

# HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

## **Rapport annuel** **Juin 2019**

# Table des matières

---

RÉSUMÉ .....	4
ACTION DU HCSF .....	7
CHAPITRE 1 – DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS.....	13
A. Croissance et inflation.....	13
B. Les marchés de capitaux.....	13
CHAPITRE 2 – AGENTS NON FINANCIERS .....	20
A. Ménages .....	20
B. Entreprises .....	23
CHAPITRE 3 – AGENTS FINANCIERS.....	38
A. Banques.....	38
B. Entreprises d'assurance .....	42
C. La gestion d'actifs .....	47
CHAPITRE 4 – MARCHÉS IMMOBILIERS ET CRÉDITS À L'HABITAT DYNAMIQUES, MAIS RISQUES CONTENUS À CE STADE .....	55
A. Les derniers développements confirment le dynamisme du crédit à l'habitat et du marché immobilier .....	55
B. Une dégradation légère mais persistante des conditions d'octroi conduisant à des risques diffus .....	59
C. Un cycle du crédit immobilier sous surveillance pour éviter des effets de débordement négatifs sur le reste de l'économie.....	62
CHAPITRE 5 – FINANCE À EFFET DE LEVIER .....	66
A. Éléments introductifs.....	66
B. Une quantification par les comptes financiers des entreprises en France.....	70
C. La dynamique des émissions et des encours de dette à effet de levier observée dans les bases de données commerciales.....	72
D. La répartition des encours par typologie de prêteurs .....	73
LEXIQUE.....	76

Ce rapport a été adopté par les membres sur Haut Conseil de Stabilité Financière à l'occasion de la séance du 11 juin 2019.

Bruno Le Maire  
Ministre de l'Économie et des Finances  
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 de droit

Robert Ophèle  
Président de l'Autorité des Marchés Financiers  
Membre de droit

Bernard Delas  
Vice-président de l'Autorité de Contrôle  
Prudentiel et de Résolution  
Membre de droit

Patrick de Cambourg  
Président de l'Autorité des Normes Comptables  
Membre de droit

Raphaëlle Bellando  
Professeur, Université d'Orléans  
Personnalité qualifiée

Agnès Bénassy-Quéré  
Professeur, Université Paris I  
Personnalité qualifiée

Hélène Rey  
Professeur, London Business School  
Personnalité qualifiée

La rédaction de ce rapport a été arrêtée au 11 juin 2019.

Ce rapport a été préparé sous la responsabilité de Guy Lalanne 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 d'Étude et d'Analyse des Risques) et de l'Autorité des Marchés Financiers (Division Études, Stabilité financière et Risques).

Tous les rapports annuels sont sur le site du HCSF : <https://www.economie.gouv.fr/hcsf/rapports-annuels>

# Résumé

---

Après un bref retour sur les principaux développements économiques et financiers intervenus depuis juin 2018, le rapport annuel du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) décrit la situation financière des principaux acteurs non financiers (ménages et entreprises) et financiers (banques, sociétés d'assurance, sociétés de gestion et fonds) avant de présenter, dans le cadre de deux chapitres dédiés, deux marchés qui ont fait l'objet d'une analyse approfondie de la part du Haut Conseil au cours des derniers mois : d'une part le marché immobilier et le crédit à l'habitat, d'autre part la finance à effet de levier.

Parallèlement à la publication de ce rapport annuel, qui adopte une perspective sectorielle et structurelle, la Banque de France publie son *Évaluation des risques du système financier français* (ERS), qui présente une appréciation conjoncturelle des risques et alimente le travail de surveillance du HCSF. L'ERS de la Banque de France est publiée semestriellement<sup>1</sup>. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) publie par ailleurs une cartographie des marchés et des risques au mois de juillet, qui analyse le financement de l'économie, les marchés ainsi que l'épargne des ménages et la gestion collective.

## *Environnement économique*

Depuis la publication du dernier rapport annuel du HCSF, l'activité économique en France est restée résiliente malgré un ralentissement à l'échelle de la zone euro. L'économie française a ainsi continué à croître en 2018 à un rythme soutenu, supérieur à sa croissance moyenne sur la dernière décennie ou à la plupart des estimations de croissance potentielle. La consommation des ménages a progressé à un rythme modéré, avec un accroissement de leur épargne, tandis que l'investissement est resté dynamique, en particulier chez les entreprises non financières. Le commerce extérieur a fortement contribué à la croissance, avec des exportations toujours dynamiques tandis que les importations ont fortement ralenti.

