimestre 2015).

Graphique 18 - Flux nets des principaux placements financiers des ménages hors titres, cumul sur 12 mois en Md€

Sources : Banque de France. Dernier point : mars 2016.

Graphique 19 - Collecte nette en assurance-vie sur les supports euros et unités de compte

Source : AFA, calculs HCSF. Dernier point : 2015.

* Cotisations moins prestations.

Évolution du marché immobilier résidentiel

Une phase d'ajustement entre 2012 et 2015

Le marché immobilier résidentiel français a connu, depuis 2012, une phase d'ajustement avec une contraction du volume des opérations et une baisse continue et graduelle des prix (-6,6 % en cumul sur les quatre dernières années). Si cet atterrissage progressif a contribué à résorber les tensions sur les prix immobiliers résidentiels, ces derniers restent à un niveau élevé, tant d'un point de vue historique qu'en comparaison avec nos voisins européens :

- le niveau moyen des prix en €/m² est plus élevé en France que dans les autres principaux pays européens depuis 2005. Fin 2015, il s'établit à environ 2 500 €/m² en France (couvrant une forte hétérogénéité géographique), contre, par exemple, 2 000 €/m² en Italie ou 1 700 €/m² en Allemagne ;
- la hausse des prix a été particulièrement dynamique à la fin des années 1990 et au début des années 2000 en France. Le prix moyen au m² a été multiplié par 2,5 en dix ans entre 1998 et 2008, puis a connu une première correction suivi d'un rebond rapide en 2010. L'ajustement observé sur les prix entre 2012 et 2015 apparaît ainsi modéré en comparaison avec la hausse dans les années 2000, si bien que les prix immobiliers actuels sont presque au même niveau que le pic d'avant-crise et que le ratio entre les prix et les loyers se maintient à un niveau élevé. En Espagne ou en Italie, qui ont aussi connu une forte augmentation des prix immobiliers sur la décennie d'avant-crise (respectivement +105 % et +195 %), les prix immobiliers ont subi une forte correction depuis la crise (respectivement -18 % et -29 %) (graphiques 20 à 23).

Si le niveau des prix immobiliers est élevé comparativement à nos voisins européens, les risques liés au niveau des prix immobiliers résidentiels français restent contenus :

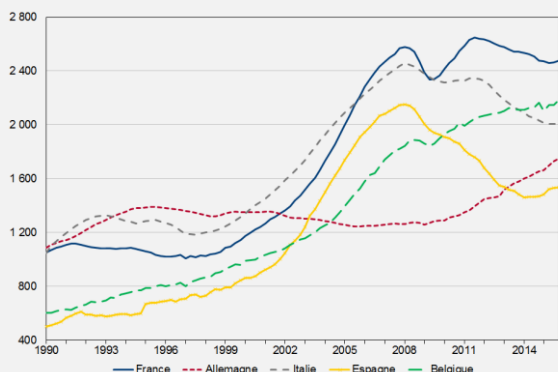
- le marché du crédit à l'habitat français repose sur des pratiques d'octroi de prêt prudentes déterminées par la capacité des ménages emprunteurs à rembourser (cf. *supra*) ;
- les taux d'intérêt des prêts à l'habitat ont sensiblement baissé depuis la crise, jouant à la hausse sur la capacité d'achat des ménages qui s'était érodée avec la hausse des prix avant la crise. À titre illustratif, le taux d'effort d'une acquisition standardisée d'un bien financé par emprunt est actuellement au même niveau qu'à la fin des années 1990 (graphique 24) ;
- s'il a fortement crû au cours des années 2000, le ratio des prix sur les loyers français conserve, selon une approche fondée sur les données en grandeurs explicites, son niveau effectif le plus bas en comparaison européenne en raison du niveau élevé des loyers français (graphiques 22 et 23).

Un redémarrage de l'activité au cours de l'année 2015

L'activité du marché immobilier résidentiel s'est progressivement redressée au cours de l'année 2015. Le nombre de transactions de logements anciens a réaccélééré, retrouvant à fin 2015 un niveau proche de celui observé entre 2000 et 2007 (+15,7 % sur un an – graphique 25) ; l'amélioration s'est également observée sur le marché du neuf avec une progression des ventes de logements neufs aux particuliers (+17,9 % sur l'année 2015 par rapport à 2014 sur le secteur de la promotion). Dans ce contexte de reprise des transactions, les prix des logements anciens ont interrompu leur baisse entamée en 2012 et repartent à la hausse depuis le 3^e trimestre 2015 (même s'ils sont restés en recul sur l'année : -0,4 % en glissement annuel à fin 2015). La récente inflexion observée sur les prix comme sur l'activité, qui s'amplifie au 1^{er} trimestre 2016 (+0,7 % sur les prix des logements anciens, après +0,2 % au 4^e trimestre 2015²¹), semble ainsi marquer la fin de l'ajustement qui était en cours jusqu'au 1^{er} semestre 2015. Ce redémarrage est concomitant avec une réduction des tensions sur les prix, le pouvoir d'achat immobilier du revenu disponible des ménages étant ramené à des niveaux voisins de ceux atteints à la fin des années 1990 (graphique 24).

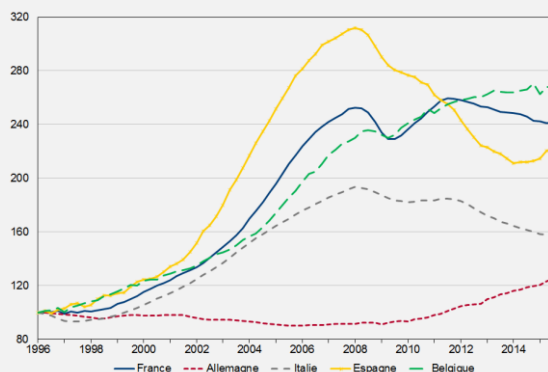
²¹ Données cvs, provisoires. Source : Insee.

Graphique 20 - Prix immobilier résidentiels moyen par pays, en €/m².



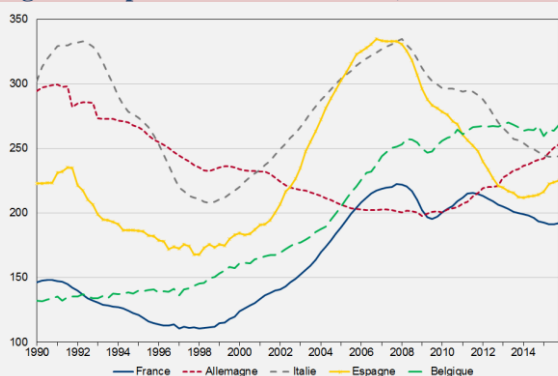
Source : OCDE. Calculs Banque de France.
Dernier point : T4 2015.

Graphique 21 - Prix immobilier résidentiels moyen par pays, base 100 en 1996T1.



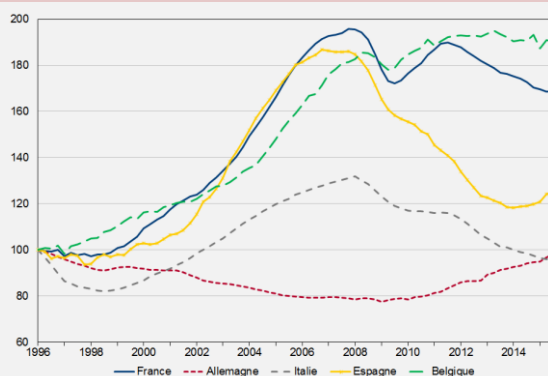
Source : OCDE. Calculs Banque de France.
Dernier point : T4 2015.

Graphique 22 - Ratio « price-to-rent » par pays, en valeur explicite (nombre de loyers mensuels égalant le prix du bien immobilier)



Source : OCDE, calculs Banque de France.
Dernier point : T4 2015.

Graphique 23 - Ratio « price-to-rent » par pays, en indices base 100 en 1996T1



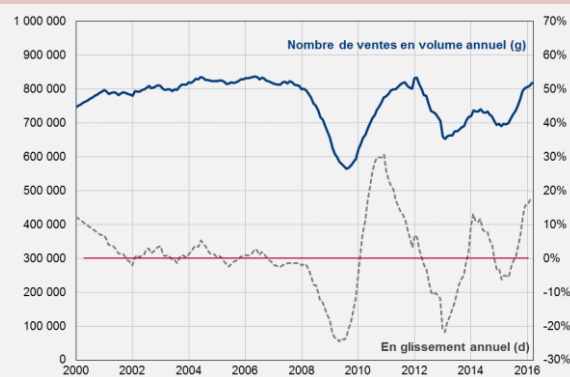
Source : OCDE, calculs Banque de France.
Dernier point : T4 2015.

Graphique 24 - Taux d'effort d'une acquisition standardisée d'un bien financé par emprunt, aux prix et conditions de marché (en % du RDB)



Sources : Banque de France, INSEE, calculs Banque de France, sous l'hypothèse d'un achat d'une surface fixe de 50 m², pour un taux d'apport nul et une maturité constante de 25 ans.
Dernier point : T4 2015.

Graphique 25 - Volume de transactions des logements anciens en France



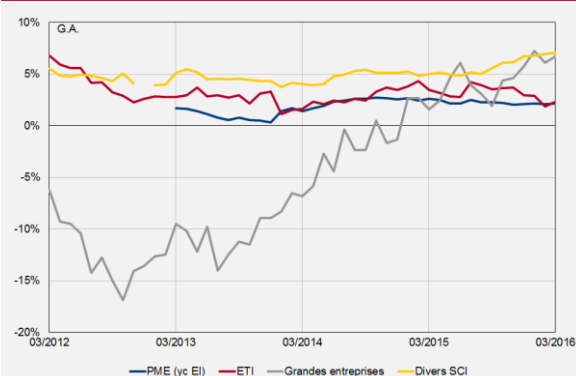
Sources : CGEDD d'après DGFIP et bases notariales.
Dernier point : mars 2016.

B. Entreprises

L'endettement des sociétés non financières s'accroît, dans un contexte de taux inédit

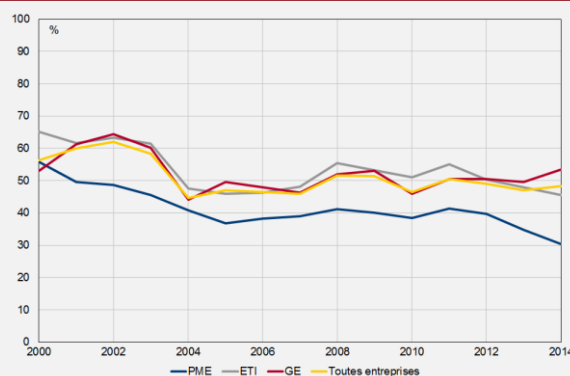
L'amélioration des marges des sociétés non financières (SNF), ainsi que le contexte des taux bas, a permis à celles-ci de s'endetter dans des circonstances favorables. L'encours de dette des SNF a ainsi progressé de +2,5 % en 2014 et +4,5 % pour les PME. Si la dette des entreprises reste dominée par le crédit bancaire, la part des titres de créances est en croissance régulière, une tendance qui s'est poursuivie sur 2014 et 2015 mais qui a vu un léger tassement s'opérer au début 2016.

Graphique 26 - Crédit par catégorie de SNF



Sources : Banque de France. Dernier point : 02/2016.

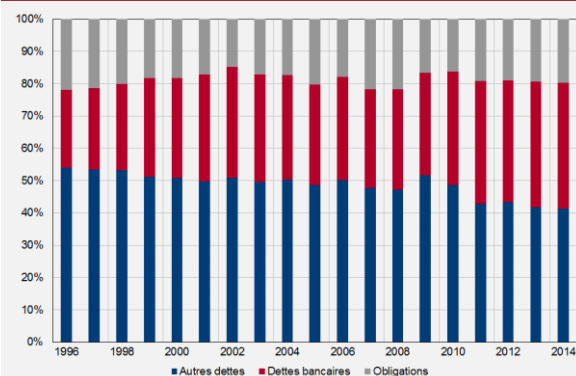
Graphique 27 - Taux d'endettement financier net²²



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2014.

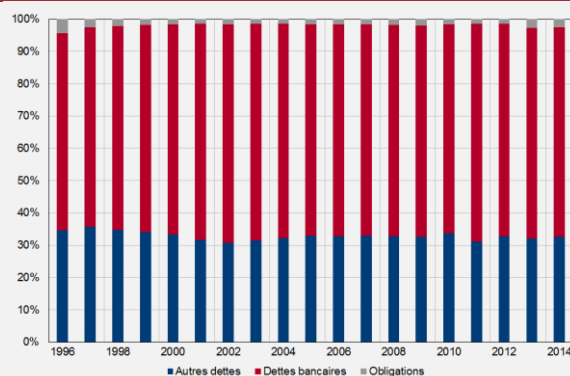
Le taux d'endettement financier net des SNF est légèrement remonté, à 48,3 %, un niveau qui s'inscrit dans la moyenne depuis 2005. Ce chiffre masque toutefois de fortes disparités entre des PME qui accélèrent leur dynamique de désendettement de près de 4 points pour atteindre 30 % avec celle des GE qui voient leur taux d'endettement augmenter pour atteindre 53,5 %, un niveau inédit depuis 2003. Par ailleurs, la disparité au sein de ces catégories de taille est elle-même très prononcée.

Graphique 28 - Évolution de la structure de l'endettement financier des SNF



Sources : Banque de France (Fiben). Dernier point : 2014.

Graphique 29 - Évolution de la structure de l'endettement financier des PME



Source : Banque de France. Dernier point : 2014.

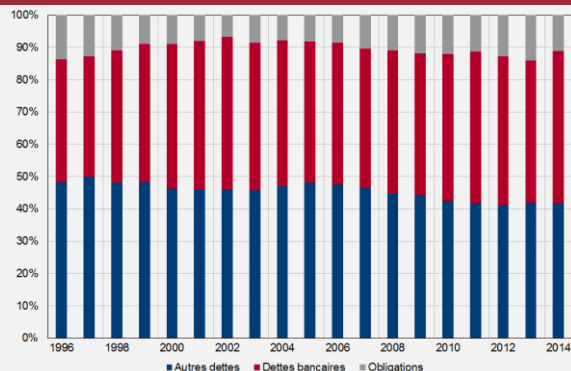
L'évolution de la composition de cet endettement s'est poursuivie en 2014 avec la dynamique de recours accru au financement obligataire des SNF depuis 2008. Sa part représente désormais près de 22 % de la dette totale et près de 40 % de la dette financière, un niveau historiquement élevé. *A contrario*, la part moyenne de la dette bancaire sur la dette totale²³ accentue sa baisse pour atteindre 56 %, un niveau dont la relative faiblesse

²² Endettement financier net / capitaux propres appelés.

²³ Somme de l'endettement financier et de l'endettement commercial.

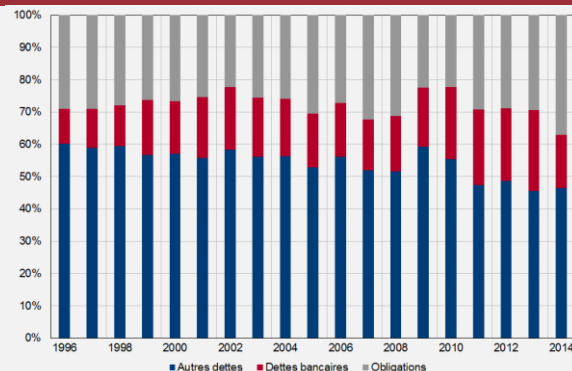
peut se retrouver en 2006. Parmi les différentes catégories d'entreprises, en flux, les ETI ont pour la première fois depuis 2008 davantage eu recours au crédit bancaire qu'au vecteur de financement obligataire (+1,6 point pour atteindre 79 % de la dette financière) tandis que les PME ont eu un recours en hausse sensible au financement obligataire (+1,8 point pour atteindre 4,3 % de leur dette financière).

Graphique 30 - Évolution de la structure de l'endettement financier des ETI



Sources : Banque de France (Fiben). Dernier point : 2014.

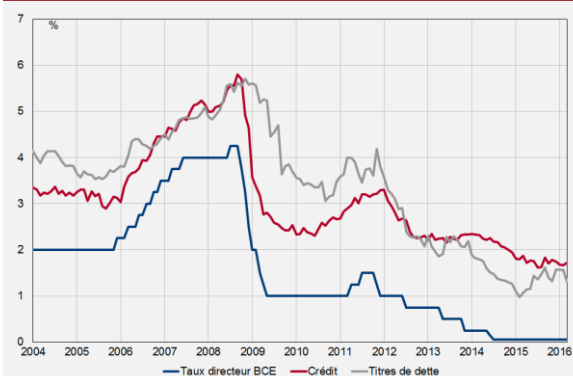
Graphique 31 - Évolution de la structure de l'endettement financier des GE



Source : Banque de France. Dernier point : 2014.

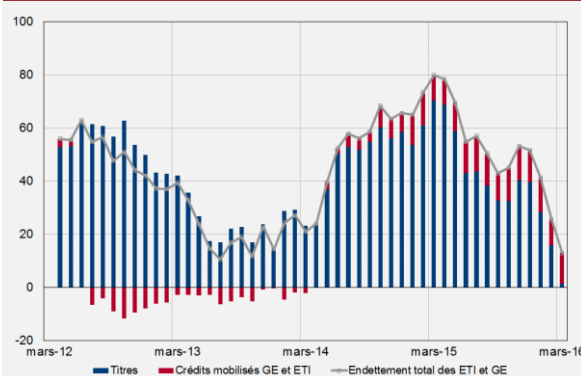
Cette dynamique d'endettement s'inscrit dans un contexte de compression des taux d'intérêt des crédits, qui continuent leur baisse marquée depuis 2014 : alors que le taux moyen des crédits nouveaux pour les SNF était d'environ 2 % à la fin décembre 2014, ce taux s'établissait à 1,72 % en mars 2016. L'ensemble des entreprises semblent bénéficier de ces conditions de financement attractives au regard des enquêtes d'accès au crédit qui font figurer la France parmi les pays où ce dernier est le plus aisé.

Graphique 32 - Taux moyens des nouveaux crédits et des titres émis par les SNF



Sources : Banque de France. Dernier point : 03/2016.

Graphique 33 - Financement des GE et des ETI : flux nets cumulés sur 12 mois (en Md€)



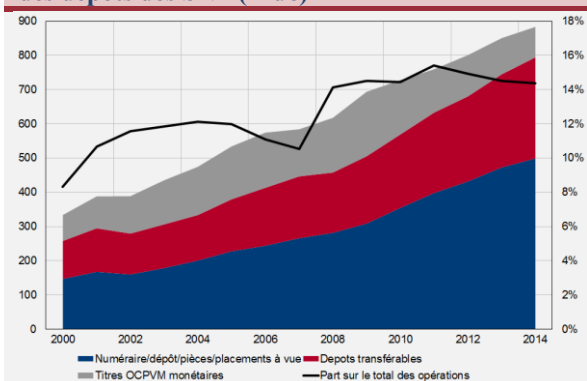
Source : Banque de France. Dernier point : 03/2016

La dynamique des fonds propres des SNF assure une structure financière robuste, à l'exception des grandes entreprises, dont la tendance de hausse des fonds propres ralentit

Le recours à l'emprunt par les SNF est dès lors susceptible d'être motivé par des arbitrages entre sources de financement, dans le contexte des taux bas. Le niveau élevé (et qui s'accélère depuis début 2009) des dépôts à vue des SNF françaises suggère ainsi que les conditions d'emprunt favorables ont pu les inciter à souscrire à des emprunts motivés par l'attrait financier des conditions afférentes plutôt que par la non-disponibilité de sources alternatives de financement au travers de la mobilisation des réserves.

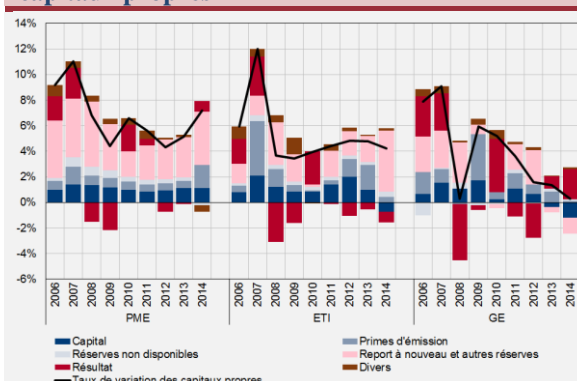
Sur le plan bilanciel, les entreprises ont vu dans leur ensemble leurs capitaux propres progresser de 2,2 % en 2014, avec un dynamisme marqué pour les PME (+7,2 %), une stabilisation à des niveaux élevés pour les ETI (+4,3 %) et une poursuite du ralentissement pour les GE (+0,3 %).

Graphique 34 - Composition des encours bruts des dépôts des SNF (Md€)



Source : Banque de France. Dernier point : 2014.

Graphique 35 - Ventilation de la variation des capitaux propres



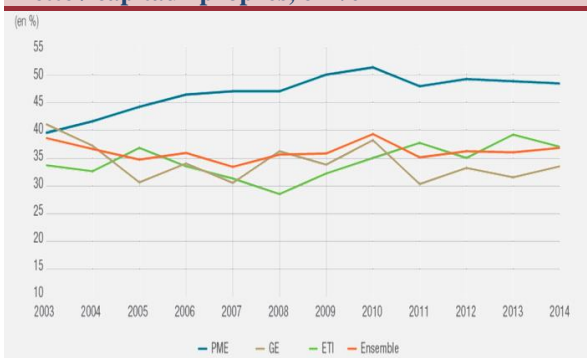
Source : Banque de France (Fibex). Dernier point : 2014.

La trésorerie nette des entreprises progresse légèrement 0,8 % mais reste à un niveau relativement stable depuis 2004 vis-à-vis des capitaux propres (à environ 40 % de ces derniers). Enfin, l'équilibre bilanciel s'établit à un niveau satisfaisant à la fin 2014 avec un ratio de fond de roulement/besoin de fonds de roulement à 501,3 %.

Du fait de cette solidité bilancielle couplé avec un autofinancement qui progresse pour atteindre 16,3 %, la capacité d'autofinancement nette des entreprises continue sa dynamique d'amélioration (+9,6 % en 2014 après +15,9 % en 2013). La capacité d'endettement s'en trouve renforcée à l'exception des GE dont la situation se dégrade.

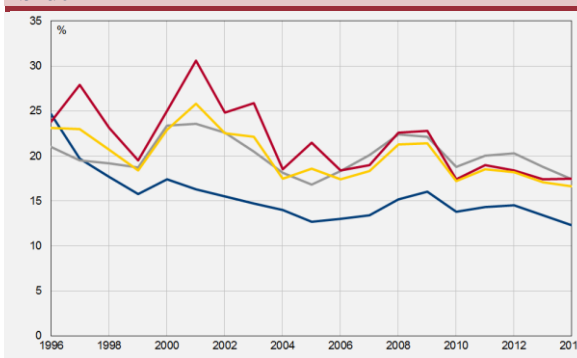
Dans le même temps, la compression des taux permet une stabilisation voire une baisse du service de la dette : le poids des intérêts dans l'EBE reste globalement inchangé malgré la hausse de l'endettement. Cependant, la capacité des SNF françaises à faire face à cet endettement, mesuré par les charges financières rapportées à l'excédent brut d'exploitation varie sensiblement entre entreprises et certaines grandes entreprises présentent un endettement élevé²⁴.

Graphique 36 - Évolution du ratio trésorerie nette / capitaux propres, en %



Sources : Banque de France (Fibex). Dernier point : 2014.

Graphique 37 - Poids des intérêts dans le résultat brut



Source : Banque de France (Fibex). Dernier point : 2014.

Tableau 2 - Charges financières / excédent brut d'exploitation en 2014

(En % du PIB)	Ratio moyen	Médiane	Quartile supérieur	Décile supérieur
PME	13,1	4,8	13,0	26,4
ETI	24,2	8,1	22,2	47,3
GE	42,9	18,4	52,5	90,4

Source : Banque de France

²⁴ Un taux supérieur à 33% est généralement considéré par les analystes financiers comme porteur de risques.

Ch.3 Agents financiers

A. Banques

Le résultat des banques françaises est en hausse, leur permettant de poursuivre l'augmentation de leurs fonds propres

Sur l'ensemble de l'année 2015, les six principaux groupes bancaires français²⁵ affichent un résultat net positif de 23,7 Md€. Ce résultat est en nette hausse par rapport à l'année 2014 (+66 %). Retraité des éléments exceptionnels de 2014 (notamment la sanction de BNP Paribas), le résultat net part du groupe ressort en hausse de l'ordre de 8 %.

En 2015, les revenus de la banque de détail domestique ont été peu dynamiques, sous l'effet de l'environnement de taux bas et l'aplatissement de la courbe des taux d'une part, qui compriment les marges nettes d'intérêt des établissements de crédit, et de la stabilité des commissions d'autre part. De la même manière, les résultats de l'activité de détail internationale, bien qu'en hausse, ont également été sous pression. Soutenus par un effet de change favorable, les revenus de la banque de financement et d'investissement et les financements spécialisés ont augmenté en 2015, mais ont été hétérogènes entre banques. Cependant, malgré une activité porteuse sur le marché des actions, l'activité de banque de financement et d'investissement a nettement ralenti au second semestre 2015 en raison de l'atonie des marchés de taux. Enfin, les résultats de l'activité de gestion d'actifs et d'assurance ont été très dynamiques en 2015, soutenus notamment par une collecte importante dans la gestion d'actifs.

L'actuel environnement de taux bas, voire de taux négatifs, pèse sur la rentabilité des banques, notamment en comprimant la marge nette d'intérêt (voir encadré). Si cet environnement facilite certains ajustements, comme l'adaptation de la structure et l'allongement de la maturité du passif grâce notamment à une collecte plus dynamique des dépôts, la persistance des taux bas peut contribuer à la fragilisation progressive du secteur, dont les effets pourraient se cristalliser à l'occasion d'une remontée des taux.

Comme en 2014, les principales banques françaises ont encore renforcé leur solvabilité au cours de l'année 2015. En amont de l'entrée en vigueur des exigences de capital de Bâle 3, elles satisfont déjà l'exigence de ratio CET1, avec des ratios de solvabilité Bâle 3 *fully loaded* compris entre 10,9 % et 15,8 % fin décembre 2015 (CET1). Cette amélioration de la solvabilité des banques françaises reflète tout d'abord une progression continue de leurs fonds propres, à travers notamment la mise en réserve régulière d'une part importante de leurs résultats, ainsi qu'une progression maîtrisée des risques pondérés. Cette augmentation de leurs fonds propres a également permis aux banques françaises d'afficher à la fin 2015, des ratios de levier supérieurs à 4 %, en hausse par rapport à fin 2014 (entre 4 et 6,2 % pour les six principales banques françaises).

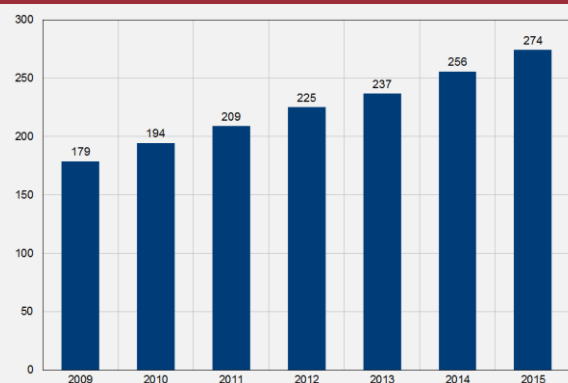
Par ailleurs, les banques françaises ont renforcé leurs fonds propres hors CET1 : en 2015, elles ont réalisé plusieurs émissions d'instruments de fonds propres éligibles, à hauteur de 3,2 Md€ de fonds propres additionnels de catégorie 1 (*Additional Tier 1*) et de 14,9 Md€ de fonds propres de catégorie 2 (*Tier 2*)²⁶.

Le début de l'année 2016 a été marqué par des tensions sur le marché des *contingent convertible bonds* (CoCos – obligations convertibles en actions à des conditions fixées contractuellement). Les banques françaises ont commencé à émettre ce type de dette hybride à partir de 2011, sous l'impulsion de la nouvelle réglementation Bâle 3, puisque ces titres peuvent être inclus dans les fonds propres additionnels de catégorie 1, et en anticipation de la mise en œuvre de la réglementation internationale visant à accroître la capacité totale d'absorption des pertes (*Total loss absorbing capacity* – TLAC) pour les banques systémiques en situation de résolution. Les émissions ont connu un pic en 2014 et un net ralentissement depuis 2015. La politique d'émission est variable selon les groupes bancaires : certains ont cherché à émettre des CoCos très tôt, d'autres sont entrés plus tardivement sur ce marché, et enfin certains n'en ont pas émis. Cependant, le

²⁵ BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale.

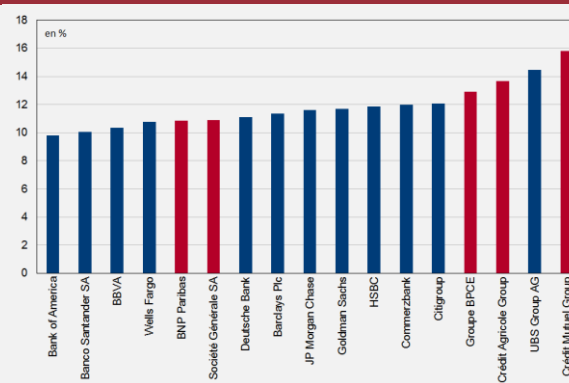
²⁶ Ces émissions ont cependant été en partie absorbées par les 3,4 Md€ de remboursements effectués sur la période.

Graphique 38 - Évolution des fonds propres CET1 des principales banques françaises (en Md€)



Source : SNL Financial, chiffres pour les six principaux groupes bancaires français (BNPP, SG, GCA, GBPCE, GCM, LBP).

Graphique 39 - Ratio de solvabilité fin 2015 (CET1, Bâle 3 complet selon les normes locales)



Sources : publications officielles et communiqués de presse des banques, au 31 décembre 2015.

recours des banques françaises à ce marché reste limité, en particulier par rapport à d'autres systèmes bancaires : les quatre principaux groupes français n'ont émis qu'environ 15 Md€ de CoCos, dont une part significative en dollars.

La rentabilité des banques françaises

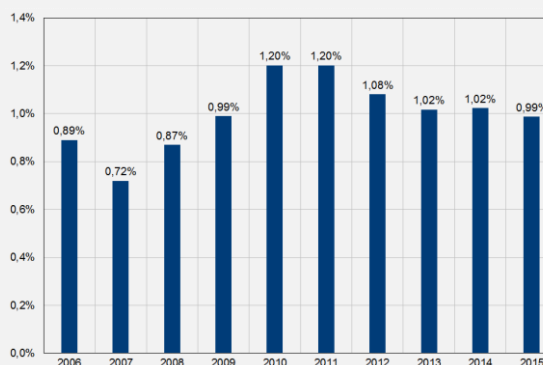
Plusieurs mesures de la rentabilité des banques existent

La rentabilité des banques peut s'apprécier de différentes manières.

La mesure de la marge nette d'intérêt (MNI), c'est-à-dire la différence entre le rendement des prêts à l'actif et le coût de refinancement à leur passif ajusté du coût du risque constitue l'approche la plus immédiate. En France, la MNI rapportée au total de bilan est globalement stable depuis 2013 : rapportée au total de bilan moyen, elle est de 0,99 % fin 2015. La MNI rapportée au PNB est plutôt inférieure pour les banques françaises comparativement aux autres banques européennes. À l'inverse, les commissions représentent une part relativement plus élevée de leur PNB comparativement aux autres banques européennes.

Le rendement moyen des actifs (*Return on Assets*, RoA) prend en compte l'intégralité du compte de résultat, et constitue une mesure plus complète de la rentabilité des banques même s'il dépend fortement du modèle économique choisi et en particulier du fait de conserver ou non les crédits au bilan. S'il a baissé fortement par deux fois pendant la crise, le RoA moyen des banques françaises s'est redressé depuis 2013 autour de 0,25 %-0,35 %²⁷. En moyenne, le rendement moyen des actifs s'établit en 2015 à 0,35 % pour les banques françaises, contre 0,22 % pour les autres banques européennes et 1,0 % pour les quatre grandes banques américaines²⁸.

Graphique 40 - MNI des banques françaises rapportée au total de bilan

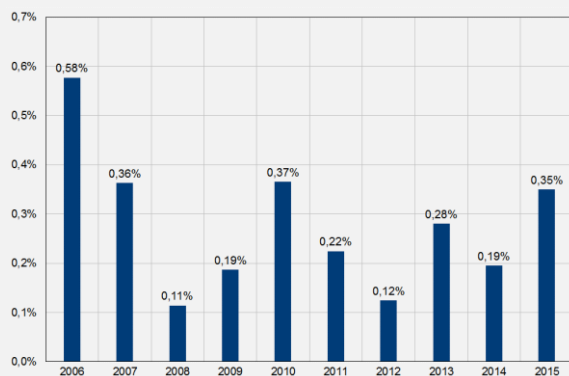


Source : SNL, calculs DG Trésor (BNPP, SG, GCA, GBPCE et LBP).

²⁷ La dégradation de ce ratio en 2014 pour les groupes français est en grande partie liée à des éléments exceptionnels, notamment l'amende réglée par BNPP aux autorités américaines dans le cadre du litige sur les transactions en dollars. À l'inverse, certains facteurs transitoires, comme les revenus liés aux rachats et renégociations de crédits immobiliers, ont contribué à la hausse du ratio en 2015.

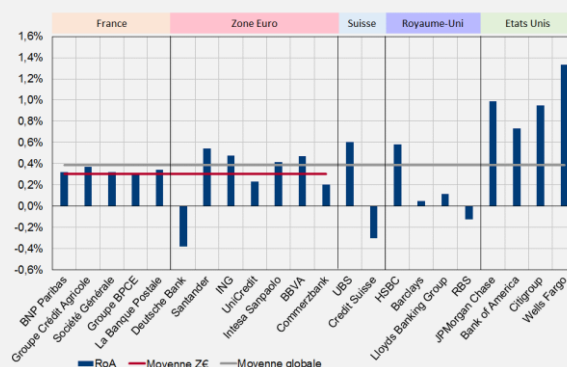
²⁸ La comparabilité des données est biaisée par les différences de normes comptables (IFRS vs US GAAP) et à l'effet des opérations de titrisation dans le domaine immobilier.

Graphique 41 - Rendement moyen des actifs des principales banques françaises (BNPP, SG, GCA, GBPCE et LBP)



Source : SNL, calculs DG Trésor.

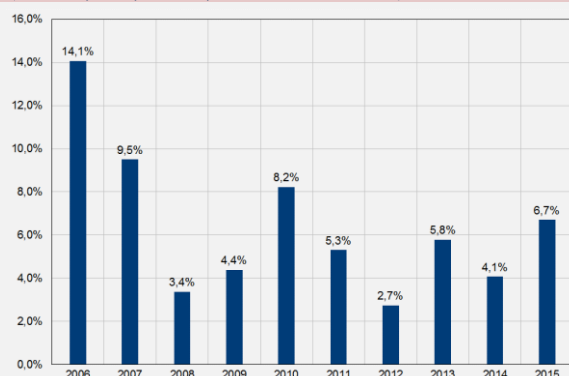
Graphique 42 - Rendement moyen des actifs en 2015 pour un échantillon de banques internationales



Source : SNL, calculs DG Trésor.

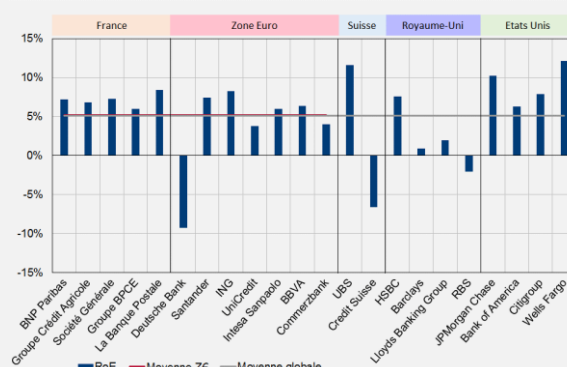
Enfin, la rentabilité peut être mesurée en rapportant le résultat net aux capitaux propres. Le rendement moyen des fonds propres (*Return on Equity*, ou RoE) des banques françaises s'établit à 6,7 % en 2015²⁹, soit à un niveau plus élevé que celui des autres banques européennes (3,7 %), mais largement en deçà des banques américaines (9,1 %).

Graphique 43 - Rendement moyen des fonds propres des principales banques françaises (BNPP, SG, GCA, GBPCE et LBP)



Source : SNL, calculs DG Trésor.

Graphique 44 - Rendement moyen des fonds propres en 2015 pour un échantillon de banques internationales



Source : SNL, calculs DG Trésor.

L'analyse du cours sur actif net (*price-to-book ratio*)³⁰ peut éventuellement suggérer que les marchés anticipent une plus faible rentabilité des banques françaises, et plus généralement des banques européennes, que des banques américaines³¹.

La rentabilité des banques est fortement influencée par l'environnement macrofinancier

Les déterminants principaux de la profitabilité des banques peuvent être classés en trois catégories :

- L'impact de l'environnement macrofinancier : d'un point de vue général, la rentabilité de l'activité bancaire est très sensible à la conjoncture (en période d'expansion, une demande de services bancaires plus importante soutient le revenu d'intérêts et les commissions des banques ; à l'inverse, en période de récession, la détérioration de la qualité des actifs au bilan des banques

²⁹ La progression du RoE en 2015 est en grande partie due aux éléments exceptionnels intervenus en 2014.

³⁰ Le cours sur actif net permet de comparer la valorisation d'une société en valeur de marché à sa valorisation comptable. Un ratio élevé signifie que les investisseurs s'attendent à une hausse future de la valeur de l'actif net. À l'inverse, un ratio faible signifie que le marché pense que les actifs de la société sont trop valorisés dans ses comptes.

³¹ Au 1^{er} juin 2016, le cours sur actif net des principales banques cotées françaises se situe entre 0,4 et 0,6 (BNP Paribas : 0,62 ; Société Générale : 0,49 ; CASA : 0,43), alors qu'il est de l'ordre de 0,6 pour les banques européennes et de l'ordre de 1,0 pour les banques américaines.

pèse sur leur rentabilité). Par ailleurs, l'environnement de taux bas et l'aplatissement de la courbe des taux pèsent actuellement fortement sur les marges de transformation bancaire, principalement par le biais de la marge nette d'intérêt. Enfin, la baisse des taux a conduit à une forte augmentation des rachats de crédits externes ou demandes de renégociations, qui induisent une baisse du taux moyen des crédits à l'actif du bilan des banques. *A contrario*, l'environnement de taux bas peut aussi avoir un impact positif sur les volumes de crédit et améliorer la situation des emprunteurs, donc le coût du risque. Il conduit enfin à une baisse du coût de refinancement pour les banques qui recourent aux financements de marché.

- L'impact de facteurs structurels, notamment le renforcement des exigences prudentielles, la concurrence domestique (entre acteurs bancaires ou avec d'autres types de financeurs non bancaires) et des coûts de fonctionnement encore élevés qui pèsent sur les coefficients d'exploitation, peuvent aussi expliquer la faiblesse de la rentabilité.
- Enfin, des déterminants spécifiques à la banque (c'est-à-dire des déterminants que la direction de la banque peut contrôler) parmi lesquels on peut citer la taille, la politique de gestion du risque, le niveau de capital, la diversification et le modèle économique. Si la littérature existante ne permet pas de conclure concernant le lien entre taille, diversification et profitabilité, les études empiriques ont montré qu'une politique de gestion du risque prudente est fortement liée à une meilleure rentabilité³².

La moindre rentabilité est en partie compensée par la baisse du coût du capital

Le renforcement des exigences prudentielles depuis la crise et l'amélioration des niveaux de solvabilité qui en a découlé ont contribué à l'amélioration de la résilience des banques et se traduisent par une baisse du coût du capital (*Cost of Equity* ou CoE), qui s'interprète comme la rentabilité que requiert un investisseur à une date donnée compte tenu du risque qu'il porte.

Contrairement au rendement des fonds propres, qui est un indicateur mesurant la performance passée, une baisse du coût du capital traduit une baisse de la perception du risque des banques et donc de la rémunération qu'exige un investisseur pour détenir un titre bancaire. Le CoE ne peut pas être directement observé et doit être calculé à partir de prix de marché et d'anticipations de revenus futurs. Un certain degré d'incertitude entoure donc toutes les estimations du coût du capital.

Le CoE des banques françaises, comme celui de leurs concurrentes européennes, aurait sensiblement diminué entre 2012 et 2015, puis aurait commencé à se redresser début 2016 dans un environnement plus volatil en dépit de la diminution des risques liée à l'amélioration des ratios prudentiels. Malgré cela, il reste plus élevé que leur rendement moyen des fonds propres.

Face à ce nouvel environnement, les banques françaises seront amenées à revoir leurs modèles économiques

L'environnement de taux bas est un des facteurs du niveau actuel de rentabilité des banques européennes, mais ce n'est pas le seul : les modifications du cadre réglementaire, les évolutions notamment technologiques (banque en ligne, diversification des modalités de financement des entreprises...), les contraintes prudentielles renforcées pour les activités de marché ou les contraintes de marché (qui poussent à anticiper sur ou à aller plus loin que les exigences prudentielles) constituent également des facteurs de changement. Dès lors, il convient de s'assurer que la situation actuelle de taux bas n'engendre pas de prise de risque accrue.

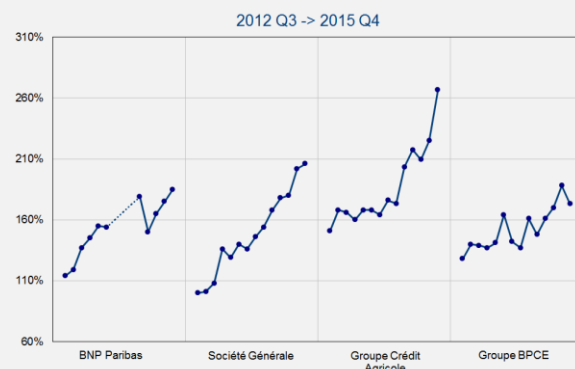
Les banques françaises ont déjà commencé à adapter leur modèle économique avec notamment un recentrage sur les activités traditionnelles et celles pour lesquelles les établissements disposent d'un avantage comparatif vis-à-vis de leur pairs ou d'autres concurrents non bancaires. Par ailleurs, les banques françaises semblent mieux armées que leurs concurrentes européennes pour résister à un environnement de taux bas durable pour plusieurs raisons : (a) les grandes banques françaises tirent comparativement plus de revenus de commissions en pourcentage de leurs revenus que leurs consœurs européennes ce qui diminue leur dépendance au cycle de taux ; (b) leur diversification géographique sur plusieurs marchés et sectorielle (en particulier sur les activités de trading, l'assurance et la gestion d'actifs) leur permet de trouver d'autres relais de croissance.

³² Il convient de distinguer la gestion prudente du risque, qui permet à la banque de prendre certains risques mais de les maîtriser (par exemple *via* la diversification ou la mutualisation), et la moindre prise de risque, qui mène à de moindres rendements.

Les banques françaises ont amélioré leur situation de liquidité

La crise ayant révélé certaines fragilités structurelles du secteur financier français, notamment la dépendance des banques françaises au refinancement de marché à court-terme et en dollars, les banques françaises ont depuis entrepris de limiter leur recours aux marchés *wholesale* de court-terme en dollars, en réduisant la taille de leur bilan (*deleveraging*) via une diminution des activités non stratégiques et en favorisant l'allongement des maturités de leur passif. Elles ont commencé à réduire leur ratio de prêts sur dépôts tout en maintenant une progression des encours de crédit, en intensifiant leurs efforts de collecte de dépôts (notamment auprès des entreprises).

Graphique 45 - Actifs liquides (en % de la dette de court terme)



Sources : publications officielles et communiqués de presse des banques.

Graphique 46 - Ratio prêts sur dépôts de la banque de détail



Source : Banque de France, calculs DG Trésor. Dernier point : février 2015.

Parallèlement, les banques françaises ont accru leur détention d'actifs liquides. Le ratio de liquidité à court-terme (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*), qui a pour objectif de 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 faire face à une situation de stress d'une durée de 30 jours, est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2015. L'exigence minimale est de 70 % depuis le 1^{er} janvier 2016 et évolue annuellement pour atteindre 100 % au 1^{er} janvier 2019. Le LCR des principales banques françaises est en augmentation presque constante depuis 2010 et vérifie d'ores et déjà cette exigence de 100 % (ratio compris entre 110 et 220 %).