Dans ce contexte macroéconomique favorable, et malgré des facteurs d'incertitudes en hausse, les valorisations sur les marchés se maintiennent à des niveaux élevés, liées, entre autres, à un appétit certain pour le risque. Malgré une nette correction fin 2018 qui avait suivi une période de forte progression jusqu'à l'été 2018, une dynamique positive est de nouveau visible depuis début 2019. La volatilité est cependant restée basse, tout comme les primes de risques sur les marchés obligataires. Pourtant, les mesures protectionnistes et les tensions commerciales ont fait ralentir les échanges et constituent une source d'incertitude majeure. Elles pourraient peser plus fortement sur la croissance économique et les valorisations à l'avenir.

## *Agents non financiers (ménages et entreprises)*

En lien avec l'accroissement du taux d'épargne des ménages, ceux-ci ont continué à redresser leurs flux nets de placements financiers. Les plus gros flux sont toujours en direction des livrets d'épargne et des dépôts à vue, mais l'assurance vie a connu une accélération de sa collecte. Tandis que la collecte sur les supports en unités de compte s'est maintenue, la décollecte sur les fonds euros observée en 2017 s'est arrêtée en 2018.

Contrairement à ce qui s'observe dans la plupart des pays comparables, l'endettement des ménages français a continué à croître, dans un contexte de taux d'intérêts qui ont encore baissé. Cette hausse de l'endettement est associée au dynamisme des prix et des transactions sur le marché immobilier, qui favorise la croissance des encours de crédit à l'habitat.

Le Haut Conseil, après une analyse approfondie des derniers développements sur le marché du crédit à l'habitat et de l'immobilier résidentiel, maintient une vigilance renforcée dans le secteur.

En écho à cette analyse, le premier chapitre thématique de ce rapport annuel est consacré au marché immobilier résidentiel et au crédit à l'habitat. Le dynamisme du crédit à l'habitat s'est accompagné d'un assouplissement des conditions d'octroi. Ainsi malgré le contexte de taux particulièrement bas, les taux d'effort sont en hausse et les maturités des prêts se sont allongées. Par ailleurs, les marges bancaires sur

---

<sup>1</sup> ERS publiée le 24 juin 2019 : [lien](#) ; page des rapports ERS : [lien](#).

ces crédits se sont dégradées dans un contexte où les pratiques commerciales des établissements font du crédit immobilier un produit d'appel.

Cependant, les ratios prix-revenus et prix-loyers restent pour le moment inférieurs ou comparables à leurs niveaux d'avant-crise, et dans la moyenne des pays européens, ce qui ne va pas dans le sens d'un constat de forte surévaluation des prix en moyenne au niveau français. De même, les conditions d'octroi restent à ce stade fondées sur la solvabilité des ménages et en moyenne satisfaisantes, même si un assouplissement progressif et continu est observé, en particulier de la maturité et du taux d'effort. Enfin, plusieurs caractéristiques structurelles du marché français sont des facteurs de résilience : les crédits sont la plupart du temps accordés à taux fixe, ce qui limite le risque pour les ménages débiteurs, et majoritairement garantis voire cautionnés, ce qui limite le risque pour les établissements créditeurs. Le risque semble ainsi maîtrisé, comme en atteste la faible sinistralité des crédits mais le Haut Conseil maintient sa vigilance au vu des montants importants en jeu et de la dynamique actuelle, qui constituent un risque à moyen terme.

La situation économique des sociétés non financières est restée globalement stable en 2018, après une année 2017 favorable. Leur valeur ajoutée, qui avait nettement accéléré en 2017, a légèrement ralenti en 2018, mais reste en progression à un rythme plus rapide que le Produit Intérieur Brut (PIB). Le taux de marge a légèrement progressé en 2017, puis s'est tassé en 2018, dans le contexte d'augmentation des prix de l'énergie, et reste à des niveaux inférieurs à ceux atteints avant crise. Les rentabilités économique et financière n'ont quant à elle pas progressé en 2017, et restent à des niveaux sensiblement inférieurs à la période d'avant 2008, tandis que les défaillances d'entreprises n'ont plus reculé dernièrement et restent supérieures aux niveaux d'avant-crise.