Le ratio structurel de liquidité à long terme (*Net Stable Funding Ratio – NSFR*), qui a pour but de réduire le risque de financement sur une période plus longue (1 an) en imposant aux banques de financer leurs activités grâce à des sources suffisamment stables, devrait entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2018 selon le calendrier du Comité de Bâle ; la Commission européenne devrait présenter dans les prochains mois une proposition législative.

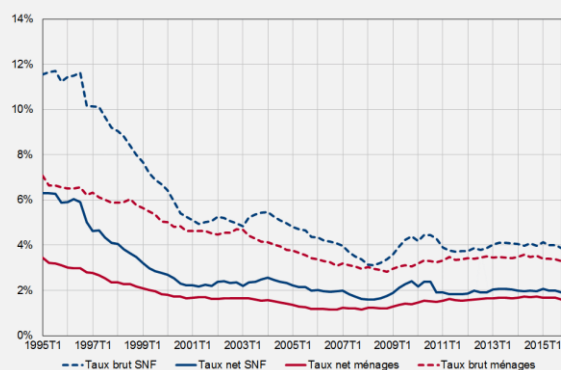
Le bilan des banques françaises reste de bonne qualité

La qualité des actifs bancaires est restée stable en France depuis la crise. Après avoir connu une hausse en 2008-2009, le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux entreprises non financières résidentes s'est stabilisé autour de 2 %. Le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux ménages résidents connaît lui une lente progression tendancielle : fin 2015, il était de 1,6 % après avoir baissé jusqu'à 1,1 % pré-crise. Ce taux d'encours dépréciés est faible en comparaison européenne. L'évaluation complète des actifs conduite par la Banque Centrale Européenne en amont de l'entrée en vigueur du mécanisme de supervision unique avait confirmé l'appréciation positive de la qualité du bilan des banques françaises.

La faiblesse des prix des matières premières devrait perdurer à moyen terme, ce qui fragilise les entreprises du secteur pétrole & gaz. Les grandes banques françaises sont exposées à ce secteur, à hauteur d'environ 75 Md€³³ (exposition grands risques pétrole & gaz) sans qu'à ce stade la qualité de ces expositions ne soulève d'interrogation particulière.

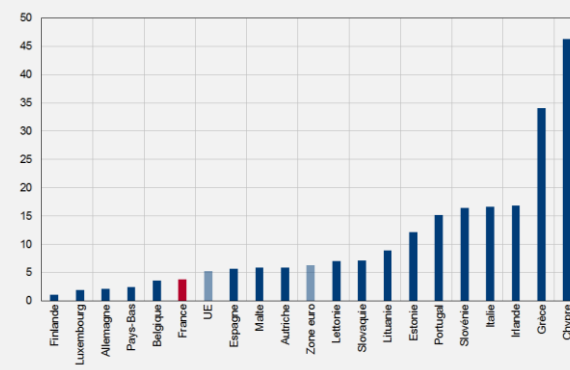
³³ Source ACPR, encours au 30 septembre 2015.

Graphique 47 - Taux bruts et nets de créances douteuses des crédits aux ménages et SNF résidents (en % des crédits)



Source : Banque de France.

Graphique 48 - Taux brut d'encours dépréciés (en % des crédits)



Source : BCE, septembre 2015.

Les évolutions à venir du cadre règlementaire pourraient entraîner de nouvelles évolutions

Le cadre prudentiel applicable aux banques, substantiellement modifié depuis la crise pour renforcer leur solidité, continuera à faire l'objet d'adaptations lors des prochains mois ou années. À court terme les banques doivent se conformer à l'entrée en vigueur progressive des dernières dispositions prévues par Bâle 3 (ratios de levier et de liquidité de long terme) et au renforcement des régimes de résolution. À moyen terme, la revue par le comité de Bâle des exigences associées au risque opérationnel et au risque de marché, de la méthode standard de calcul des pondérations pour risque de crédit et l'introduction de planchers pour le calcul des exigences en méthode interne seraient susceptibles de conduire à une hausse des exigences en fonds propres pour certaines banques en fonction des calibrations retenues.

Enfin, les banques vont être soumises à de nouveaux dispositifs visant à consolider leur capacité d'absorption des pertes et de recapitalisation. En application du standard du Conseil de stabilité financière (*Total loss absorbing capacity – TLAC*), les instruments de passif disponibles pour absorber les pertes et recapitaliser les banques d'importance systémique devront représenter au moins 18 % de leurs actifs pondérés par les risques (RWA) totaux, ou 6,75 % de l'exposition en levier si elle est supérieure à l'exigence exprimée en RWA à compter du 1^{er} janvier 2022. Une étape intermédiaire est prévue : l'exigence s'élèvera à respectivement 16 % des RWA et 6 % de l'exposition levier en 2019. Cette réglementation doit être déclinée dans le cadre européen dans les mois à venir. Par ailleurs, tous les groupes bancaires de l'Union Européenne devront posséder un montant minimum de fonds propres et de dettes éligibles (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities – MREL*). Le montant du MREL et sa composition doivent être fixés individuellement par les autorités de résolution dans les prochains mois, et entrera en vigueur progressivement.

B. Entreprises d'assurance

Une collecte qui reste robuste

Le chiffre d'affaires du secteur a poursuivi sa croissance (+3,9 %) pour s'établir à 208 Md€. Le montant des prestations, sinistres et rachats a cependant légèrement progressé pour s'établir à 162 Md€ (+2 %).

Comme l'année dernière, l'assurance de personnes a substantiellement contribué à la croissance des primes (+4,7 % à 156 Md€). Cette hausse reste tirée par l'assurance-vie et le marché de la capitalisation, avec des cotisations totales à hauteur de 135 Md€ en 2015 (+4,9 %) dont la dynamique a été portée par les unités de compte (+35 % à 27 Md€ tandis que les cotisations pour les fonds euros ont atteint 108 Md€). Avec des prestations, rachats et sinistres en légère augmentation (+4,1 % à 111 Md€), la collecte nette en assurance vie poursuit son redressement et atteint 24,6 Md€ avec une part de 54 % pour les unités de compte. S'agissant des activités santé et accidents, la collecte nette est restée positive (5 Md€) malgré des prestations, rachats et sinistres plus dynamiques que la collecte de primes brutes (+3,1 % et +5,1 % respectivement).

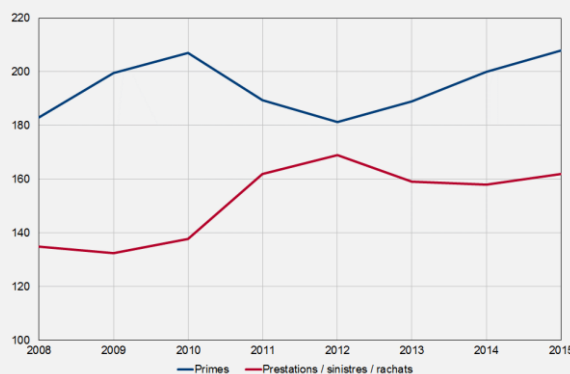
L'assurance de biens et de responsabilité maintient son rythme de progression avec un chiffre d'affaires affichant un taux de croissance inchangé par rapport à 2014 (+1,5 % à 52 Md€). Cette hausse des primes brutes a été portée par les assureurs de particuliers, notamment dans l'automobile (+1,5 %) et le multirisque habitation (+3,5 %). Les charges de sinistres reculent légèrement en 2015 pour s'établir 35,4 Md€ (-3,5 %). Les indemnités associées à des événements naturels se sont situées sur leur moyenne de long terme après une année 2014 particulièrement sinistrée (-32 % à 1,5 Md€).

S'agissant de leurs placements, les sociétés d'assurance ont vu leurs portefeuilles d'actifs croître faiblement en valeur de marché (+2 %) sous l'effet de plus-values latentes en nette baisse (-8 %) par rapport à l'année précédente. Une partie de cette chute peut être attribuée aux évolutions adverses sur les marchés obligataires (surtout *corporate*). L'assise des organismes français en termes de solvabilité (référentiel Solvabilité 2 – voir ci-dessous) était globalement solide fin 2014 avec un taux de couverture global médian du SCR à 260 %³⁴.

L'entrée en vigueur de Solvabilité 2

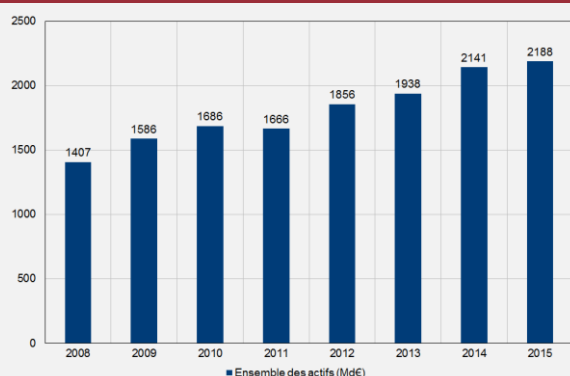
L'année 2015 a constitué la dernière ligne droite avant l'entrée en vigueur de Solvabilité 2 dans l'UE en janvier dernier, marquant ainsi une étape majeure dans la modernisation et l'harmonisation de la régulation du secteur assurantiel en Europe. Le nouveau cadre prudentiel se fonde sur une approche basée sur l'évaluation des risques supportés par les assureurs et repose sur une valorisation du bilan des assureurs au prix de marché. Solvabilité 2 a pour objectif principal de garantir une protection adéquate des assurés et bénéficiaires, mais contient également un objectif de stabilité financière. Ainsi, la nouvelle réglementation intègre des mesures visant à prendre en compte les effets procycliques incarnées notamment par les mesures

Graphique 49 - Primes et prestations versées par les sociétés d'assurance (affaires directes, Md€)



Source : AFA.

Graphique 50 - Placements des assureurs (Md€)



Source : AFA (encours en valeur de marché).

³⁴ ACPR, Analyses et Synthèses n°56 « Analyse de l'exercice 2015 de préparation à Solvabilité II »

du paquet « branches longues ». Ces mesures à visée macroprudentielle sont cependant moins complètes que celles disponibles dans le cadre bancaire (cf. absence de coussins de capital contracyclique).

La mise en œuvre de Solvabilité 2 a représenté un défi important à relever. Son entrée en vigueur a ainsi été précédée d'une série d'exercices de préparation conduits par l'ACPR au cours des trois dernières années. Le dernier, réalisé en 2015 et couvrant la quasi-totalité du marché français, a compris un ensemble d'états quantitatifs de reporting et un rapport d'évaluation interne des risques et de la solvabilité (*Own Risk and Solvency Assessment* ou ORSA). L'opération a permis de brosser une image du secteur dans le nouveau référentiel avant son entrée en vigueur et de faire un point sur le niveau des pratiques des organismes s'agissant de l'ORSA. Des difficultés ont aussi été identifiées, notamment par rapport à l'environnement de taux bas (cf. encadré).

L'environnement de taux bas constitue une source de fragilisation systémique pour le secteur de l'assurance

Le secteur de l'assurance est exposé au risque systémique davantage qu'il n'en est à l'origine. Il peut toutefois contribuer à amplifier certains chocs (en raison, par exemple, de comportements similaires de vente d'actifs de la part des assureurs soumis à un choc commun) voire à les faire émerger (par exemple, en cas de rachats des assurés provoquant des ventes d'actifs en moins-values latentes). Ainsi, l'environnement actuel de taux bas place l'ensemble des assureurs face aux mêmes risques :

- le maintien durable d'une situation de taux très bas peut peser à terme sur la solvabilité de l'ensemble du marché de l'assurance ;
- une brusque remontée des taux peut les exposer à un risque d'exigibilité des passifs dans un contexte de dévalorisation de leurs actifs à taux fixes.

Ce contexte d'exposition de l'ensemble du secteur à ces risques constitue un point de vigilance pour la DG Trésor, l'ACPR et le HCSF. Il plaide pour la possibilité d'adopter des mesures de nature macroprudentielle, en cohérence avec Solvabilité 2, en complément des mesures conservatoires de l'ACPR à un niveau individuel. Des mesures de nature « contracyclique » permettraient de promouvoir une approche prudente et davantage inscrite sur le moyen terme de la distribution de rendements aux assurés ainsi que celles de dividendes en pilotant cette distribution en fonction des phases du cycle macrofinancier.

Dans cette optique, un amendement au projet de loi sur la transparence, la lutte contre la corruption, et la modernisation de la vie économique, adopté par l'Assemblée nationale, complète les instruments à la disposition du HCSF pour faire face aux risques systémiques provenant de l'assurance. Il vise à permettre au HCSF de moduler les règles de dotation et de reprise de la provision pour participation aux bénéficiaires. Il permettra également au HCSF de prendre à titre conservatoire plusieurs mesures macroprudentielles préventives lorsque cela est nécessaire pour préserver la stabilité du système financier ou prévenir des risques menaçant gravement la situation financière des organismes d'assurance ou d'une partie significative d'entre eux (à savoir au moins un organisme systémique, ou plusieurs organismes détenant une part significative du marché concerné).

Les assureurs face à l'environnement de taux bas

Depuis la fin de l'année 2014, les taux d'intérêt ont continué leur baisse, s'ancrant ainsi durablement dans le paysage européen. Leur maintien prolongé pourrait progressivement constituer un défi substantiel pour les assureurs vie français, d'autant plus que l'impact des taux bas n'est aujourd'hui que partiellement reflété dans le référentiel prudentiel Solvabilité 2 grâce au paramétrage encore avantageux de la courbe des taux d'actualisation³⁵.

Des exercices de stress tests pour évaluer les vulnérabilités du secteur

Les stress tests européens menés par l'EIOPA en 2014 ont été une première occasion pour tester la vulnérabilité des assureurs face à ce contexte macrofinancier. Dans un scénario qualifié « à la japonaise », l'exercice avait montré la solidité du secteur français. Cependant, le niveau des taux s'est substantiellement dégradé par rapport à celui choisi à l'époque. Dans une logique légèrement différente, l'exercice de préparation à Solvabilité 2 conduit par l'ACPR³⁶ en 2015 (sur des données à fin 2014) a constitué une deuxième opportunité pour évaluer dans le cadre de l'ORSA le degré de préparation des organismes face à l'environnement de taux bas. Ces derniers ont dû ainsi examiner l'évolution à moyen terme de leur solvabilité, l'équilibre de leur situation financière et le respect de leurs engagements suivant trois scénarios de taux :

- Scénario de référence : maintien des taux à leurs niveaux de fin 2014 jusqu'en 2019 et absence de perte sur le marché actions.
- Scénario A : maintien des taux jusqu'en 2019 au niveau le plus bas atteint fin mars 2015, baisse des prix immobiliers et sur le marché actions ;
- Scénario B : scénario A pendant 3 ans puis, en 2018, hausse brutale des taux d'intérêt et fin de la baisse des prix d'actions.

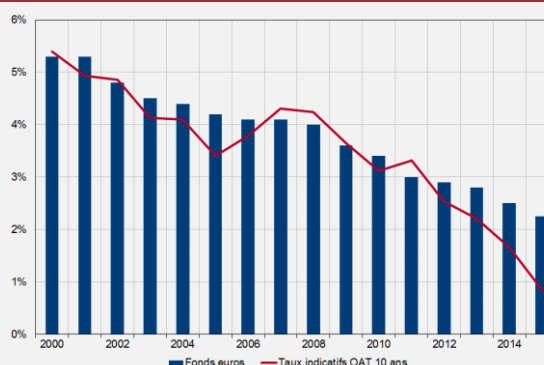
La solvabilité du marché de l'assurance-vie (86 % du marché) a pu être étudiée par l'ACPR. En cas de maintien de taux bas et d'absence de perte de rendement des actions (scénario de référence), les organismes ont déclaré une baisse régulière, mais modérée de leur solvabilité, dont la médiane reste largement au-dessus de 100 %.

Dans un scénario de taux durablement bas (scénario A), la baisse des taux de couverture est plus marquée et quasi générale : la médiane se rapproche du plancher de 100 % tout en lui restant encore supérieure. Dans le scénario B de remontée brutale des taux d'intérêt et d'inflation, les résultats ont mis en évidence le caractère critique pour la solvabilité des assureurs concernés de certains facteurs, notamment la politique de revalorisation, les comportements de rachat et leurs interactions.

Des conséquences des deux côtés du bilan

Les sociétés d'assurance doivent affronter le contexte actuel des deux côtés de leur bilan. Du point de vue du passif, les organismes français se fondent sur le rendement d'un univers large d'actifs financiers (dont les obligations souveraines françaises) dans la revalorisation de leurs contrats. Alors que les assureurs français ont, depuis le plafonnement légal des taux techniques introduit en 1993, fixé dans les contrats commercialisés des taux techniques en deçà du taux maximum autorisé par la loi (le montant total des contrats individuels associés à un taux strictement nul représentant ainsi 75 % des encours), les taux de revalorisation restent soutenus par la participation aux bénéfices. Pour l'année 2015, les taux servis aux assurés ont légèrement diminué (-0,27 pt). En parallèle, le taux moyen de

Graphique 51 - Rendements moyens de l'assurance vie pour les fonds en euros et des titres souverains français



Sources : Banque de France et AFA.

³⁵ La courbe est construite à partir d'un taux *forward* à l'ultime qui est de 4,2 % quand le TEC 30 ans de l'Etat français était de 2,05 % à fin 2015.

³⁶ ACPR, Analyses et Synthèses n°56 « Analyse de l'exercice 2015 de préparation à Solvabilité II »

l'OAT à 10 ans a subi une baisse plus prononcée (-0,81 pt)³⁷, même si le taux de l'OAT de fin d'année est pratiquement inchangé entre 2014 et 2015.

Cependant, les portefeuilles de contrats ont poursuivi leur mutation : la part de la collecte en unités de compte a encore progressé (54 % de la collecte nette en 2015 contre 31 % en 2014). Dans les circonstances actuelles, ces contrats, qui transfèrent l'essentiel du risque de placement sur les assurés, offrent aux souscripteurs des perspectives de rendement plus élevés que les contrats en euros. Les placements investis en représentation d'UC sont en effet plus diversifiés, et incluent une plus grande part d'actions et une part obligataire moindre. Ce dynamisme du volume d'affaires dans les unités de compte reflète une orientation stratégique plus globale des acteurs vers des activités assurantielles à plus forte marge combinée à des efforts plus marqués sur l'optimisation des coûts.

S'agissant des portefeuilles d'actifs, dans un environnement de taux bas, et dans un contexte de forte concurrence, les assureurs pourraient être tentés d'investir dans des actifs plus risqués ou moins liquides offrant des primes de rendement (infrastructure, dette *corporate* privée etc.) afin d'augmenter les rendements pour servir des taux plus élevés à leurs clients. L'analyse des placements des assureurs montre à ce jour une quasi-stabilité des comportements de placement. En 2015, l'exposition aux placements souverains et aux obligations bancaires des douze principaux assureurs-vie a diminué (-0,6 point sur une année glissante à fin décembre 2015) au profit des autres obligations et titres assimilés (+1,6 point) des entreprises non financières³⁸.

Les vulnérabilités et lacunes identifiées militent ainsi pour un suivi actif du secteur et de ses marges de manœuvre (notamment le niveau de rendement des portefeuilles d'actifs par rapport à celui de leurs engagements) de la part des autorités. L'environnement actuel de taux bas, quasi-similaire à l'un de ceux envisagés par l'ACPR lors de son exercice de préparation à Solvabilité 2, doit ainsi inviter les organismes à accroître leurs efforts pour s'adapter au contexte macroéconomique et financier tout en cherchant une meilleure maîtrise des risques.

³⁷ Il s'agit de la moyenne annuelle de l'OAT 10 ans sur données journalières.

³⁸ ACPR, Analyses et Synthèses n°60 : Suivi de la collecte et des placements des 12 principaux assureurs-vie à fin décembre 2015

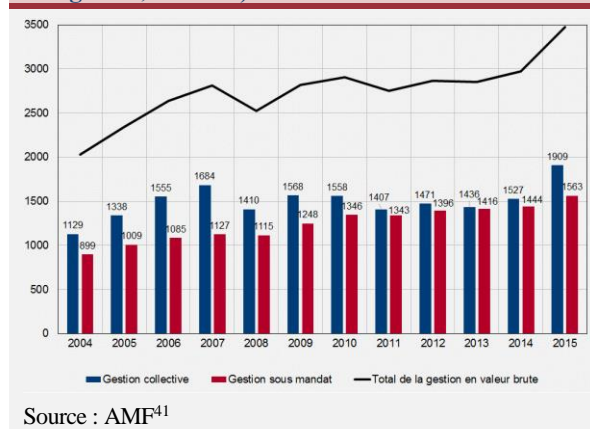
C. Gestion d'actifs

Les encours progressent mais les créations de sociétés de gestion se normalisent

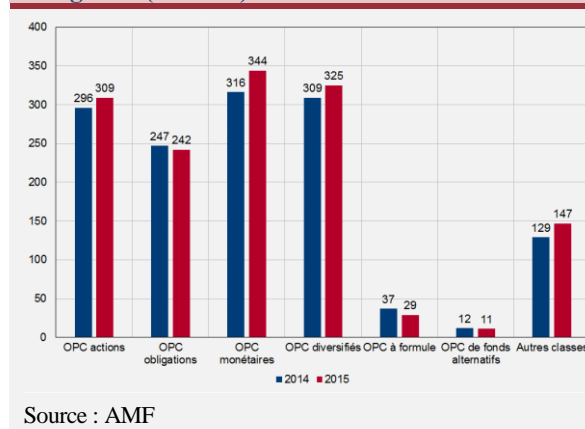
Les encours totaux sous gestion ont progressé en 2015. Alors que les actifs gérés par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) françaises avaient stagné depuis 2012, ceux-ci ont opéré une très forte progression pour atteindre 3 472 Md€ fin 2015 (fonds de droit français et étranger).

L'encours d'actif brut (hors titrisation) des organismes de placement collectif (OPC) de droit français relevant des directives OPCVM³⁹ et AIFM⁴⁰, c'est-à-dire les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds d'investissement alternatifs (FIA), a progressé de 4,6 % pour atteindre 1 407 Md€ fin 2015. Cette croissance est principalement générée par les OPC qui affichent une hausse de 6,4% contre 2,6% pour les FIA.

Graphique 52 - Évolution des actifs bruts gérés par les SGP françaises (en direct ou par délégation, en Md€)



Graphique 53 - Évolution des encours des OPC français entre 2014 et 2015 répartis par catégories (en Md€)



Si l'encours total des OPC français a augmenté en 2015, cette évolution masque des hétérogénéités entre familles de fonds. Alors que les encours des OPC actions et obligations ont globalement stagné (respectivement +1,7 %, atteignant 308 Md€, et -1,6 %, atteignant 242 Md€), les fonds monétaires ont bénéficié d'une forte croissance (+ 8,5 % soit une hausse des encours de 27 Md€) pour atteindre 343 Md€. À l'opposé, les OPC à formule et de fonds alternatifs ont quant à eux accusé une baisse de 18,4 % de leurs encours, qui plafonnent désormais à 40 Md€.

La croissance du nombre de sociétés actives dans l'industrie de la gestion d'actifs a retrouvé un rythme normal en 2015, après deux années marquées par l'élargissement du périmètre des acteurs soumis au contrôle de l'AMF induit par la transposition de la directive AIFM en 2013. En conséquence, le rythme de création brute de sociétés de gestion de portefeuille (SGP) a diminué (31 agréments délivrés en 2015 contre 48 en 2014 et 39 en 2013). En 2015, les retraits d'agrément ont également augmenté par rapport à l'année précédente (38 retraits en 2015 contre 27 en 2014) principalement du fait de cessations d'activité et de la consolidation du secteur. Au total, alors que le nombre de SGP actives avait progressé chaque année depuis 2008, il est en légère baisse en 2015 : 627 SGP étaient en activité en France fin 2015 contre 634 à la fin 2014.

Enjeux liés à l'environnement de taux bas pour la gestion d'actif

Le contexte actuel de marché (prolongement d'un environnement de taux bas voire négatifs ; épisodes de tension dans la volatilité et la liquidité de certaines classes d'actifs...) représente un environnement macrofinancier inédit pour les gestionnaires d'actifs dont certains peuvent en conséquence souhaiter initier des stratégies de recherche de rendement à travers des actifs caractérisés par leur prime d'illiquidité ou en allongeant la maturité de leurs actifs. Si ces évolutions restent maîtrisées, elles appellent une vigilance plus

³⁹ Directive Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (aussi appelée UCITS)

⁴⁰ Directive *Alternative Investment Fund Manager* : elle encadre les gestionnaires de fonds et non les OPC.

⁴¹ Premières estimations. La collecte des données étant en cours, ces données pourront faire l'objet d'un ajustement

particulière sur les OPC dits « ouverts » qui permettent le rachat de leurs parts ou actions à la demande des investisseurs. La transformation de liquidité et de maturité qu'ils effectuent pourrait constituer un facteur de fragilité dans un contexte de liquidité dégradée sur certains marchés, ouvrant la voie à de potentielles conséquences en chaîne sur le secteur financier. Le Conseil de stabilité financière (FSB) et les superviseurs internationaux (OICV) sont en train d'examiner ces questions dans le contexte de leurs réflexions sur les vulnérabilités du secteur de la gestion d'actifs.

Sans nécessairement constituer une source de risque pour les gestionnaires eux-mêmes, qui agissent pour le compte de leurs clients, la structure des fonds ouverts peut générer un risque de liquidité accru pour les investisseurs, c'est-à-dire un risque qu'une position dans le portefeuille ne puisse être cédée ou liquidée pour un coût limité et dans un délai suffisamment court pour faire face à une demande de rachat. En cas de matérialisation de ce risque face à des demandes importantes de rachat, un fonds peut être contraint de vendre ses actifs à perte : ces cessions d'actifs sont alors opérées à de conditions dégradées, au détriment des porteurs restant dans le fonds. Ces cessions et ces pertes peuvent elles-mêmes entraîner des conséquences pour le reste du système.

Les autorités internationales s'attachent donc à examiner et évaluer les outils disponibles, dont les plafonnements de rachats (« *gates* »), permettant de prévenir et limiter les conséquences d'une vague de rachat dans un fonds. La possibilité de plafonner les rachats permettrait d'étaler dans le temps tant les rachats que les cessions d'actifs, dans l'intérêt des porteurs et de limiter les phénomènes de prime au premier sortant. C'est dans ce contexte que la France envisage une généralisation de la possibilité pour les OPC de prévoir dans leur règlement ou statuts un plafonnement des rachats. Ces travaux auront lieu au cours de l'année 2016, et devraient s'accompagner d'autres travaux menés sur les stress-tests ou les autres outils de gestion du risque de liquidité disponibles.

Les OPC monétaires dans un environnement de taux bas

L'année 2015 a été caractérisée par l'extension de l'environnement de taux bas dans la zone euro, un phénomène qui a affecté les marchés de taux monétaires. Ces derniers ont atteint des territoires négatifs à l'instar de l'EURIBOR qui affichait un rendement négatif à 6 mois à la fin 2015 contre 1 mois à la fin 2014. La maturité à 9 mois de cet indice essentiel des produits monétaires est lui-même entré dans cette catégorie durant le premier trimestre 2016. À ce titre, les OPC monétaires, réceptacle privilégié des investissements de trésorerie des agents financiers et non-financiers, font face au défi de leur attractivité et y répondent à travers des modifications de leurs allocations d'investissements.

Dans la limite des contraintes imposées par la réglementation applicable, l'allocation d'actifs des OPC monétaires intègre davantage de risque, ce qui leur permet d'offrir des solutions de placements aux rendements supérieurs aux taux monétaires...

L'environnement de taux bas pèse sur le rendement des OPC monétaires et les a conduits à intégrer davantage de risque dans leur bilan, en augmentant la duration ou le risque de crédit de leurs nouveaux actifs⁴². À ce titre, on observe à l'actif des OPC monétaires⁴³ :

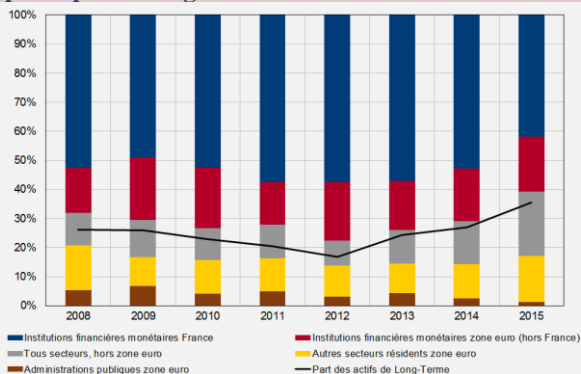
- une croissance sensible depuis 2012 de la part des actifs de long-terme (principalement des titres de créances) qui est passé de 20 % à 36 % à la fin 2015, avec une hausse de 9 points de cette part sur le seul dernier exercice qui résulte du renforcement de leurs acquisitions de titres de créance à long terme (+33 Md€ après +8 Md€ en 2014) et de la cession des titres de créance à court terme (-14 Md€ après -25 Md€ en 2014) ;
- la baisse régulière de la part des établissements financiers français depuis 2012 (-11 points), ainsi que de celle des administrations publiques de la zone euro (-4 points). À l'inverse, les placements hors zone euro ont doublé depuis 2008, passant de 11 % à 22 % en 2015.

⁴² La réglementation contraint les fonds monétaires à ne toutefois pas dépasser une maturité résiduelle pour chaque titre en portefeuille de 2 ans (pour les fonds monétaires standards) et de 397 jours (fonds monétaires à court terme), et la moyenne pondérée des maturités des titres détenus ne peut être supérieure à 12 mois (et même 6 mois pour la maturité des instruments à taux variables). Ces seuils sont respectivement de 120 et 60 jours pour les fonds monétaires à court terme.

⁴³ Ces calculs n'intègrent pas à l'actif la détention de titres d'autres OPC monétaires ni la catégorie Autres OPC.

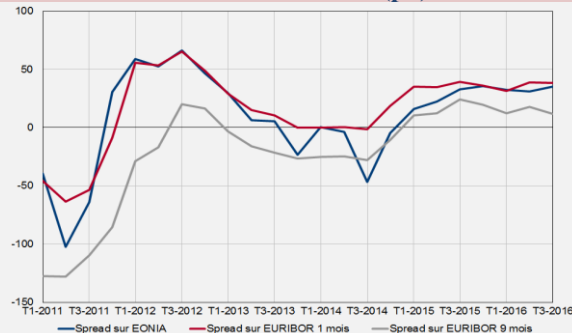
Ces allocations d'actifs permettent ainsi aux OPC monétaires de servir un *spread*, compris entre 20 pb et 40 pb selon les maturités, par rapport aux produits de placements indexés sur les taux EURIBOR, ce qui contribue à leur attractivité pour les investisseurs qui y voient un substitut aux dépôts bancaires à la rémunération souvent indexée sur l'EONIA qui est installé en territoire négatif.

Graphique 54 - Composition de l'actif des principales catégories d'OPC monétaires



Source : Banque de France.

Graphique 55 - Spread d'OPC monétaire face à une sélection de taux monétaires (pb)

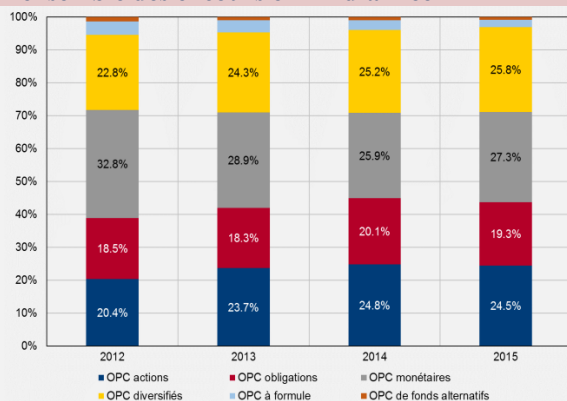


Source : Banque de France.

... et d'attirer des investisseurs en quête de rendements pour des placements liquides dans un environnement de taux monétaires négatifs

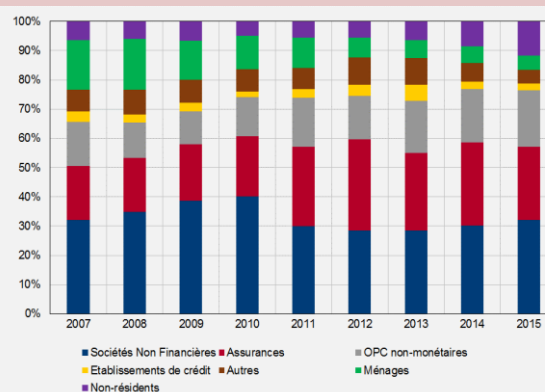
Les rendements d'OPC monétaires qui ont atteint 0,18 % en 2015 ont ainsi engendré des flux d'investisseurs. Les OPC monétaires ont en effet bénéficié sur l'année, et pour la première fois depuis 2012, d'un flux net positif de capitaux, d'un montant de 22,6 Md€. Leur part dans le total des encours des OPC qui était passée de 32,8 % à 25,9 % entre 2012 et 2014 rebondit ainsi à 27,3 %.

Graphique 56 - Évolution de l'allocation des encours d'OPC par type de fonds (% de l'ensemble des encours en fin d'année)



Source : AMF.

Graphique 57 - Composition du passif des OPC monétaires



Source : Banque de France.

Ces flux s'expliquent ainsi principalement par :

- les sociétés non financières de la zone euro qui réalisent des placements de trésorerie vers des OPC monétaires à hauteur d'un flux net de 11,6 Md€ sur 2015. À ce titre, leur part est en hausse de 1,1 point pour atteindre 32 % du passif ;
- les non-résidents, à travers un flux de 11,2 Md€, porte sa part à 11,8 % du passif : un niveau historiquement inédit. Ces flux pourraient être liés à la recherche de rendements d'investisseurs provenant de zones géographiques où les fonds monétaires n'offrent pas de rendements aussi compétitifs.

Ch.4 Immobilier commercial

A. L'immobilier commercial en France

A.1. Une approche par la détention

Dans le contexte de cette analyse⁴⁴, l'immobilier commercial (« *commercial real estate* » ou CRE) désigne l'ensemble des biens immobiliers détenus par des acteurs professionnels qui n'en sont pas les occupants et qui en retirent un revenu à titre habituel. L'actif immobilier est donc l'objet d'un investissement dont le rendement résulte (i) du revenu locatif diminué des charges de gestion, et (ii) de l'éventuelle plus-value de cession, par exemple après une rénovation/réhabilitation des locaux. Compte tenu des missions du HCSF en termes de stabilité financière, le périmètre des détenteurs retient les principaux acteurs professionnels acquéreurs de biens immobiliers, excluant du champ de l'analyse les bailleurs sociaux ainsi que les particuliers propriétaires bailleurs.

A.2. Des marchés divers

L'immobilier commercial recouvre une très large variété d'actifs résidentiels, sous forme d'habitat collectif notamment (hors bailleurs sociaux et particuliers propriétaires bailleurs) et non résidentiels, parmi lesquels les actifs d'immobilier d'entreprise (bureaux, centres commerciaux et boutiques, bâtiments à vocation industrielle ou logistique, hôtellerie, etc.) représentent la part majoritaire.

Le marché est caractérisé par une très forte hétérogénéité en matière de biens (segment d'activité, localisation, etc.), comme de détenteurs (cf. *infra*). De fait, chaque segment répond à des déterminants et des logiques propres. L'immobilier commercial présente toutefois des enjeux particuliers en termes de stabilité financière motivant cette présente analyse. Cette classe d'actif est a priori assez sensible à la conjoncture économique : les conditions du marché immobilier (prix, dynamique des transactions, taux de vacance, évolutions des loyers, etc.) dépendent notamment du contexte macroéconomique (situation économique et financière des entreprises occupantes, demande de biens immobiliers des entreprises, etc.). En retour le marché de l'immobilier commercial peut avoir un impact significatif sur le Produit Intérieur Brut (PIB) par le canal du collatéral (la valeur des collatéraux mobilisables par les entreprises joue sur leur capacité à se financer et à investir), ainsi que, de manière plus directe, à travers le secteur de la construction. Par ailleurs, cette classe d'actifs est influencée par des logiques financières affectant l'attractivité relative des placements immobiliers vis-à-vis d'autres classes d'actifs financiers. Enfin, le marché de l'immobilier commercial peut, à travers son financement par la dette, affecter la stabilité financière, soit directement en cas de défaut soit indirectement par le canal du collatéral.

⁴⁴ Le rapport du Comité Européen du Risque Systémique (CERS/ESRB) de décembre 2015 (*Report on Commercial Real Estate and Financial Stability in the EU*) souligne l'absence de définition uniforme de l'immobilier commercial et de consensus sur le sujet (par exemple sur l'inclusion ou non des promoteurs). Il retient la définition générale d'actifs immobiliers générant un revenu (« *income-producing property* »), mais observe qu'en France, cette notion est généralement restreinte aux seuls investisseurs professionnels, spécialisés en immobilier.

Données sur le marché de l'immobilier commercial

La question des données est l'une des principales difficultés dans l'analyse du marché de l'immobilier commercial.

Depuis le début des années 2000, d'importants efforts ont été entrepris par les acteurs de l'immobilier commercial en vue de rendre le marché français plus transparent et d'en développer l'analyse. La centralisation et l'harmonisation d'informations émanant de professionnels d'un même secteur a permis la création de bases de données sur un certain nombre de segments de marché (regroupement des quatre principaux groupes de conseil en immobilier d'entreprise sous le GIE Immostat, suivi des sociétés foncières par l'Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF), structuration de données sur le domaine de la logistique et du commerce par les principaux commercialisateurs et associations représentatives de ces classes d'actifs, composition d'un échantillon large de biens auprès des investisseurs et d'indicateurs détaillés par MSCI/IPD). La constitution d'observatoires locaux, intégrant le plus souvent des acteurs publics et privés, a également permis de renforcer l'information disponible à l'échelle de l'agglomération, à l'instar de l'Observatoire régional de l'immobilier d'entreprise en Ile-de-France (ORIE) qui propose une estimation robuste du parc de bureau existant en Ile-de-France.

En dépit des progrès réalisés, la disponibilité et la comparabilité des données demeurent l'un des principaux freins à l'analyse, l'éclatement des sources et le caractère restreint du périmètre couvert ne permettant pas de refléter la situation sur l'ensemble du marché immobilier commercial. Un enjeu majeur réside donc dans l'amélioration de l'appareil statistique existant, tant concernant l'harmonisation des données entre les différents secteurs ou pays (définitions, indicateurs suivis, méthodes de calcul retenues) que l'élargissement du périmètre couvert en termes de sous-segments géographiques (en région notamment) ou de classes d'actifs (hôtellerie, centres commerciaux, segments non « *prime* » des bureaux, etc.).

L'analyse du HCSF repose donc sur l'exploitation des données mises à sa disposition par les acteurs privés et publics ainsi que sur des informations de nature plus qualitatives et/ou des jugements d'experts. Du fait des différences de périmètres entre les différentes sources, l'analyse doit être prise avec précaution.

A.3. Un des principaux marchés européens, tiré par la métropole francilienne

Avec un total de plus de 300 Md€ d'actifs immobiliers investis, le marché immobilier français représente le troisième marché d'Europe, derrière le Royaume-Uni (environ 550 Md€) et quasiment à la hauteur de l'Allemagne. Si les investisseurs sont bien présents sur chaque segment d'activité assurant une relative diversité des opérations d'acquisition, le marché français reste majoritairement animé par des opérations d'immobilier de bureaux en Ile-de-France, la métropole parisienne occupant une place prépondérante. Avec 53 millions de m² recensés, le parc de bureaux francilien représente entre un quart et un tiers de la surface nationale et s'impose comme le premier parc d'immobilier de bureau en Europe, devant le Grand Londres (43 millions de m²). Compte tenu de sa profondeur, mais également du fait de son statut de métropole européenne et de son poids économique (près d'un tiers du PIB français), Paris et son agglomération présentent un positionnement spécifique auprès des investisseurs institutionnels et occupent, tous segments d'activité confondus, la deuxième place en termes de volumes d'investissements immobiliers en Europe après Londres.

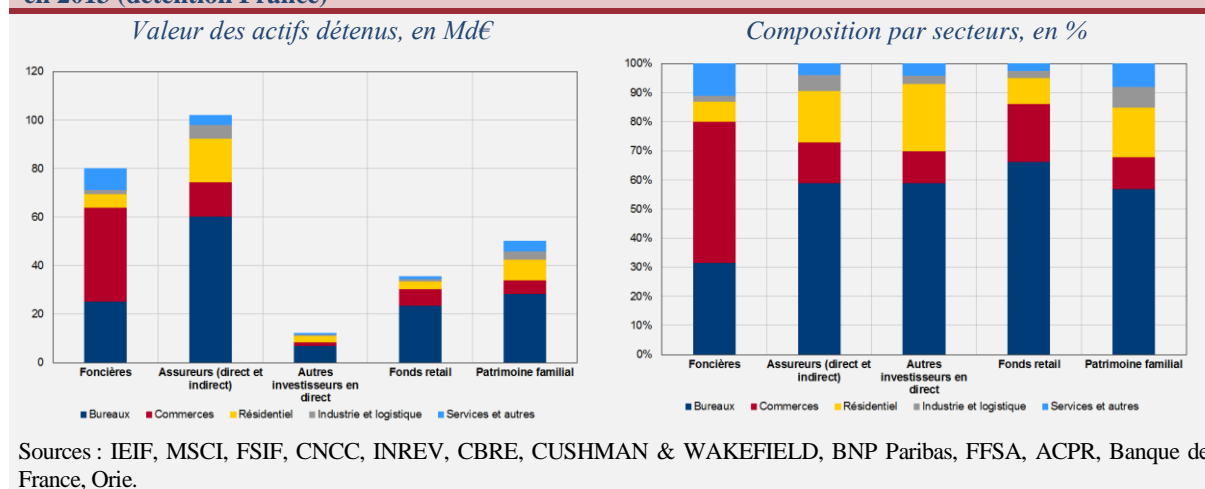
A.4. Les principaux détenteurs présents sur le marché français

Le marché de l'investissement immobilier commercial est animé par une série d'acteurs acquérant et détenant des actifs directement (détenion directe, notamment par des investisseurs institutionnels) ou indirectement (détenion via un fonds ou une structure intermédiaire autonome). Si les acteurs de l'investissement en direct constituent un ensemble relativement homogène notamment en matière de stratégie d'investissement, le paysage des fonds immobiliers (détenion indirecte) est caractérisé par une très forte diversité et une moindre visibilité quant à la détenion finale effective des actifs (voir encadré).

Le marché immobilier commercial français est dominé par cinq grandes catégories d'investisseurs nationaux⁴⁵ : (i) les institutionnels, au premier rang desquels se trouvent les compagnies d'assurance et les mutuelles qui investissent en direct ou de manière intermédiée au travers de fonds, (ii) les sociétés foncières, principalement des SIIC (société d'investissement immobilier cotée), (iii) les fonds dédiés aux institutionnels, de formes juridiques variées (OPCI Professionnels, etc.), (iv) les fonds « *retail* » s'adressant aux investisseurs particuliers, qui peuvent prendre la forme de SCPI ou d'OPCI grand public (resp. société et organisme de placement collectif immobilier), et (v) les fonds patrimoniaux (fonds gérés par des *family offices* ou SCI familiale).

En matière d'exposition, si les sociétés foncières se démarquent, avec une exposition principale sur le secteur des commerces, concentrée quasi-exclusivement sur les centres commerciaux, les autres investisseurs ont des allocations relativement proches et sont principalement exposés au secteur des bureaux (et notamment des bureaux franciliens), le reste de leur patrimoine immobilier étant relativement diversifié entre le résidentiel, les commerces et l'immobilier de service (graphique 58).

Graphique 58 - Exposition des principaux investisseurs français au marché de l'immobilier commercial en 2013 (détention France)⁴⁶



Les acteurs étrangers occupent également une place importante, représentant de l'ordre de 40 % des opérations (en volume) réalisées en France en immobilier d'entreprise (hors immobilier de service⁴⁷) depuis 2008. Les principaux intervenants étrangers sur le marché français sont : (i) des fonds allemands, destinés au public (fonds ouverts allemands *retail*) ou réservés aux institutionnels, acteurs traditionnels qui détiennent l'un des patrimoines immobiliers les plus importants en Europe, (ii) des fonds d'investissement anglo-saxons développant souvent des stratégies opportunistes, (iii) des fonds de pension, qui cherchent à diversifier leurs investissements de long terme et allouent une petite part de leur portefeuille à la détention directe d'actifs immobiliers peu risqués en plus d'une éventuelle détention indirecte, et (iv) des fonds souverains, qui recherchent des investissements de très long terme et peu risqués et qui, s'ils privilégient les investissements en direct, investissent également sous la forme de fonds (cotés et non cotés).