Les sociétés non financières ont continué d'augmenter leur investissement à un rythme plus rapide que leur valeur ajoutée en 2018. Cet investissement a été porté par des conditions de taux et d'accès au financement toujours très favorables. Les petites et moyennes entreprises ont continué de conserver un bon accès au crédit, et ont été, cette année encore, plus nombreuses à demander un financement que dans les autres pays de la zone euro. Chez les grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire, le financement de marché a progressé rapidement, en complément du crédit bancaire.

Cet investissement, conjugué aux conditions favorables d'accès au crédit, a continué d'alimenter l'endettement croissant des sociétés non financières. Cette évolution est singulière par rapport aux autres grands pays européens, et l'endettement des sociétés françaises atteint désormais un niveau supérieur à celui observé dans ces pays. Cependant, les entreprises ont également accumulé des liquidités croissantes, surtout sous forme de dépôts, et leur endettement net de ces liquidités croît à un rythme moindre. De plus, les entreprises françaises ont également augmenté leurs fonds propres, l'évolution de leur levier restant contenue.

Le maintien d'une croissance dynamique de l'endettement des ménages et des entreprises, ainsi que les valorisations élevées sur la plupart des marchés, ont conforté le diagnostic du Haut Conseil, qui positionne la France dans une phase favorable du cycle financier, justifiant un niveau de coussin contracyclique à 0,5 % (cf. Action du HCSF).

### *Agents financiers*

Dans un contexte de nécessaires investissements liés à la transformation numérique des modèles d'activité, les résultats des principaux groupes bancaires français sont mitigés, avec de faibles performances des activités de la banque de détail en France, un recul de la banque de financement et d'investissement, compensés par une progression des activités d'assurance et de gestion d'actifs. Le rendement sur fonds propres est cependant dans la moyenne européenne. Les banques françaises, bien capitalisées, affichent une situation de solvabilité et de liquidité satisfaisante, en cohérence avec les obligations réglementaires croissantes. Les créances douteuses continuent de se réduire, et leur poids reste peu important en comparaison européenne.

Le secteur français de l'assurance, qui occupe toujours pour une place prépondérante au niveau européen et continue son mouvement de concentration, a connu une reprise en 2018. La collecte de primes a nettement progressé, notamment dans l'assurance-vie. En parallèle, les prestations servies brutes ont reculé. La solvabilité des assureurs est dans la moyenne européenne et continue de progresser. L'environnement de taux bas pèse cependant sur la rentabilité de l'actif des assureurs, qui, en limitant les revalorisations et en augmentant les provisions pour participation aux bénéficiaires, continuent de

s'adapter à cet environnement, qui devrait se prolonger au vu des annonces de début d'année des principales banques centrales.

Dans la gestion d'actifs, les encours gérés par le secteur français de la gestion collective ont légèrement reculé en 2018, ce qui est une première depuis 6 ans, avec en particulier une baisse des encours des organismes de placement collectif (OPC) de droit français. Cela est lié à la fois au repli des valorisations de marché en fin 2018, et à un mouvement de décollecte sur la plupart des types de fonds, hors immobilier. La part de marché de la France dans la gestion d'actifs en zone euro continue de baisser.

### *Chapitre thématique sur la leverage finance*

Le second chapitre thématique de ce rapport est consacré à la finance à effet de levier, ou *leverage finance*. Ce terme, qui regroupe un périmètre d'activité qui demeure mal défini, concerne des prêts ou obligations à des entreprises endettées. Une partie significative des prêts à effet de levier sont titrisés dans des CLO (*Collateralized Loan Obligations*), ce qui participe à la dynamique de ces émissions. Au vu des risques associés à la finance à effet de levier (primes de risque contractées, détérioration de la protection des prêteurs, liquidité incertaine, risque de solvabilité des émetteurs), le HCSF a entrepris de cartographier ce segment de marché. Il conclut à une forte dynamique des émissions et des encours en France et en Zone Euro, mais à des niveaux bien plus faibles qu'aux États-Unis. Les investisseurs institutionnels apparaissent comme les premiers détenteurs d'encours, tandis que l'exposition des banques françaises reste modeste. Dans l'ensemble, si cette cartographie plaide pour une vigilance au niveau national, elle indique que l'échelon européen ou international semble *a priori* à privilégier pour agir sur ce type de financement, le cas échéant.

# Action du HCSF

---

Le HCSF a tenu quatre séances dans l'année écoulée depuis la publication du rapport annuel de juin 2018.

*À la suite de l'activation en juin 2018 du coussin contra-cyclique à 0,25 %, le HCSF a confirmé son diagnostic sur la position de la France dans le cycle financier et l'endettement des agents privés non-financiers, ce qui l'a amené à le porter à 0,5 % en mars 2019*

Le HCSF décide chaque trimestre du niveau approprié du coussin de fonds propres contra-cyclique (CCyB, pour *countercyclical capital buffer*) pour les expositions françaises. Lors de la séance de juin 2018, le HCSF avait adopté la proposition du Gouverneur de la Banque de France d'activer le coussin contra-cyclique à un niveau de 0,25 %, à la suite du constat d'une phase d'accélération du cycle financier, et d'une situation macroéconomique favorable. La décision a été publiée le 1<sup>er</sup> juillet 2018 et les banques devront s'y conformer à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2019.

Au cours de l'année écoulée, le Haut Conseil a continué à surveiller les risques et les vulnérabilités potentielles susceptibles d'affecter le secteur financier français. Il a confirmé son diagnostic d'une position favorable de la France dans le cycle financier. Cette position est cohérente avec les valorisations élevées sur les marchés actions et obligataires, malgré des corrections en fin d'année 2018. Ces valorisations liées à un environnement de taux qui restent bas sont également le signe d'un appétit pour le risque accru. Par ailleurs, la progression de l'endettement des acteurs privés non financiers s'est poursuivie, tant pour les SNF, quelle que soit leur taille, que pour les ménages, avec des conditions d'octroi assouplies. L'activité économique en France a ralenti en 2018, la croissance est restée supérieure à son potentiel, et ce malgré le ralentissement observé en particulier en Zone Euro, et les perspectives de croissance mondiale revues à la baisse pour les années à venir, dans un contexte d'incertitudes accrues au niveau international.

Le HCSF s'est par ailleurs interrogé sur l'impact que pouvait avoir le relèvement du CCyB sur le financement des entreprises et des ménages (cf. encadré ci-après). L'impact semble avoir été très faible en France, en cohérence avec ce qui a été observé dans les pays ayant également activé le CCyB.

En cohérence avec ce diagnostic économique et dans une logique préventive, lors de sa séance de mars 2019, le HCSF a adopté la proposition du Gouverneur de la Banque de France de relever le niveau du CCyB. Le coussin de fonds propres bancaires contra-cyclique a ainsi été porté à un niveau de 0,5 % des actifs pondérés par les risques sur les expositions françaises lors de la séance de mars 2019. Les banques devront s'y conformer à partir du 2 avril 2020.

En lien avec sa nature contra-cyclique, le coussin de fonds propres ainsi constitué de façon préventive a vocation à être utilisé en cas de retournement de cycle. Son relâchement serait alors effectif immédiatement, permettant aux banques de mobiliser cette réserve de capital pour maintenir leur offre de crédit, notamment aux petites et moyennes entreprises qui sont les plus dépendantes du financement bancaire.

Le HCSF a par ailleurs pris deux décisions de réciprocité de mesures adoptées par les autorités macroprudentielles d'autres pays membres de l'Union européenne : le Haut Conseil a ainsi décidé de transposer une mesure prise par la Banque Nationale de Belgique, en majorant les pondérations de risque appliquées aux expositions de détail garanties par un bien immobilier situé en Belgique émanant de succursales des établissements utilisant l'approche des modèles internes ; il a également transposé une mesure de l'Autorité finlandaise de surveillance financière, en imposant un seuil plancher de 15 % sur la pondération moyenne de risque appliquée sur base consolidée par les établissements utilisant l'approche des modèles internes sur leur portefeuille de prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Finlande, octroyés par leurs succursales situées en Finlande.

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

Date de la décision	Date d'entrée en vigueur *	Outil macro-prudentiel	Décision
29/06/2018	01/07/2019	CCyB	Le taux de CCyB pour la France est relevé de 0 % à 0,25 % à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 2019.
29/06/2018	03/07/2018	Calcul des pondérations de risque	Réciprocité de la mesure adoptée par l'Autorité finlandaise de surveillance financière d'un seuil de pondération des risques à 15 % pour les expositions aux prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Finlande
08/10/2018	01/07/2019	CCyB	Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0,25 % à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 2019
08/10/2018	09/10/2018	Calcul des pondérations de risque	Réciprocité de la mesure de la Banque Nationale de Belgique portant des exigences supplémentaires en fonds propres pour le risque macroprudentiel lié aux expositions garanties par une sureté sur un bien immobilier résidentiel situé en Belgique
23/01/2019	01/07/2019	CCyB	Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0,25 % à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 2019
02/04/2019	02/04/2020	CCyB	Le taux de CCyB est relevé à 0,5 % à compter du 2 avril 2020.
À venir	01/07/2019 puis 02/04/2020	CCyB	Le taux de CCyB pour la France est confirmé à 0,25 % à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 2019 et maintenu à 0,5 % à compter du 2 avril 2020