À l'échelle des différents marchés (types de bien, localisation), la détention des investisseurs institutionnels est parfois assez marginale par rapport au parc, mais ils sont omniprésents sur certains segments : ils détiendraient quasi intégralement le parc de bureaux Paris Quartier Central des Affaires (QCA) et la moitié du parc des centres commerciaux de taille moyenne ou grande.

⁴⁵ Ces acteurs pouvant investir sur le marché français comme étranger.

⁴⁶ La catégorie intitulée « assureurs (direct et indirect) » regroupe les assureurs, les mutuelles et les instituts de prévoyance en direct et les fonds pour institutionnels. À noter que les assureurs investissent également dans des sociétés foncières (pour un montant de plus de 10 Md€ à fin 2013) et que, d'une façon analogue, une petite partie des fonds institutionnels est également détenue par d'autres institutionnels (pas de données disponibles à cet égard).

⁴⁷ L'immobilier de service regroupe les hôtels et les établissements de santé et de loisir.

Détention indirecte, fonds immobiliers et sociétés foncières cotées

En France, les principaux fonds immobiliers regroupent les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI), et les Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI). Ces derniers peuvent être destinés à des particuliers ou à des professionnels, on parle alors d'Organismes Professionnels de Placement Collectif Immobilier (OPPCI). On distingue ainsi au total trois régimes pour ces fonds : SCPI, OPCI (destinés au grand public), et OPPCI.

En 2015, la capitalisation des SCPI atteignait 38 Md€, la valorisation de l'actif net se montait à 4,6 Md€ pour les OPCI destinés aux particuliers et à 33 Md€ pour les OPPCI. Ces montants apparaissent faibles au regard des montants d'actifs gérés par la gestion collective (1 407 Md€ en 2015 pour les Organismes de Placement Collectif). Toutefois, les encours de ces fonds immobiliers connaissent une forte progression. Cette croissance des encours est tirée par une forte hausse de la collecte : en 2015, les SCPI ont ainsi collecté 4 Md€, les OPCI grand public 2 Md€ (le triple de la collecte de 2014) et les OPPCI 7 Md€.

Aux côtés des fonds, les foncières cotées sont des sociétés cotées sur un marché réglementé exploitant des actifs immobiliers physiques. Elles peuvent, sous option, adopter le statut SIIC (société d'investissement immobilier coté) de transparence fiscale. À fin 2015, la capitalisation des SIIC⁴⁸ est de 68 Md€, pour un patrimoine d'actifs d'une valeur totale de 126 Md€. Après un tassement en 2013 et 2014, la collecte de capitaux de ces sociétés a bondi en 2015 avec 11 Md€ de collecte en fonds propres, quasi fonds propres et émissions d'obligations (après 5,7 Md€ en 2014).

La liquidité de ces acteurs et leur endettement constituent les deux facteurs de risques à examiner si on envisage un retournement du marché immobilier. Ils sont détaillés ci-après, pour chacun des trois régimes de fonds et des foncières cotées. Par ailleurs, la plupart des sociétés de gestion gérant des fonds immobiliers relèvent de la directive AIFM, qui assure un cadre européen protecteur notamment sur les questions de la valorisation des actifs et de choix d'un dépositaire dédié à la gestion des flux de liquidités. Cette directive impose également de mettre en place des procédures de mesure et de gestion des risques. Enfin, les fonds diffèrent dans leur stratégie d'investissement, et cette diversité réduit les risques par effet de diversification.

Les SCPI

Les SCPI constituent des fonds fermés où une cession de part ne peut s'effectuer que face à un investisseur souhaitant souscrire concomitamment. Le risque de liquidité est donc limité.

Il n'y a pas de limitation à l'emploi du levier pour les SCPI mais l'usage des dérivés est interdit. Leur niveau maximal d'endettement doit être fixé en assemblée générale.

Les OPCI

Concernant leur liquidité, les OPCI ouverts aux particuliers ne disposant généralement pas de mécanismes de limitation des rachats. Ils doivent respecter un ratio minimal de 5 % de liquidités et l'AMF les incite à détenir au moins 40 % d'actifs liquides et à prévoir un délai de règlement raisonnable. Le rachat des parts de ces OPCI peut aussi être suspendu si le porteur détient plus de 20 % du fonds et que sa demande excède 2 % de ce fonds.

Le levier des OPCI ouverts aux particuliers est plafonné à 40 % et l'utilisation des dérivés n'est utilisée qu'à des fins de couverture.

Les OPPCI

Les OPPCI disposent quant à eux de nombreux mécanismes de gestion de la liquidité dont le blocage pur et simple des rachats (jusqu'à 10 ans), la limitation des rachats (*gates*), les préavis aux demandes de rachats et les délais entre la date de centralisation des demandes de rachats et la date de règlement. En pratique, la plupart des OPPCI prévoient un blocage des rachats de 3 ans à 10 ans suivi d'un mécanisme de limitation des rachats à 0,1 % de l'actif et un délai de règlement inférieur à 6 mois.

Pour les OPPCI, il n'y a pas de plafond au levier et l'usage des dérivés n'est autorisé qu'à des fins de couverture. Toutefois, dans le cadre de l'instruction des demandes d'agrément des OPCI ouverts aux

⁴⁸ Hors SIIC pan-européennes ayant adopté le régime SIIC pour la fraction de leur patrimoine détenu en France, source IEIF.

particuliers et des OPPCI, l'AMF évalue le profil de liquidité de chaque véhicule. En particulier, elle impose aux OPPCI dédiés dont l'endettement est supérieur à 50 % de fournir un engagement des actionnaires à recapitaliser si l'évolution de la valeur liquidative rend nécessaire un renforcement des capitaux propres ou d'accepter les conséquences de la liquidation.

Les sociétés foncières cotées

Les foncières cotées sont des sociétés détenant des actifs immobiliers gérés comme un fonds fermé sans limite dans leur période de souscription, et ne sont à ce titre pas soumises au risque de liquidité. Les foncières cotées se distinguent néanmoins des fonds fermés par la très grande transparence des actifs qu'elles détiennent et le caractère liquide du marché sur lequel s'échangent les titres, permettant aux acteurs de marché de refléter directement et de manière continue la valeur des portefeuilles d'actifs et l'endettement des foncières dans la valeur de leurs actions.

Elles financent leurs opérations à partir de leurs ressources, qui sont constituées de leurs fonds propres et de la dette émise par la société. Le levier d'une SIIC n'est pas limité par son statut réglementaire, la logique de transparence et de liquidité des actions sur le marché coté jouant toutefois en pratique comme une force de rappel.

A.5. Les acteurs du financement

Sur le marché de l'immobilier commercial français, le financement par dette ne concerne qu'une partie des transactions réalisées, les opérations d'acquisition en direct des grands investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance et de mutuelle, caisses de retraites, fonds souverains) se faisant principalement sur fonds propres. Selon les estimations des observateurs de marché⁴⁹, de l'ordre de 20 % des grandes opérations (d'un montant supérieur à 30 M€) seraient financées avec de la dette. Pour un certain nombre d'acteurs (fonds, foncières cotées), les opérations sont toutefois financées sur leurs ressources propres, constituées du capital souscrit et de la dette que le fonds ou la foncière a émise.

En France, les banques occupent une place de premier plan dans l'octroi de dette, que ce soit à travers du financement bancaire bilatéral ou syndiqué. Elles jouent également un rôle important dans le financement du secteur de la promotion. En complément du financement bancaire, certains investisseurs, en premier lieu les foncières, s'orientent vers le marché obligataire pour diversifier leurs sources de financement en dette. Le recours au marché obligataire est toutefois limité par la taille minimale des émissions et, pour le marché public, par d'autres contraintes comme l'obligation d'être noté par une agence de notation. Pour les acteurs ne pouvant répondre à certaines de ces obligations, le marché des placements privés peut constituer une alternative. Si les assureurs ont par ailleurs la capacité de prêter en direct, ils n'ont, jusqu'à présent, qu'une très faible activité dans ce domaine et seraient principalement exposés à la dette immobilière à travers la détention de fonds de dette ou de titres obligataires.

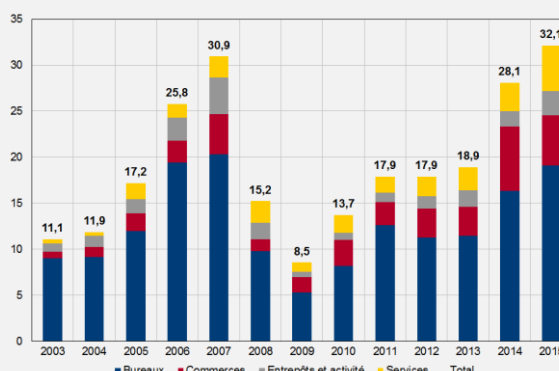
⁴⁹ Données JLL.

B. Un marché marqué par une demande financière forte

À l'instar de ce que l'on observe pour la zone euro dans son ensemble, l'immobilier commercial français recueille des flux d'investissements importants sur les deux dernières années (graphique 59). En effet, après un net ralentissement en 2008 et 2009, l'immobilier d'entreprise⁵⁰ aurait recueilli 32,1 Md€ d'investissement en 2015 (volume brut des acquisitions), dépassant le point haut d'avant-crise (30,9 Md€ en 2007). Fait nouveau par rapport à la situation d'avant-crise, les investisseurs français occupent une part majoritaire des volumes investis (stabilisée à 60 % en 2015 pour l'immobilier d'entreprise (hors immobilier de service), contre moins de 40 % avant 2007).

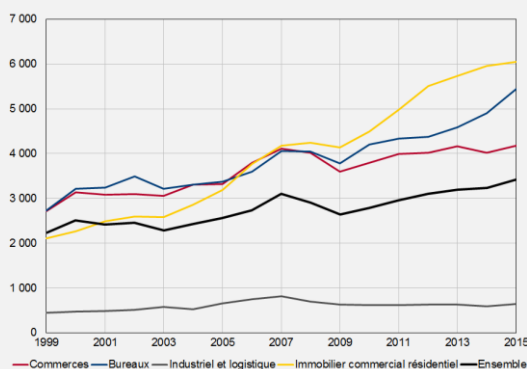
Après avoir reculé de 15 % entre 2007 et 2009 sur le marché français, les valeurs vénales⁵¹ moyennes des actifs immobiliers au portefeuille des investisseurs sont reparties à la hausse en 2010, dépassant en 2015 leur niveau de fin 2007. Cette situation contraste largement avec celle des grands pays voisins de la zone euro, à l'évolution largement plus modérée (graphiques 60 et 61).

Graphique 59 - Volume des opérations en immobilier d'entreprise en France (en Md€)



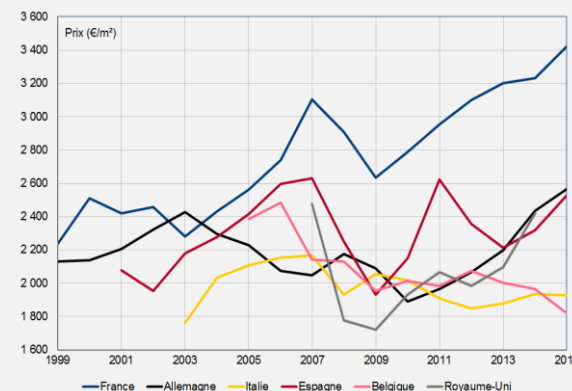
Source : BNP Paribas Real Estate. Dernier point : 2015.

Graphique 60 - Valeurs vénales moyennes des actifs immobiliers détenus par les investisseurs en France, par secteur (€/m²)



Source : MSCI. Dernier point : 2015. Catégorie « Autres » non représentée.

Graphique 61 - Valeurs vénales moyennes des actifs immobiliers détenus par les investisseurs, par pays, moyenne tous secteurs (€/m²)



Source : MSCI. Dernier point : 2015.

Cette progression, particulièrement marquée sur le secteur des bureaux et du résidentiel, est le reflet, d'une part, de l'évolution de la valorisation⁵² des actifs détenus par les investisseurs et, d'autre part, des

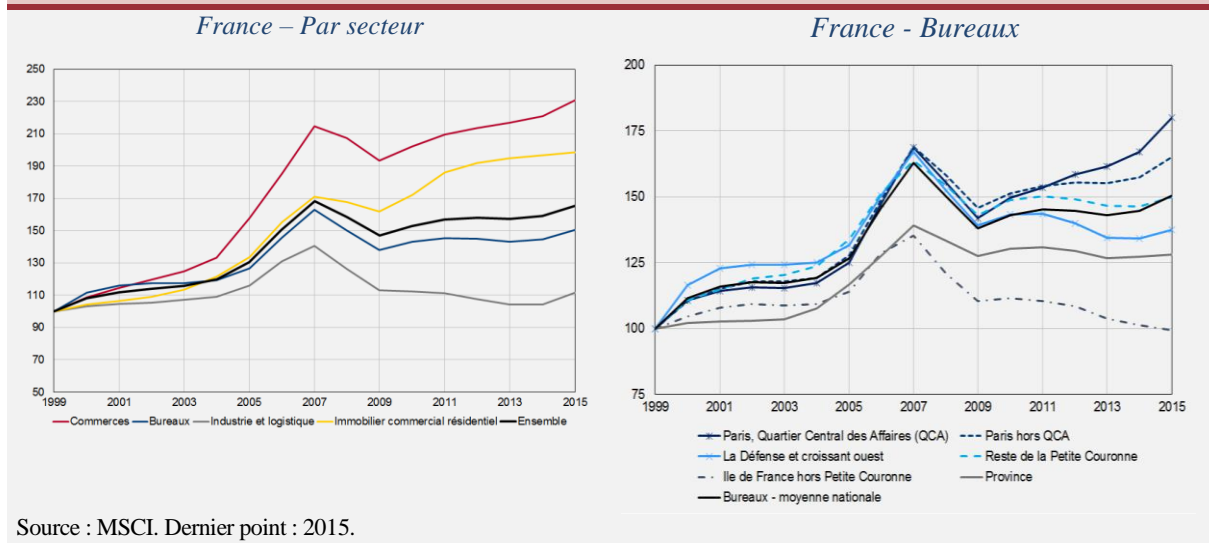
⁵⁰ Le marché immobilier d'entreprise exclut la composante « résidentielle » de l'immobilier commercial. Elle permet cependant, et compte tenu des données disponibles, de caractériser de façon satisfaisante les évolutions de l'immobilier commercial dans son ensemble.

⁵¹ Les valeurs vénales reposent sur l'évaluation d'experts, et sont à distinguer des prix observés sur les transactions réalisées. L'expertise des actifs immobiliers est soumise à un certain nombre de normes visant à assurer la transparence et la fiabilité de la méthodologie employée (chapitre III du code de déontologie des SIIC reconnu par l'AMF, recours à des experts externes soumis à l'acceptation de l'ACPR, etc.). De manière générale, les experts s'appuient sur l'évolution de la valeur locative de l'actif, la structure locative de l'immeuble (taux de vacance, nature des baux) et le prix observés des actifs similaires ayant fait l'objet d'une transaction.

⁵² Valeurs vénales d'expertise.

changements de composition du portefeuille des investisseurs sur la période⁵³. En tentant de décomposer ces deux effets (en contrôlant les opérations de transactions et de développement)⁵⁴, on observe une appréciation des valeurs de l'immobilier commercial en France sur les deux dernières années fortement contrastée selon les segments d'activité et les zones géographiques (graphique 62). En particulier, la hausse sur l'ensemble des bureaux couvre d'importantes disparités, entre des valeurs globalement stables en province, en baisse sur les bureaux de deuxième couronne, en forte progression sur les bureaux parisiens, dépassant le niveau précédemment atteint en 2007. En 2015, les valeurs vénales augmentent également de manière dynamique sur les commerces, qui avaient déjà connu une nette appréciation au cours des années 2000, et qui, comme chaque segment d'activité, rassemblent des sous-marchés très hétérogènes (centres commerciaux haut de gamme, zones commerciales péri-urbaines, etc.).

Graphique 62 - Évolution des valeurs vénales, hors transactions et opérations de développement – Base 100 en 1999



Source : MSCI. Dernier point : 2015.

L'appréciation des valeurs vénales des différents segments offerts à l'investissement immobilier commercial associée à l'atonie des loyers, dans un contexte de globale stabilité des loyers faciaux depuis 2008 – voire de baisse en 2014 et 2015 sur de nombreux segments – et de développement des mesures d'accompagnement (franchises de loyers, prise en charge de travaux d'aménagement des locaux, etc.), a entraîné une nette compression des rendements locatifs⁵⁵ depuis 2007-2008 (graphiques 63 et 64).

En dépit de l'appréciation des valeurs des actifs, significative sur certains segments de marché, et de la réduction des rentabilités locatives (notamment en comparaison avec d'autres pays de la zone euro, graphique 65), le secteur immobilier commercial français continue de présenter un fort dynamisme des investissements. L'environnement de taux bas et la baisse généralisée des rendements des produits de type obligataire permettent d'expliquer l'attractivité de l'immobilier commercial français auprès des investisseurs, le secteur ayant enregistré une relative résistance de ses rendements comparativement aux autres classes d'actifs et apparaissant comme une « valeur refuge », dans un contexte d'incertitude accrue sur les autres classes d'actifs. En particulier, depuis 2011, la baisse des rendements sur l'immobilier commercial a été moins rapide

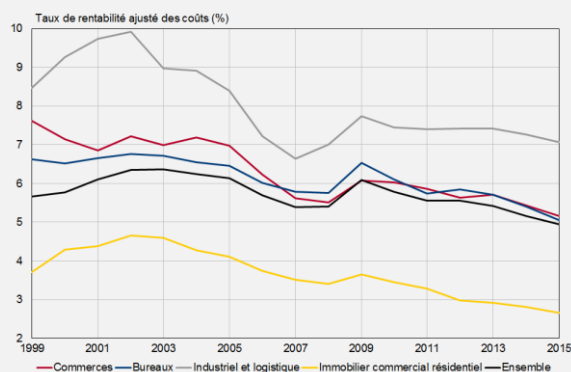
⁵³ Les effets de composition de la valeur vénale du portefeuille peuvent être dus à des entrées/sorties d'actifs de l'échantillon liées à des acquisitions, des ventes et des développements, ou à des entrées/sorties de portefeuilles immobiliers d'investisseurs).

⁵⁴ L'évolution des valorisations est approximée par la variation de la valeur vénale des actifs présents au portefeuille des investisseurs d'une année sur l'autre (périmètre de l'échantillon constant sur une paire d'années). L'indicateur est ainsi construit en excluant les opérations de transaction (entrées/sorties de l'échantillon) et de développement (changement de valeur intrinsèque du bien). Construit sur un échantillon réduit, l'indicateur ne peut refléter parfaitement l'évolution des valeurs vénales des actifs de l'immobilier commercial et doit ainsi être appréhendé avec vigilance.

⁵⁵ Les données de rentabilité locative sont fournies par MSCI. Selon leur méthodologie, le rendement locatif est le revenu net sur un mois exprimé en pourcentage du capital employé durant le mois (valeur vénale à la fin du mois à laquelle sont ajoutées les dépenses en capital). L'indicateur reflète la rentabilité effective de l'actif, prenant en compte au numérateur les revenus nets effectivement perçus par l'investisseur (mesures d'accompagnement et vacances incluses).

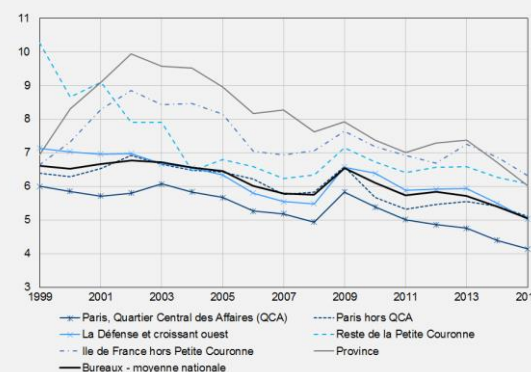
que celle des taux « sans risque », en France comme dans la majorité des pays considérés, induisant une hausse du « *spread* » i.e. écart entre les deux métriques, y compris sur les bureaux (graphiques 66 et 67).

Graphique 63 - Rentabilité locative, en France, par secteur, %



Source : MSCI. Dernier point : 2015.

Graphique 64 - Rentabilité locative des bureaux, en France, par segment géographique, %



Source : MSCI. Dernier point : 2015.