#### *Autres actions du HCSF*

Le Haut Conseil a approfondi son examen des risques qui pourraient être associés au crédit immobilier. Le travail lié à l'examen de ces risques est repris dans le Chapitre 4 du présent rapport.

Le Haut Conseil a par ailleurs poursuivi ses travaux sur les risques liés aux interconnexions au sein du système financier, avec notamment la publication en juin 2018 d'un travail sur les liens entre le secteur de la gestion d'actifs et le reste du système financier en France<sup>2</sup>.

Il s'est également penché sur les risques liés au *Brexit*, en particulier lors de sa séance de mars. Il a pris note de la bonne préparation des acteurs supervisés par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'AMF, via la mise en œuvre généralisée de plans de contingence individuels cohérents. Le Haut Conseil a pris acte des mesures législatives prises aux niveaux national et communautaire pour assurer la continuité de la fourniture de services financiers dans l'Union. Dans ce contexte, il demeure vigilant et continue de favoriser la coopération et l'échange d'informations entre les institutions qui sont représentées au Haut Conseil.

Le Haut Conseil a étudié les risques liés au financement à effet de levier, repris dans le Chapitre 5 du présent rapport. Ces travaux concluent à une importance non négligeable mais cependant contenue des dettes à effet de levier dans le bilan des banques françaises, et incitent à maintenir une vigilance sur le sujet.

Par ailleurs, le Haut Conseil a activement contribué au cours de l'année écoulée au *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) de la France par le Fonds Monétaire International (FMI). Ce dernier, qui a analysé en profondeur notamment les vulnérabilités du secteur financier français et le cadre macroprudentiel, rendra public son rapport au cours de l'été.

<sup>2</sup> Kheira Benhami, Caroline Le Moign, Dilyara Salakhova et Alexandre Vinel, « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs français et le reste du système financier français », juin 2018 ([document sur le site du HCSF](#)).

Enfin, le Haut Conseil a mené à bien les démarches auprès du Comité Européen du Risque Systémique, (CERS) afin que ce dernier recommande aux autorités macroprudentielles des autres pays de l'espace économique européen de transposer la mesure adoptée par le HCSF en mai 2018 concernant la limite d'exposition grands risques des banques systémiques aux grandes entreprises françaises les plus endettées. Le CERS a adopté une recommandation de réciprocité le 5 décembre 2018, permettant ainsi de conforter l'efficacité de cette mesure.

## Impact du « coussin contra-cyclique » sur le financement des entreprises et des ménages

Le coussin de fonds propres contra-cyclique (*countercyclical capital buffer*, ou CCyB) est une exigence réglementaire en capital bancaire, calibrée entre 0 % et 2,5 % des actifs pondérés du risque<sup>3</sup>, ayant vocation à s'ajuster dans le temps, en fonction du cycle financier. Son objectif premier est d'améliorer la résilience des banques en cas de crise, et donc de contribuer à maintenir l'offre de crédit nécessaire à l'économie réelle en période de repli du cycle de financier. Le relâchement des exigences de fonds propres lors du retournement du cycle permet aux banques d'utiliser le capital ainsi libéré pour absorber leurs pertes ou faire face à la hausse des pondérations du risque. Ceci permet ainsi de réduire le risque de contraction du crédit, en particulier pour les ménages et les PME qui n'ont pas accès aux marchés obligataires. Ainsi, les hausses du CCyB doivent être préventives pour deux raisons :

- Le coussin doit être à un niveau adéquat au moment où le cycle se retourne pour pouvoir être relâché et soutenir l'offre de crédit. Si les banques disposent d'un an à compter de l'annonce d'une hausse du taux de CCyB pour se conformer à la nouvelle exigence, le relâchement est lui immédiat ;
- L'augmentation doit se faire suffisamment tôt, quand la dynamique économique est vigoureuse et que les banques sont capables de constituer des réserves de capital sans restreindre leur offre de crédit. Autrement, l'activation serait procyclique et entraînerait l'effet même qu'elle cherche à éviter.