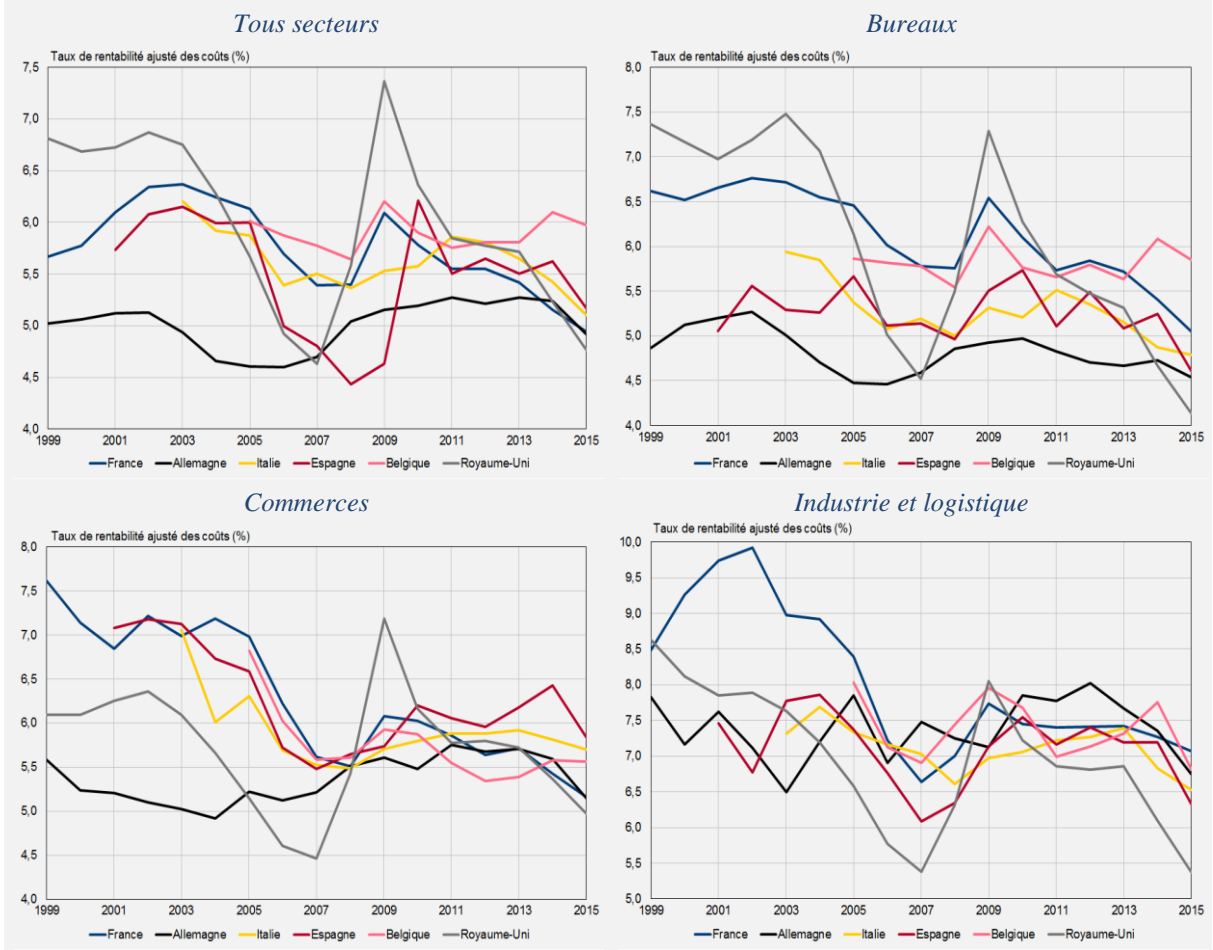
Si l'attrait pour l'immobilier commercial français s'explique par l'environnement financier actuel, il n'en demeure pas moins porteur de risques. L'analyse du marché relève ainsi plusieurs points de vigilance :

- En France, l'appréciation du *spread* (graphiques 66 et 67) entre la rentabilité locative et le taux 10 ans reflète exclusivement le repli de ce dernier, alors que la rentabilité locative suit une pente particulièrement descendante. Dans les autres pays faisant l'objet de notre comparaison, la rentabilité locative enregistre soit une chute moins forte soit une stabilité, la France affichant un niveau de rentabilité locative parmi les plus élevés jusqu'en 2009 et parmi les plus bas en 2015 (graphique 65). La France se distingue en effet avec une atonie durable des loyers perçus depuis 2008 comprenant des baisses significatives sur certains segments, cette dégradation ayant été de moindre ampleur ou ayant déjà marqué une inflexion dans les autres pays observés.
- De même, si les *spread* ont été souvent été par le passé plus élevés en France que dans les autres pays étudiés, ils n'ont pas connu les épisodes de plus forte compression en comparaison européenne (2007-2008, 2011-2012 en Espagne et Italie en lien avec l'évolution des taux 10 ans), mais n'enregistrent pas non plus depuis 2013 un redressement aussi soutenu que dans la majorité des pays étudiés (graphique 66). Notons qu'une nouvelle baisse du taux 10 ans est peu probable et ne permettrait pas à elle seule un accroissement supplémentaire significatif de ce *spread* à l'avenir, tandis que la rentabilité locative suit une dynamique plus fortement baissière qui devrait contribuer à la resserrer.
- Ainsi, la forte demande en immobilier commercial français, qui a soutenu la forte progression récente des valeurs sur certains segments, paraît particulièrement sensible à l'environnement financier. S'il n'apparaît pas comme l'hypothèse centrale à court terme, un choc exogène de remontée des taux d'intérêt serait de nature à provoquer un retournement de la demande.

Au-delà du constat général sur la baisse de rentabilité locative du marché, certains segments de l'immobilier commercial français appellent à un suivi attentif :

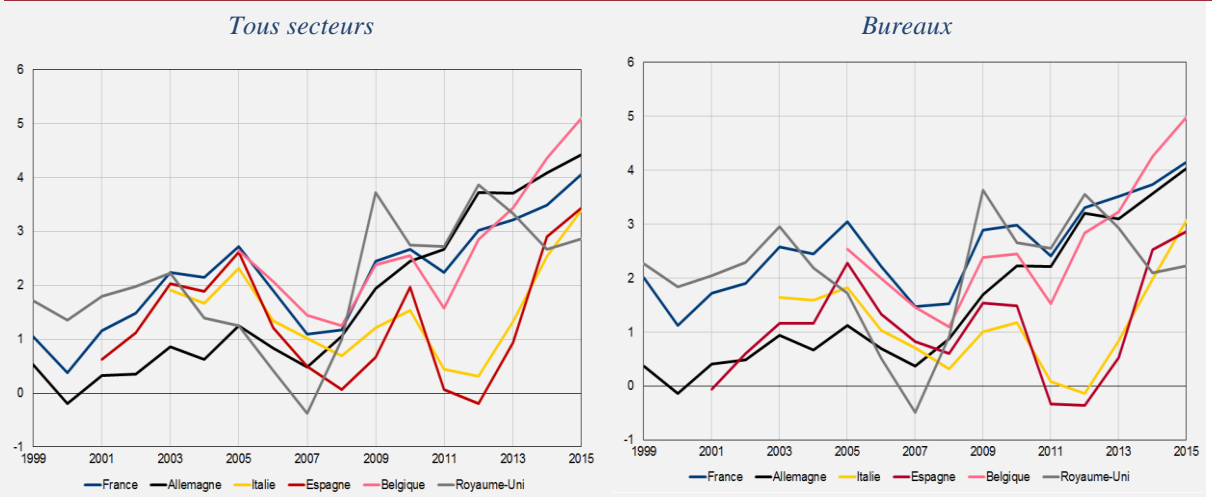
- Le secteur des bureaux parisiens, et notamment à Paris QCA, a connu une nette appréciation de ses valeurs vénales ces deux dernières années face à la forte demande des investisseurs (les volumes annuel d'investissement à Paris QCA en immobilier d'entreprise ont dépassé 4 Md€ en 2014 et 2015, contre 2,6 Md€ en moyenne entre 2004 et 2013). Cette évolution traduit, dans l'environnement de taux actuel, l'appétit croissant des investisseurs pour l'immobilier et plus particulièrement pour ce segment singulier caractérisé par des actifs « *prime* » de très bonne qualité et présentant un risque locatif très limité avec un taux de vacances faible (autour de 5 % pour les bureaux Paris QCA en 2015) compte tenu de l'attractivité de la métropole parisienne et de la rareté foncière sur le segment. Elle s'est également accompagnée d'un maintien du *spread* sur ces actifs au-dessus de leur moyenne sur les quinze dernières années. Toutefois, si son niveau de rentabilité reste en ligne avec celle des

Graphique 65 - Rentabilité locative ajustée des coûts, %, par secteur



Source : MSCI. Dernier point : 2015.

Graphique 66 - Spread entre la rentabilité locative ajustée des coûts et le taux 10 ans, %

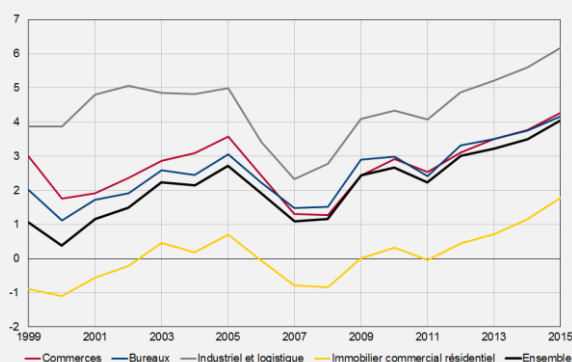


Sources : MSCI, Datastream. Dernier point : 2015.

principaux centres des affaires européens (graphique 68), la rentabilité locative des bureaux parisiens apparaît, en comparaison avec ses valeurs historiques, fortement dégradée, si bien qu'une poursuite du mouvement d'appréciation des valeurs apparaîtrait excessive.

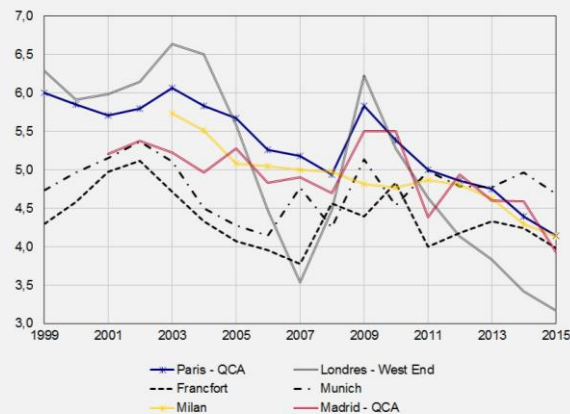
- Par ailleurs, l'intérêt de plus en plus marqué des investisseurs pour l'immobilier peut faire craindre un emballement du marché favorisant le lancement de nouvelles opérations. Outre le fait que cela puisse se matérialiser par le développement (construction, réhabilitation) de projets mal positionnés par rapport à la demande locative des utilisateurs – tant en termes de qualité physique, technique ou environnementale du bien – ou financés de manière trop risquée, cette dynamique peut conduire à déclasser une partie du parc existant. Dans un contexte d'évolution rapide des normes techniques et environnementales ainsi que des standards de la demande, la détention d'un bâtiment de qualité moyenne ne confère pas l'assurance de conserver un locataire sur un horizon de moyen terme⁵⁶, faisant porter un risque locatif accru sur les détenteurs de biens existants. Or, le marché de bureaux en Ile-de-France est caractérisé par une importante fragmentation avec certains segments déjà marqués par une forte obsolescence de leur parc, principalement en périphérie de la métropole francilienne (taux de vacances élevés autour de 15 % sur certains pôles tertiaires de seconde couronne et progression de la vacance durable de plus de quatre ans). A l'heure actuelle, le suivi des données de construction et d'offre disponibles ne révèle pas de dynamique excessive sur l'offre à venir à l'échelle nationale, même si les mises en chantier se redressent en 2015 sur certains segments comme les bureaux parisiens. Dans l'environnement actuel de taux bas et en cas d'intérêt persistant des investisseurs pour cette classe d'actifs, l'émergence d'une telle situation ne peut être exclue, et appelle à une certaine vigilance.

Graphique 67 - Spread entre la rentabilité locative ajustée des coûts et le taux 10 ans domestique, %



Sources : MSCI, Datastream, calculs Banque de France. Dernier point : 2015.

Graphique 68 - Rentabilité locative des bureaux pour six villes européennes, %



Source : MSCI. Dernier point : 2015.

⁵⁶ En raison de la nécessité de remise à niveau conformément aux nouvelles normes ou par le report/départ de la demande vers des bâtiments neufs ou rénovés plus adaptés ou offrant une localisation plus attractive.

C. Les pratiques de financement des principales banques françaises

Les cinq principales banques françaises ont accordé 26,7 Md€ de nouveaux concours au 1^{er} semestre 2015 aux professionnels de l'immobilier⁵⁷, c'est-à-dire aux entreprises qui tirent une part majoritaire de leurs revenus de la vente ou de la location de biens immobiliers (champ plus large que les seuls investisseurs du marché de l'immobilier commercial, et plus restreint que l'exposition totale des banques au secteur immobilier, le champ n'incluant pas les prêts immobiliers des banques aux autres acteurs de l'économie tels que les ménages et les entreprises non professionnelles de l'immobilier), toutes zones géographiques confondues (16 Md€ sur la France). Cela représente une hausse de 7,4 % par rapport à la moitié de la production de l'année 2014. Les engagements sur le secteur se sont quant à eux établis à 149,6 Md€ (dont 90,3 Md€ sur la France), un montant stable par rapport à l'année précédente abstraction faite du changement de périmètre entre les deux périodes (exclusion du logement social en particulier). Ces expositions représentaient un peu moins de 2,4 % du total de bilan des cinq banques couvertes par l'enquête de l'ACPR⁵⁸.

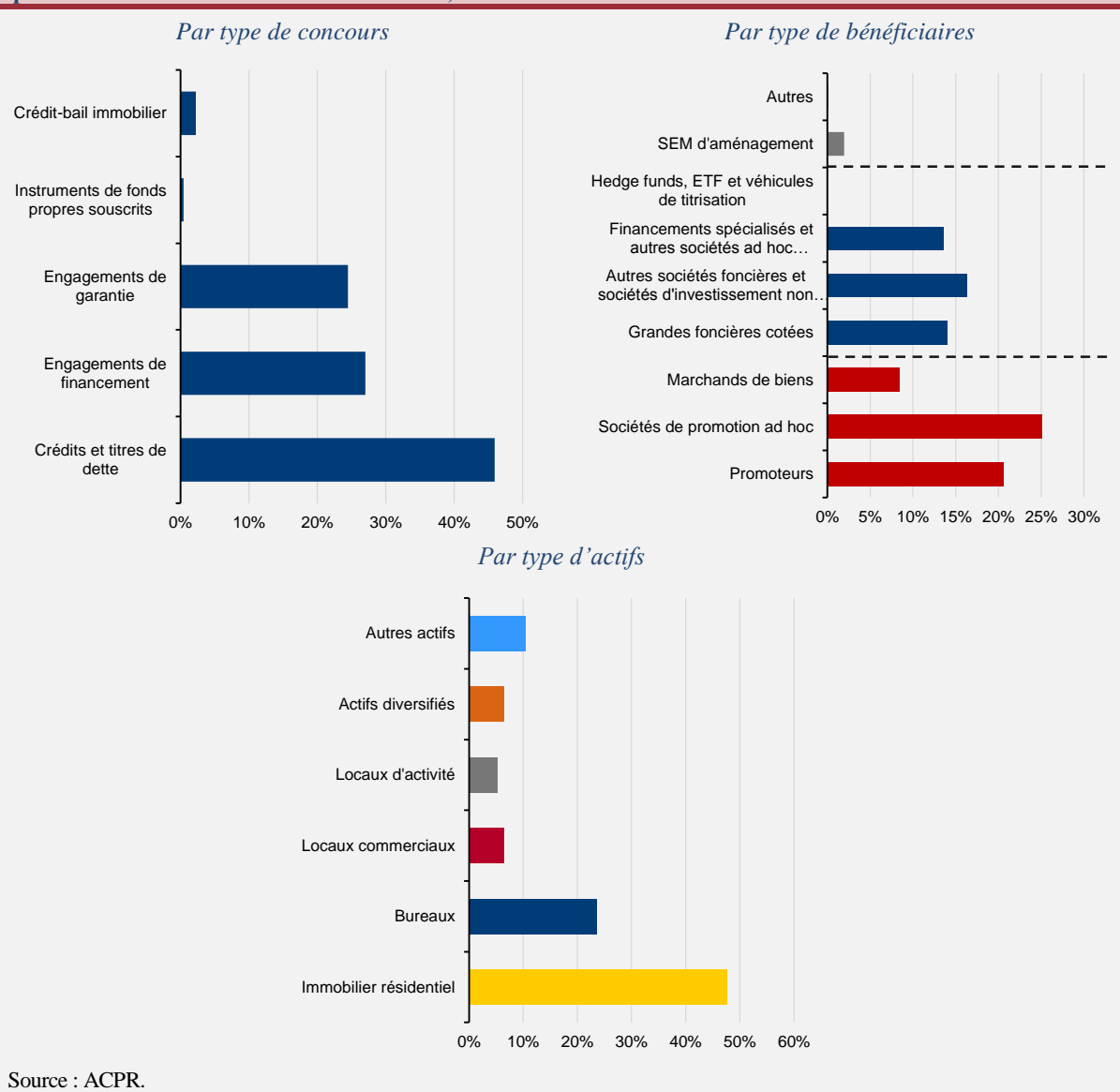
C.1. Une exposition bancaire partagée entre les investisseurs et la promotion

En France, les nouveaux concours ont atteint 16 Md€, soit 59,9 % de la production totale aux professionnels de l'immobilier toutes zones géographiques confondues. Ils sont constitués pour l'essentiel de crédits et de titres de dette (45,9 %), d'engagements de garantie (27 %) ou de financement (24,5 %), le crédit-bail immobilier et les instruments de fonds propres souscrits représentant seulement 426 M€ en cumulé. Une analyse détaillée met en évidence la prépondérance de la clientèle des promoteurs et marchands de biens, en rouge dans le graphique infra (54,1 % soit 8,6 Md€ de nouveaux concours), suivis des investisseurs et des sociétés foncières, en bleu (43,8 %, soit 7 Md€ de nouveaux concours, dont 3,2 Md€ de crédits et titres de dette), tandis que la part des autres bénéficiaires demeure marginale. Enfin, la production de crédits est d'abord destinée au marché de l'immobilier résidentiel (47,7 %) tandis que les bureaux affichent une part de marché près de deux fois plus faible (23,6 %, dont 20,5 % pour l'Île de France) (graphique 69).

Par ailleurs, les banques ont en France une production davantage orientée sur le secteur de la promotion et des marchands de biens ainsi que sur l'immobilier résidentiel, en comparaison avec la production totale toutes zones géographiques confondues.

⁵⁷ Données issues de la nouvelle enquête de l'ACPR sur le financement des professionnels de l'immobilier. Cf. ACPR, Analyses et Synthèses, n° 58.

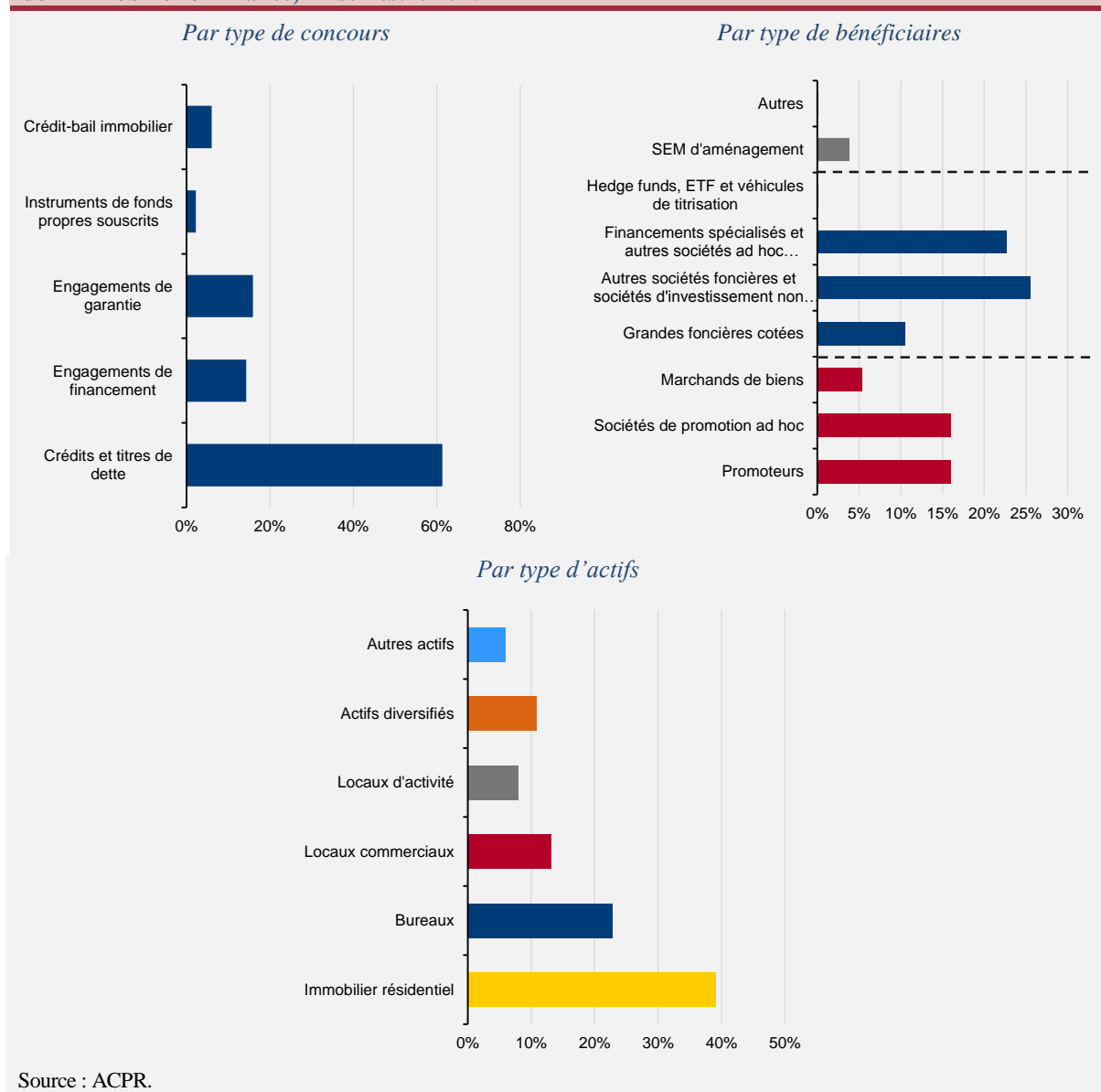
⁵⁸ À titre de comparaison, l'exposition des principales banques françaises sur le secteur de l'immobilier dans son ensemble – entendue comme les crédits à l'habitat portés au bilan toutes catégories d'emprunteurs confondues (ménages, entreprises non financières non professionnelles de l'immobilier, professionnels de l'immobilier, etc.) – représente 12,9 % de leur bilan à fin 2015.

Graphique 69 - Structure des nouveaux concours des cinq principales banques françaises aux professionnels de l'immobilier en France, 1^{er} semestre 2015


À fin juin 2015, le montant total des engagements bruts des banques françaises sur la France atteint 90,3 Md€, soit 60,4 % de leurs expositions totales aux professionnels de l'immobilier toutes zones géographiques confondues. La structure des engagements sur le territoire national comporte de grandes similitudes avec celle de la production sur le même périmètre, avec néanmoins quelques particularités. Les engagements bruts totaux prennent essentiellement la forme de crédits et de titres de dette (61,4 %) et d'engagements de garantie (16 %) ou de financement (14,3 %). Au contraire de ce qu'on observe pour la production, la clientèle des investisseurs et des sociétés foncières est prépondérante (58,8 %), loin devant les promoteurs et marchands de biens (32,8 %). Au sein de la première catégorie, les expositions sur les financements spécialisés et autres sociétés d'investissement ad hoc⁵⁹, qui présentent en général des caractéristiques de risque plus élevées, tant en termes d'allocation du risque entre prêteur et emprunteur (crédit sans recours) qu'en termes du type d'opérations financées, restent limitées (22,7 % soit 20,5 Md€). Enfin, les engagements portent majoritairement sur des actifs de type résidentiel (39,1 %) et de l'immobilier de bureaux (22,9 %) (graphique 70).

⁵⁹ Sociétés créées dans le but de porter un immeuble (ou un ensemble d'immeubles homogènes) dans le but de le louer et/ou de l'utiliser au mieux de ses intérêts, de le valoriser, le conserver ou éventuellement de le revendre. Les actionnaires de ces sociétés peuvent être des fonds d'investissements, des foncières, des sociétés d'assurances, et plus généralement, tout investisseur tel que défini ci-dessus. Cf. ACPR, Analyses et Synthèses, n°58.

Graphique 70 - Structure des engagements des cinq principales banques françaises aux professionnels de l'immobilier en France, 1^{er} semestre 2015



Partagés entre les investisseurs et le secteur de la promotion et des marchands de biens, les engagements des banques françaises portent par conséquent sur le marché de l'immobilier commercial et au-delà sur l'ensemble du marché immobilier d'entreprise et résidentiel, ainsi sur les opérations de développement qui s'y rapportent. Principalement réalisées par les acteurs de la promotion, les opérations les plus risquées (opérations en blanc – *i.e.* sans location ou vente préalable à un utilisateur, opérations de ventes en été futur d'achèvement (Vefa)) font *a priori* l'objet d'une attention particulière de la part des établissements bancaires, avec un contrôle spécifique des processus d'octroi.

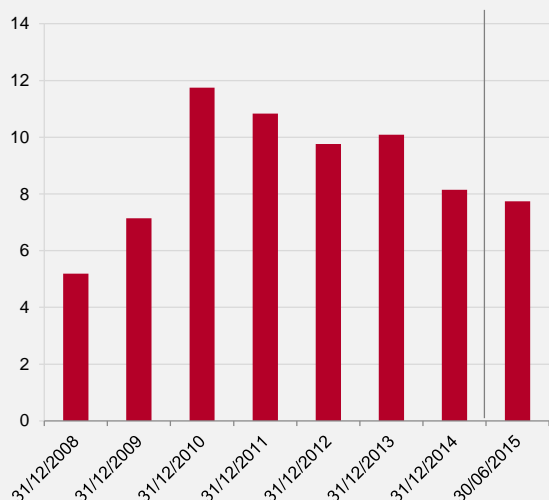
C.2. L'approche des principaux établissements bancaires français dans l'octroi de financement

Les indicateurs de risque disponibles tendent à souligner une approche prudente des banques. Le rapport entre le montant des prêts accordés et la valeur des actifs financés (ratio de *loan to value* – LTV) est inférieur à 50 % pour 79,6 % des expositions pour lesquelles cette information a pu être communiquée par les banques. Aucune opération financée n'a été réalisée « en blanc » au premier semestre 2015 par les banques déclarantes,

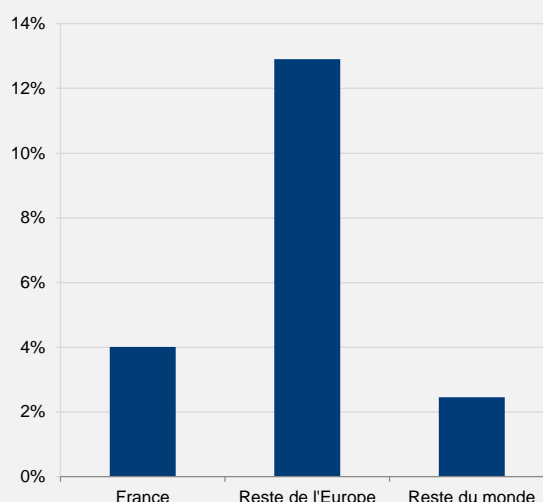
les établissements bancaires indiquant par ailleurs que leurs expositions à ce type d'opérations sont très limitées (moins de 5 % de leur portefeuille)⁶⁰. La durée moyenne des nouveaux concours a atteint 4,4 ans sur la même période, la durée résiduelle du stock de concours s'établissant quant à elle à un peu moins de 5 ans.

Graphique 71 - Expositions douteuses brutes aux professionnels de l'immobilier

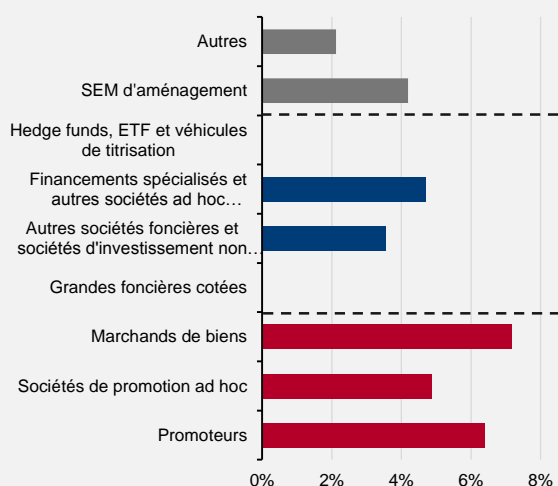
Montant des crédits douteux bruts aux professionnels de l'immobilier tous segments géographiques confondus, en Md€,



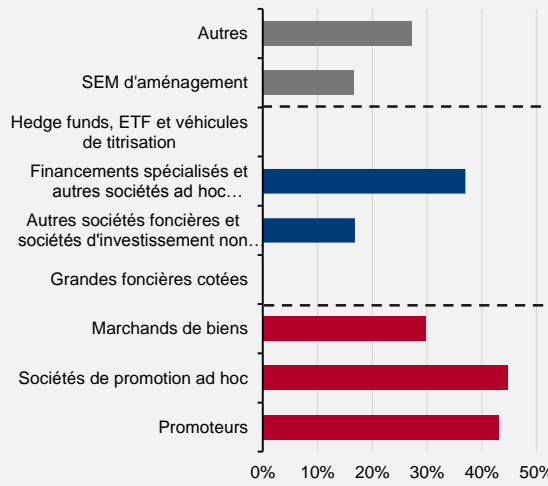
Taux d'expositions douteuses brutes aux professionnels de l'immobilier par zone géographique, 1er semestre 2015



Taux d'expositions douteuses brutes aux professionnels de l'immobilier par type de bénéficiaire – France uniquement, 1er semestre 2015



Taux de provisionnement des expositions douteuses brutes aux professionnels de l'immobilier par type de bénéficiaire – France uniquement, 1er semestre 2015



Source : ACPR. La ligne verticale entre décembre 2014 et juin 2015 matérialise le passage à la nouvelle enquête.

Enfin, le montant total des crédits douteux sur l'ensemble des expositions aux professionnels de l'immobilier s'inscrit en repli de 400 M€ entre le 31 décembre 2014 et le 30 juin 2015, à 7,7 Md€ à l'échelle de l'ensemble de leur portefeuille, dont 3,6 Md€ en France. Le taux d'expositions douteuses brutes sur le territoire national s'établit à 4,01 %, contre une moyenne de 6,03 % pour l'ensemble des zones géographiques, les risques apparaissant les plus élevés dans le reste de l'Europe. Toujours sur la France, les risques sont davantage concentrés sur le secteur de la promotion et des marchands de biens, où toutes les catégories de bénéficiaire affichent des taux d'expositions douteuses brutes supérieurs à la moyenne nationale ; ils apparaissent en

⁶⁰ Source Fédération Bancaire Française.

revanche plus limités sur le segment des investisseurs, exception faite des financements spécialisés et autres sociétés ad hoc d'investissement. Le taux de provisionnement des expositions douteuses, qui est relativement homogène entre les différentes zones géographiques, atteint 33,7 % en France ; une analyse par type de bénéficiaire fait ressortir qu'il est généralement supérieur sur le segment de la promotion et des marchands de biens ainsi que pour les financements spécialisés et les autres sociétés ad hoc d'investissement, qui enregistrent les taux d'expositions douteuses les plus élevés (graphique 71).

D. Une diversité d'outils à la disposition des pouvoirs publics

La maîtrise des risques associés au marché de l'immobilier commercial s'articule autour de deux enjeux majeurs :

- la soutenabilité de la trajectoire du marché, l'objectif étant de limiter l'émergence de dynamique spéculative et d'endiguer le caractère procyclique des évolutions dans le secteur de l'immobilier commercial, notamment en agissant sur la croissance du crédit, les anticipations de prix des acteurs et la cohérence entre l'offre et la demande à la fois financière et réelle, et ;
- la capacité des acteurs à résister à différents scénarios de retournement, c'est-à-dire leur résilience, en agissant sur la concentration et la qualité des expositions sur le secteur ainsi que sur les niveaux de capital des acteurs financiers.

Si les risques devaient évoluer, les autorités ont à leur disposition une diversité d'instruments leur permettant de proposer une réponse adaptée selon la nature du risque identifié, en pondérant diversement l'un et l'autre de ces deux enjeux. La gamme d'instruments se décline également en fonction du degré de contrainte imposé.

Les autorités peuvent tout d'abord recourir à des mesures structurelles, ciblant directement les facteurs de déséquilibre. Dans le cas de l'immobilier commercial, les interventions envisageables peuvent s'étendre au-delà de la seule sphère financière, le secteur s'insérant dans un cadre réglementaire et fiscal défini par les politiques publiques d'urbanisme. Ces mesures visent notamment à assurer une bonne cohérence entre la demande financière pour cette classe d'actif et la demande locative des utilisateurs, principalement fondée sur des déterminants réels. Elles peuvent s'avérer pertinentes pour répondre à l'apparition d'une dynamique du marché non soutenable.

Dans le prolongement de la refonte de l'enquête sur le financement des professionnels de l'immobilier réalisée par l'ACPR, les superviseurs peuvent également renforcer leur surveillance sur les expositions des acteurs financiers au secteur de l'immobilier commercial, et évaluer la capacité des acteurs financiers à résister à un choc sur le marché de l'immobilier commercial ou un de ces segments, à travers la réalisation d'exercices spécifiques (revue des expositions, conduite/supervision de *stress-tests*).

Le HCSF et les autorités de supervision ont enfin la possibilité de recourir à des mesures contraignantes. Comme l'indiquent les travaux engagés au niveau européen, et principalement au sein de l'ESRB⁶¹, l'immobilier commercial pose un certain nombre de défi dans la mise en œuvre d'instruments macroprudentiels. Outre l'absence de définition usuelle et le manque de données disponibles sur le secteur, l'immobilier commercial fait intervenir, contrairement à l'immobilier résidentiel, une large panoplie d'acteurs dans le financement dont les banques ne constituent qu'une composante (cf. partie A). Le secteur peut s'appuyer sur des modalités de financement très diverses (dette bancaire, dette de marché, « *equity* » des fonds d'investissement, actions, etc.) et une grande diversité de pourvoyeurs de fonds (banques, assurances, gestion d'actifs, sociétés foncières, etc.). Or, à l'heure actuelle, parmi les mesures ciblant directement les expositions des acteurs financiers au secteur de l'immobilier commercial (voire un segment de marché de ce dernier) en vue de renforcer leur résilience, les outils macroprudentiels contraignants mobilisables à court terme ont principalement trait au secteur bancaire et relèvent pour l'essentiel de la réglementation CRR/CRD IV :

- les mesures ciblant les banques reposent essentiellement sur l'instauration d'exigences en capital supplémentaires, cela peut s'effectuer à travers le relèvement, par l'ACPR, des pondérations sur les

⁶¹ Cf. Rapport CERS/ESRB op. cit.

expositions en immobilier commercial⁶² ou par l'augmentation des exigences minimales de fonds propres pour les expositions en immobilier commercial par le HCSF ou l'ACPR selon l'instrument mobilisé⁶³ ;

- les mesures s'adressant les assureurs reposent également sur l'instauration d'exigences en capital supplémentaires par l'ACPR au titre du « Pilier II », elles peuvent être mises en place dans le cas où les risques associés au marché de l'immobilier commercial provoqueraient une déviation du profil de risque de l'assureur par rapport aux exigences de fonds propres calculées en méthode standard ou interne⁶⁴ ;
- les mesures relatives aux fonds et gestionnaires d'actifs peuvent, quant à elles, agir sur le plafonnement du levier imposé aux fonds français ainsi qu'aux fonds étrangers dès lors que ces derniers sont gérés par des sociétés de gestion de portefeuille françaises agréées AIFM ; elles peuvent aussi agir sur les possibilités de rachats des fonds français (*redemption gates*,...) afin de contenir le risque de liquidité.

Ces mesures sont à articuler en fonction des deux objectifs précités, renforcer la résilience des acteurs de notre système financier d'une part et agir sur la trajectoire du marché d'autre part. Compte tenu de l'importance des acteurs internationaux et si l'objectif poursuivi vise à agir sur la trajectoire du marché, l'efficacité de l'intervention nécessite que les mesures s'appliquent à tous les acteurs, français et étrangers, que ce soit directement ou par l'intermédiaire d'une réciprocité internationale. La question du contournement (sectoriel et/ou géographique) se pose en particulier pour les mesures visant les fonds immobiliers français ou gérés par des sociétés de gestion françaises, et doit faire l'objet d'une attention spécifique. En l'état actuel des textes, les mesures macroprudentielles codifiées dans la réglementation européenne CRR/CRD IV peuvent faire l'objet d'une réciprocité, cette dernière pouvant être automatique ou sur demande des autorités nationales selon l'instrument mobilisé. Pour les autres, les conditions de réciprocité n'ont pas été explicitement codifiées et reposent donc, à ce stade, sur la coordination entre autorités.

Pour répondre aux risques engendrés par l'immobilier commercial, la politique macroprudentielle devrait, idéalement, être conçue pour (i) cibler davantage un type de transaction qu'une entité, afin de limiter les effets d'éviction vers des entités (domestiques ou étrangères) qui ne seraient pas soumises à des mesures équivalentes et (ii) capter toutes les formes de recours à l'endettement. Les instruments macroprudentiels fixant des critères en matière d'octroi de crédit afin de limiter le risque pris dans ces opérations (tels que des limites sur des ratios de type *loan-to-value LTV* ou *debt service coverage ratio DSCR*), orientés sur les emprunteurs, semblent par exemple susceptibles de conjuguer les deux objectifs en agissant sur la dynamique du crédit comme sur la résilience des emprunteurs et par conséquent en limitant les risques pour les prêteurs. Pour que de telles mesures d'octroi de crédit soient efficaces, le HCSF doit d'une part pouvoir disposer de l'ensemble des données nécessaires (distributions des ratios de type *LTV* ou *DSCR* pour l'ensemble des acteurs et des segments de marché) pour les calibrer et d'autre part être en mesure de les appliquer à l'ensemble des prêteurs potentiels, pas uniquement bancaires.

⁶² Relèvement des pondérations de risque pour les expositions garanties par une hypothèque sur un bien immobilier commercial (banques en approche standard) (Art. 124 (2) du CRR, autorité en charge : ACPR), relèvement des valeurs minimales de pertes en cas de défaut (LGD) pour les expositions garanties par un bien immobilier commercial (banques en approche notations internes) (Art. 164 (5) du CRR, autorité en charge : ACPR).

⁶³ Exigences de fonds propres supplémentaires au titre :

- du « Pilier II » pour les expositions en immobilier commercial (Art. 103 de CRD IV, autorité en charge : ACPR si la mesure est prise afin de lutter contre le risque systémique ou macroprudentiel, MSU sinon),
- du coussin pour le risque systémique (Art. 133 de CRD IV, autorité en charge : HCSF, sur proposition du gouverneur de la Banque de France),
- ou du « *National flexibility package* » (Art. 458 du CRR, autorité en charge : HCSF, sur proposition du gouverneur de la Banque de France). L'article 458 du CRR permet également d'imposer des pondérations de risque plus élevées ou de renforcer le plafonnement des expositions sectorielles.

⁶⁴ Art.37 de la directive Solvabilité II (autorité en charge : ACPR).

Ch.5 Endettement des agents non financiers

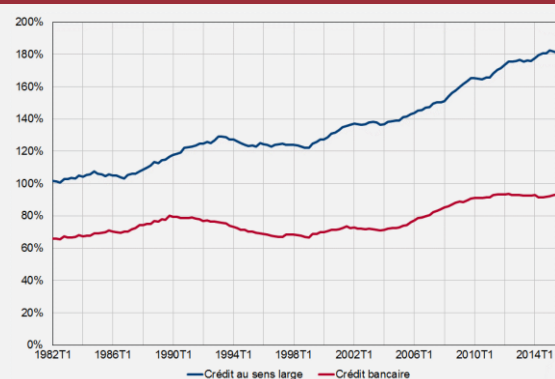
A. Différentes mesures du crédit aux agents non financiers

Plusieurs mesures du crédit⁶⁵ aux agents non financiers coexistent, l'appréciation des encours de crédit aux agents non-financiers suppose de s'accorder sur la mesure du crédit utilisée. Compte tenu de la diversification des formats susceptibles d'être adoptés par les crédits d'une part, et des différences de valorisation de ceux-ci d'autre part, des écarts parfois importants peuvent être constatés dans l'évaluation du taux d'endettement des agents non-financiers, selon le périmètre et le mode de valorisation retenus.

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) fournit ainsi deux séries de référence pour suivre l'évolution du crédit : une série de crédit dit « large », et une série de crédit dit « bancaire »⁶⁶. Si la série de crédit dit « bancaire » n'inclut que le crédit des banques résidentes, la série de crédit dit « large » inclut le crédit des banques résidentes mais également toutes les sources d'endettement indépendamment du pays d'origine et du type de prêteur, tels les titres de créance, les crédits titrisés détenus par le secteur financier non bancaire, les prêts transfrontières, les prêts intragroupes, les composantes de trésorerie des grandes entreprises, etc.

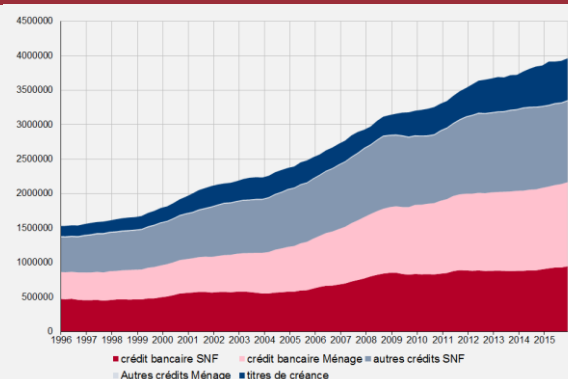
En France, ces deux séries ont connu des évolutions très différentes au cours des dernières décennies, le crédit « large » ayant été beaucoup plus dynamique que le crédit « bancaire ». L'écart en niveau entre ces deux séries s'explique principalement par la prise en compte, dans la série de crédit « large », des crédits intragroupes.

Graphique 72 - Ratio crédit / PIB en France



Sources : BRI, Insee, calculs DG Trésor.

Graphique 73 - Décomposition du crédit « large » à partir des composantes statistiques (en M€)



Source : Banque de France.

De la même manière, quatre mesures de l'endettement des sociétés non financières peuvent être considérées : (i) celle de la Banque de France (Stat Info « Endettement des agents non financiers »⁶⁷ : crédits octroyés par des intermédiaires financiers résidents ou non-résidents et titres de dette émis par les SNF en valeur nominale), (ii) celle la Commission européenne (MIP Scoreboard : dette mesurée en valeur de marché, consolidation sectorielle), (iii) celle de du Comité Européen du Risque Systémique (*Risk Dashboard* : dette

⁶⁵ Dans ce chapitre, la notion de crédit est utilisée au sens large et recouvre tout ce qui est économiquement assimilable à du crédit, indépendamment de son statut juridique.

⁶⁶ Dembiermont, C., Drehmann, M., Muksakunratana, S., "How much does the private sector really borrow - a new database for total credit to the private non-financial sector", BIS Quarterly Review, mars 2013.

⁶⁷ <https://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/stats-info/detail/endettement-des-agent-non-financiers.html>

mesurée en valeur de marché, consolidation sectorielle) et (iv) celle de la Banque des règlements internationaux (total des titres de dette en valeur de marché et ensemble des crédits, sans consolidation).

Tableau 3 - Taux d'endettement des SNF selon quatre approches

(En % du PIB)	2009	2013	2014
Banque de France	60,1	63,4	66,3
Commission Européenne	77,9	81,8	85,6
ESRB	78,2	82,0	85,8
BRI	112,6	119,7	123,0

Source : Banque de France

Ainsi, selon la source et le périmètre retenus, le taux d'endettement variait en 2014 du simple au double. De la même manière, si toutes les institutions constatent une hausse du taux d'endettement depuis 2009, l'ampleur de cette hausse dépend de la mesure retenue.

Coussin en capital contra-cyclique

Le coussin de fonds propres contra-cyclique (*countercyclical capital buffer* : CCB), qui est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2016, fait partie des instruments macroprudentiels inclus dans la réglementation CRD IV⁶⁸. Il est défini comme une surcharge en fonds propres ayant vocation à s'ajuster dans le temps afin d'augmenter les exigences en fonds propres en période d'accélération du crédit au-delà de sa tendance et à les desserrer dans les phases de ralentissement.

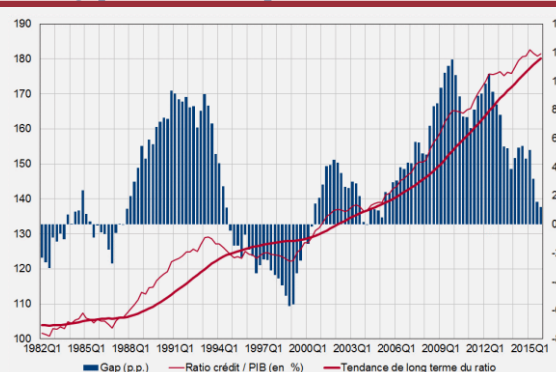
Afin de guider le jugement des autorités macroprudentielles dans la fixation du taux du CCB, le Comité Européen du Risque Systémique (CERS/ESRB) a recommandé⁶⁹ l'utilisation d'un référentiel pour orienter les décisions relatives au CCB, calculé comme la déviation du ratio du crédit au PIB par rapport à sa tendance de long terme (écart du ratio crédit / PIB ou « *credit to GDP gap* »). La méthodologie de calcul de ce référentiel, qui a été établie par le Comité de Bâle, s'appuie sur une définition large du crédit, incluant le crédit des banques résidentes ainsi que toutes les sources de crédit, indépendamment du pays d'origine ou du type de prêteur.

En France, le référentiel calculé selon la méthode bâloise (« référentiel bâlois ») est actuellement positif (+1,2 pp au-dessus de sa tendance de long terme au 4^e trimestre 2015), alors qu'il est quasi nul, voire négatif, dans la plupart des autres pays européens.

Cependant, le périmètre de la dette utilisée dans le calcul du référentiel bâlois ne reflète pas parfaitement l'évolution des risques liés à la dynamique d'endettement. En effet, il couvre en grande partie des financements intragroupes dont le niveau et les variations reflètent uniquement l'évolution de l'organisation interne des groupes et non un accroissement de leur vulnérabilité financière. Compte tenu de l'importance en France des grands groupes industriels et commerciaux dans le tissu économique, cette mesure de l'endettement est artificiellement élevée.

Une étude des composantes de l'endettement du secteur privé non financier, sur lequel repose le référentiel bâlois, montre que les crédits que les sociétés non-financières (SNF) s'accordent entre elles

Graphique 74 - Référentiel bâlois (« *credit to GDP gap* ») – Secteur privé non financier



Source : BRI, calculs Banque de France.

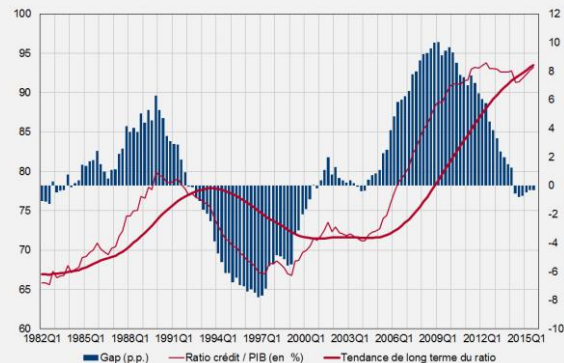
⁶⁸ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

⁶⁹ Recommandation CERS/2014/1.

ont crû plus rapidement que les autres composantes au cours des deux dernières décennies. À l'inverse, l'endettement des ménages, qui a été assez dynamique il y a quelques années, a nettement ralenti.

La recommandation du CERS/ESRB mentionne la possibilité pour les autorités macroprudentielles d'également suivre, en plus du référentiel bâlois, un taux de CCB de référence qui peut être fondé sur une autre mesure de la déviation du ratio du crédit au PIB. L'utilisation d'une série de crédit bancaire, plutôt que d'une série de crédit large, constitue un indicateur alternatif. Contrairement à l'endettement du secteur privé non financier, l'écart par rapport à sa tendance de long terme du ratio du crédit bancaire au produit intérieur brut est actuellement négatif (-0,3 pp au-dessous de sa tendance de long terme). L'origine du niveau élevé de la déviation du ratio du crédit au PIB par rapport à sa tendance de long terme et donc externe au secteur bancaire. Dans ce contexte, le CCB, qui s'applique uniquement aux banques ne semble pas nécessairement être l'instrument le plus adéquat.

Graphique 75 - Ratio du crédit bancaire au produit intérieur brut – Secteur privé non financier



Source : BRI, calculs : Banque de France.

B. Risque systémique et canaux de transmission

Une dynamique excessive de l'endettement peut créer des risques systémiques. La croissance de l'endettement peut avoir un impact sur la solidité des acteurs financiers (qui sont exposés au risque de crédit ainsi que, souvent, à un risque de liquidité lié à leur activité de transformation de maturité) mais la fragilisation des bilans n'est pas la seule source de risque systémique. Du point de vue macroprudentiel, l'endettement des acteurs non financiers est aussi un indicateur pertinent du risque systémique : lors d'une expansion rapide du crédit, les entreprises et les ménages deviennent de plus en plus vulnérables à un retournement conjoncturel. Même si chaque agent choisit sa structure financière de façon rationnelle et optimale pour lui, le niveau de dette et le niveau de risques pris dans l'économie peuvent ne pas être socialement optimaux. En effet, comme les agents non financiers ne prennent pas en compte les externalités liées à la dette, le niveau de dette dans l'économie peut être supérieur à l'optimum social (voir Bianchi (2010)⁷⁰ et Lorenzoni (2008)⁷¹), bien que cet optimum soit difficile à caractériser, augmentant la fragilité financière du système. Si la dynamique d'endettement présente un caractère excessif, une réponse macroprudentielle de type coussin contracyclique peut se révéler appropriée.

B.1. Risques liés à l'encours et à la structure des crédits dans le bilan des banques

L'encours crédits dans le bilan des banques peut être source de risques

Les risques liés à une croissance excessive du crédit peuvent transiter par le bilan des banques, notamment *via* le volume que ces crédits représentent dans le bilan des banques. D'une part, une trop forte croissance du crédit conduit à une hausse du risque de crédit pour les banques : un fort endettement des agents non financiers les rend plus vulnérables à un retournement conjoncturel⁷², et une production de crédit en forte croissance va souvent de pair avec une politique d'octroi plus souple de la part des banques, que ce soit par un relâchement des critères d'octroi, ou par une diminution du taux des crédits et donc du prix du risque de

⁷⁰ Bianchi, J., "Credit Externalities: Macroeconomic Effects and Policy Implications", American Economic Review, 2010.

⁷¹ Lorenzoni, G., "Inefficient Credit Booms.", Review of Economic Studies, 75(3), p.809-833.

⁷² Cette vulnérabilité accrue peut être liée à un endettement plus important par agent non financier, mais aussi à l'octroi de crédit à un nombre plus important d'agents non financiers, ces agents supplémentaires ayant un risque de crédit plus élevé.

crédit. De ce fait, un choc même modeste dans l'économie peut se traduire par un choc important sur le bilan des banques si elles ne disposent pas d'un capital qui a crû de façon adéquate parallèlement à la croissance excessive du crédit. D'autre part, plus les crédits représentent une part importante du bilan des banques, plus il est difficile et coûteux pour celles-ci rendre leur offre de crédit indépendante des chocs externes, par exemple en détenant un coussin de capital suffisant. L'absence d'une telle indépendance renforce alors l'impact des chocs *via* les canaux décrits ci-dessous.

Le canal du bilan des banques peut être décomposé en deux types d'effets : le canal traditionnel du crédit bancaire et le canal du capital des banques. Ces deux canaux reposent sur le fait que des chocs négatifs sur le bilan des banques peuvent conduire à de fortes contractions du crédit, et donc avoir des effets amplifiés sur l'économie réelle.

Un premier canal de transmission des chocs financiers à l'activité réelle est le canal traditionnel du crédit bancaire, selon lequel un choc sur la valeur des actifs financiers peut conduire à une forte contraction du crédit, et donc à des effets importants sur l'activité réelle (Bernanke et Blinder (1988)⁷³). Si l'existence empirique de ce canal a fait l'objet de vifs débats dans les années 1990, sans qu'un consensus ne soit atteint, la recherche récente s'est concentrée sur l'impact de la taille et de la structure de bilan des banques : Kashyap et Stein (1995)⁷⁴ montrent que ce canal de transmission est plus important pour les petites banques que pour les plus grandes, qui ont accès à des sources de financement plus diverses et sont capables donc de mieux isoler leur offre de crédit. De la même manière, Kashyap et Stein (2000)⁷⁵ montrent que les chocs sur les prix des actifs ont un impact plus important sur l'offre de crédit dans les banques ayant relativement moins d'actifs liquides, qui auraient pu servir à isoler l'offre de crédit de chocs externes.

Par ailleurs, le canal du capital des banques étudie l'effet d'une réduction du capital détenu par les banques sur le volume de crédit qu'elles octroient. Par exemple, Holström et Tirole (1997)⁷⁶ montrent dans le modèle d'accélérateur financier qu'un choc négatif sur le capital bancaire limite la capacité d'octroi de crédits des banques, pesant sur la demande agrégée et sur l'activité. Stein (1998)⁷⁷ renforce ce canal en indiquant que le coût de financement des banques dépendant de leur capitalisation, une réduction du capital détenu par les banques augmente leur coût de financement, et donc le coût du crédit bancaire, conduisant également à une contraction du crédit et donc de l'activité. Comme signalé par Van den Heuvel (2002)⁷⁸, les banques peuvent toutefois limiter ces effets en détenant un coussin de capital au-delà des exigences de capital réglementaire.

Si les premières études empiriques menées sur des données européennes, notamment de Bondt (1998)⁷⁹, de Bondt (1999)⁸⁰ et Favero et al (1999)⁸¹, ont conclu que le canal du bilan des banques est moins marqué en Europe qu'aux États-Unis, et que son ampleur dépend de la période étudiée, la crise financière a cependant

⁷³ Bernanke, B., Blinder, A., "Credit, money, and aggregate demand", *American Economic Review*, vol 78, n° 2, p.435-439, 1988.

⁷⁴ Kashyap, A., Stein, J., "The impact of monetary policy on bank balance sheets", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol 42, pp 151-195, 1995.

⁷⁵ Kashyap, A., Stein, J., "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?," *American Economic Review*, p.407-428, 2000.

⁷⁶ Holström, B., Tirole, J., "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *Quarterly Journal of Economics*, vol 112, n° 3, pp 663-691, 1997.

⁷⁷ Stein, J., "An adverse-selection model of bank asset and liability management with implications for the transmission of monetary policy", *RAND Journal of Economics*, vol 29, n° 3, p.466-486, 1998.

⁷⁸ Van den Heuvel, "Does bank capital matter for monetary transmission?," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol 8, n° 1, p.259-265, 2002.

⁷⁹ De Bondt, G., "Credit channels in Europe: bank-level panel data analyses", *De Nederlandsche Bank Research Memorandum WO&E*, n° 567, 1998.

⁸⁰ De Bondt, G., "Credit channels in Europe: cross-country investigation", *De Nederlandsche Bank Research Memorandum WO&E*, n° 569, 1999.

⁸¹ Favero, C., Giavazzi, F., Flabbi, L., "The transmission mechanism of monetary policy in Europe: evidence from banks' balance sheets", *NBER Working Paper* n° 2, 1999.

remis en avant ce canal de transmission, et les études plus récentes comme Gambacorta et al (2011)⁸² ou Jiménez et al (2012)⁸³ montrent sa pertinence sur les données européennes.

Structure des crédits dans le bilan des banques

Au-delà des montants globaux de crédits figurant au bilan des banques, la qualité de ceux-ci, et notamment leur sensibilité à des retournements de marchés, constitue un facteur clé d'évaluation du risque associé. Récemment, l'exposition des banques françaises au secteur énergétique ainsi qu'à des contreparties issues de pays émergents a ainsi fait l'objet d'une attention particulière de celles-ci, ainsi que des régulateurs, dans un contexte de ralentissement des perspectives économiques associées à ces activités.

B.2. Risques liés à la transformation de liquidité

La crise financière de 2008-2009 a mis en avant l'importance de la liquidité, et son impact sur la capacité des banques à octroyer des crédits. Un effet de levier important et une transformation de maturité importante sont des éléments essentiels dans la propagation de chocs de liquidité à l'offre de crédit et donc à l'activité économique. En effet, ces caractéristiques des bilans des institutions financières peuvent engendrer des spirales à la baisse du prix des actifs, dont l'existence a été notée dès 1933 par Fischer⁸⁴. Cette transmission repose sur le fait que, confrontées à un choc de liquidité, les institutions financières commencent à vendre des actifs, ce qui fait diminuer leur prix. Cette baisse des prix conduit à de nouvelles ventes, afin de répondre aux appels de marge, entraînant une spirale à la baisse.

Dans le cas des banques, Diamond et Rajan (2005)⁸⁵ ont montré que lorsqu'une banque fait de la transformation de maturité, c'est-à-dire qu'elle finance des prêts, illiquides, avec de la dette de court terme, elle peut être forcée de liquider des prêts pourtant rentables. De plus, Diamond et Rajan (2009)⁸⁶ montrent que l'anticipation de crises de liquidité peut même conduire des banques ayant des actifs liquides à limiter leur offre de crédit, puisqu'elles anticipent qu'elles pourront dans le futur racheter des actifs à prix bradés (auprès de banques moins liquides forcées de vendre des actifs). Ces résultats peuvent se généraliser à d'autres institutions financières qui effectueraient également de la transformation de maturité. Comme montré par Cifuentes *et al* (2005)⁸⁷, ce canal de transmission des chocs est renforcé par la comptabilité en valeur de marché (*mark-to-market*).

De plus, un levier important peut renforcer les effets d'un choc de liquidité. Gromb et Vayanos (2008)⁸⁸ proposent un modèle dans lequel la liquidité est fournie par des arbitragistes financièrement contraints. Ceux-ci, qui dépendent de financements externes et s'engagent dans des opérations à fort effet de levier, fournissent de la liquidité au marché, mais causent aussi des périodes d'assèchement de la liquidité. Acharya et Viswanathan (2008)⁸⁹ montrent quant à eux le rôle du levier de l'ensemble du secteur financier dans la formation de spirales à la baisse des prix des actifs.

⁸² Gambacorta, L., Marques-Ibanez, D., "The bank lending channel: lessons from the crisis", *Economic Policy*, 26(66), p.135-182, 2011.

⁸³ Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J., Saurina, J., "Credit supply and monetary policy: Identifying the bank balance-sheet channel with loan applications", *The American Economic Review*, 2301-2326, 2012.

⁸⁴ Fischer, I., "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p.337-357, 1933.

⁸⁵ Diamond, D., Rajan, R., "Liquidity shortages and banking crises", *Journal of Finance*, vol 60, n° 2, p.615-647, 2005.

⁸⁶ Diamond, D., Rajan, R., "The credit crisis: conjectures about causes and remedies", *American Economic Review*, vol 99, n° 2, p.606-610, 2009.

⁸⁷ Cifuentes, R., Ferrucchi, G., Shin, H., "Liquidity risk contagion", *Journal of the European Economic Association*, vol 3, n° 2-3, p.556-66 2005.

⁸⁸ Gromb, D., Vayanos, D., "Leverage and liquidity dry-ups: a framework and policy implications", 2008.

⁸⁹ Acharya, V., Viswanathan, S., "Moral hazard, collateral and liquidity", *CEPR Discussion Papers* n° 6630, 2008.

B.3. Risques liés à l'endettement total

Une croissance excessive du crédit conduit par ailleurs à un endettement excessif des agents privés non financiers, ce qui peut créer des risques systémiques indépendamment de la solidité des acteurs qui ont originé et/ou qui portent ces crédits.

Tout d'abord, au niveau macroéconomique, la croissance du crédit soutient la consommation et l'investissement. Une croissance excessive du crédit peut stimuler la demande agrégée au-delà du potentiel de production de l'économie, conduisant à une surchauffe de l'économie, avec des effets sur l'inflation, les taux d'intérêts et les taux de change.

Par ailleurs, l'endettement des agents privés non financiers peut également constituer un risque systémique. À un niveau modéré, le crédit contribue à la croissance, en permettant aux ménages de lisser leur consommation face à un revenu variable, aux entreprises de réaliser les investissements rentables et de lisser leur production malgré un chiffre d'affaire variable, et en permettant une allocation du capital plus efficace au sein de l'économie. Cependant, l'accumulation de dette crée également un risque : au fur et à mesure que la dette augmente, la capacité de remboursement des emprunteurs devient plus sensible à des variations de revenus ou de chiffre d'affaires, ainsi qu'à des variations de taux d'intérêt. Un choc modéré peut alors suffire à rendre une large partie des agents non solvables, conduisant à une contraction de l'offre de crédit, une baisse de la consommation et de l'investissement, et donc une contraction de l'activité économique.

En principe, lorsque les emprunteurs très endettés doivent cesser de consommer ou d'investir, des agents moins endettés pourraient prendre le relais. Néanmoins, Eggertsson et Krugman (2012)⁹⁰ montrent que même en cas d'asymétrie entre agents, certains surendettés et d'autres non, un choc peut quand même conduire à une contraction de la demande agrégée, notamment lorsque les taux sont déjà très bas et ne peuvent baisser suffisamment.

Les études empiriques confirment qu'un endettement excessif des agents privés pèse sur la croissance au-delà d'un certain seuil. Dans la littérature, le seuil au-delà duquel l'endettement des agents privés non financiers pèse sur la croissance est estimé entre 90 % (Law et Singh (2014)⁹¹ et 100 % du PIB (Cecchetti *et al* (2011)⁹², Arcand *et al* (2012)⁹³). Cecchetti *et al* (2011) décomposent ce seuil entre ménages et entreprises, et estiment qu'il se situe autour de 90 % du PIB pour la dette des entreprises et de 85 % du PIB pour la dette des ménages.

B.4. Risques liés aux interactions entre les sources de financement

De plus, même si les nouveaux acteurs financiers ne prennent pas de risques excessifs par rapport aux acteurs en place, leur simple présence sur le marché peut tout de même conduire à l'émergence d'un risque systémique : la compétition entre les différentes sources de crédit, qui s'accroît avec l'émergence de nouveaux acteurs et le contexte de taux bas, peut avoir un impact sur l'évolution des conditions d'origine des crédits. Les institutions financières peuvent se concurrencer sur les prix, *via* le taux des crédits qu'elles octroient, ou sur les volumes, en relâchant leurs conditions d'octroi. Si tous les acteurs, bancaires et non bancaires, sont en concurrence pour prêter aux bonnes contreparties, cette concurrence peut donc conduire à un relâchement des conditions d'octroi et des effets de report de l'offre initiale vers des contreparties plus risquées.

⁹⁰ Eggertsson, G., Krugman, P., "Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap: a Fisher-Minsky-Koo approach", The Quarterly Journal of Economics, 2012.

⁹¹ Law, S., Singh, N., "Does too much finance harm economic growth?", Journal of Banking & Finance, n° 41, p.36-44, 2014.

⁹² Cecchetti, S., Mohanty, M., Zampolli, F., "The real effects of debt", 2011.

⁹³ Arcand, J-L., Berkes, E., Panizza, U., "Too Much Finance?", IMP Working Paper n° 12/161, 2012.

La littérature existante a principalement documenté l'impact sur les conditions d'octroi de la concurrence au sein du secteur bancaire. Ainsi, Dell'Ariccia *et al* (2012)⁹⁴ montrent que sur le marché du *subprime* américain, les conditions d'octroi se sont le plus relâchées dans les régions où des institutions financières, jusqu'alors absentes, sont entrées sur le marché. Rajan (1994)⁹⁵ attribue le relâchement des conditions d'octroi aux évaluations court-termistes des marchés : la réputation d'une banque se dégrade si elle n'augmente pas sa production de crédit alors que d'autres banques le font, et les erreurs des banques sont sanctionnées de façon plus clémentine si elles sont communes à tout le secteur bancaire. Cela peut conduire les banques à octroyer des crédits peu voire non profitables.

Ces raisonnements peuvent se généraliser au cas où la concurrence est intensifiée non pas par l'entrée de nouvelles banques sur le marché des prêts, mais par l'entrée de nouveaux acteurs non bancaires. Les effets peuvent même être amplifiés si ces nouveaux acteurs, n'étant pas soumis à la même réglementation que les banques (*level playing field*), disposent d'un avantage concurrentiel, accentuant la pression sur les banques.

Par ailleurs, l'émergence de ces nouveaux acteurs peut également conduire à une concurrence sur les ressources humaines. Berger et Udell (2004)⁹⁶ montrent que le relâchement des conditions de crédit en période d'expansion du crédit est en partie lié à la difficulté pour les banques de recruter des analystes crédit compétents et expérimentés à un rythme suffisant pour suivre la croissance de leur activité. De plus, au fur et à mesure que le temps passe depuis la dernière crise de crédit, les analystes expérimentés sont progressivement remplacés par des analystes plus jeunes, moins capables de discriminer entre de bonnes et de mauvaises contreparties, conduisant à un relâchement des critères d'octroi. De la même manière, l'apparition de nouveaux acteurs sur le marché du crédit, qui doivent démontrer leurs capacités d'analyse et de mesure du risque de crédit, peut conduire à une compétition entre les banques et ces nouveaux acteurs pour retenir ou recruter des analystes crédit compétents et expérimentés.

Les risques liés au relâchement des conditions d'octroi, et notamment l'effet important sur le taux de défaut, ont été largement documentés (voir notamment Demyanyk et Van Hemert (2007)⁹⁷ et Dell'Ariccia *et al* (2012)⁹⁸).

B.5. La prise en compte de ces risques plaide pour une approche plus globale de la supervision de l'origination de crédit

Si la réglementation microprudentielle met l'accent sur la gestion du risque de crédit, une approche plus large est nécessaire pour prendre en compte l'ensemble des canaux de transmission identifiés. L'approche macroprudentielle mise en place dans le cadre de Bâle 3 permet ainsi de gérer les risques liés à l'encours et à la structure des crédits dans le bilan des banques. Cependant, certains canaux ne transitent pas par le bilan des banques et l'apparition d'un nombre croissant d'acteurs non-bancaires dans l'activité d'octroi de crédit, plaide pour une approche plus globale qui aille au-delà des expositions du secteur bancaire (approche par l'actif des banques) pour considérer la transformation de liquidité opérée dans le système (approche par la liquidité) et le crédit aux agents non financiers dans son ensemble (approche par le passif des agents non financiers).

Ainsi, puisqu'il existe des risques liés à l'endettement total des agents non financiers, ainsi qu'aux interactions entre les sources de financement, l'origination des crédits doit reposer sur un processus d'origination de crédit robuste, quel que soit l'émetteur. Dans ce contexte, l'ouverture de la capacité d'origination de crédit à des acteurs non bancaires s'est accompagnée d'une volonté que ces acteurs mettent

⁹⁴ Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market", *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 44(2-3), p.367-384, 2012.

⁹⁵ Rajan, R., "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence", *The Quarterly Journal of Economics*, p.399-441, 1994.

⁹⁶ Berger, A., Udell, G., "The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior", *Journal of financial intermediation*, 13(4), p.458-495, 2004.

⁹⁷ Demyanyk, Y., Van Hemert, O., "Understanding the Subprime Mortgage Crisis", *Review of Financial Studies*, n° 24(6), p.1848-1880, 2007.

⁹⁸ Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market", *Journal of Money, Credit and Banking*, n°44(2-3), p.367-384, 2012

en place une gouvernance appropriée de l'octroi de crédit, avec des processus d'origination robustes et une gestion des risques adéquate.

De la même manière, dans le cadre de l'ouverture de la capacité d'origination de crédit à des acteurs non bancaires, les ressources mobilisées par ces derniers dans le cadre de leur activité de crédit fait l'objet d'une attention particulière et d'un encadrement qui, tout en prenant en compte le cadre réglementaire spécifique de ces acteurs, assure que les crédits sont effectivement originés à partir de ressources propres.