En France, le HCSF a procédé à deux augmentations successives du coussin contracyclique : d'abord à 0,25 % en juillet 2018, puis de nouveau 0,25 % pour atteindre 0,5 % en avril 2019, avec des entrées en vigueur un an plus tard dans les deux cas. Le HCSF fait ainsi le constat d'une accélération du cycle financier, notamment du fait de la dynamique vigoureuse de la dette du secteur non-financier.

Si l'effet à long terme de l'activation du CCyB permet une meilleure résilience du système bancaire, il pourrait à court terme avoir un effet négatif sur les conditions du crédit. En effet, le coût des fonds propres est en général supérieur au coût de la dette, et une augmentation des exigences en capital pourrait donc augmenter le coût de financement des banques, les poussant à reporter ce renchérissement sur leur taux de crédit.

Pour évaluer l'impact de l'activation du CCyB, une première approche consiste à se référer aux multiples travaux relatifs à la mise en œuvre d'autres exigences de fonds propres. En fonction de la méthode retenue, ces évaluations pointent vers une baisse de l'encours de crédit de 1 à 2 % par point de capital réglementaire supplémentaire, et vers une hausse des taux comprise entre 0,05 et 0,025 points de pourcentage<sup>4</sup>. Néanmoins, ces hausses passées en exigences réglementaires n'ont pas eu forcément lieu en phase haussière du cycle financier si bien que leur impact serait plutôt un majorant : en effet, en phase haussière du cycle, on s'attend à ce que l'impact soit plus faible, associé à un coût du capital plus faible.

Les activations de coussin contracycliques en Europe permettent désormais d'examiner si les hausses de coussin ont eu un effet notable sur la croissance du crédit<sup>5</sup>. En analysant les taux de croissance annuels du crédit aux ménages et aux Sociétés Non-Financières (SNF) par pays autour des 23 annonces de hausse du CCyB ayant eu lieu en Europe jusqu'en janvier 2019, on constate que ces taux de croissance sont restés constants en moyenne sur les six mois avant et après l'annonce de la hausse (Graphique 1). C'est aussi le cas en France après l'annonce de juin 2018<sup>6</sup>. A travers l'Europe, 12 activations ont été suivies d'un ralentissement du crédit, et 11 d'une accélération ; dans tous les cas, l'annonce semble avoir eu un

<sup>3</sup> En pratique, chaque banque calcule un taux de CCyB spécifique, qui est la moyenne des taux des CCyB nationaux pondérés des exigences en capital pour les expositions de crédit pertinentes de la banque dans chaque pays. Pour plus de détail voir la page consacrée au CCyB ([lien](#)), ainsi que la notice ([lien](#)) et la note détaillée ([lien](#)) relatives à sa mise en œuvre, sur le site du HCSF.

<sup>4</sup> Pour plus de détails, voir le rapport annuel du HCSF 2018 ([lien](#)).

<sup>5</sup> Cyril Couaillier & Julien Idier & Valerio Scalone, 2019. « Activation des coussins contracycliques en Europe : premiers retours d'expérience », Bulletin de la Banque de France, Banque de France, issue 222, pages 1-10 ([lien](#)).

<sup>6</sup> Les données de statistiques monétaires n'étant disponibles que jusque mars 2019, il n'est pas encore possible de se livrer à cet exercice pour la dernière augmentation française.

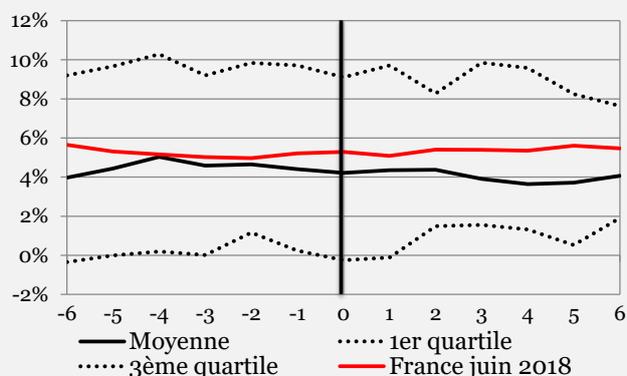
impact très faible sur l'offre de crédit, voire inexistant. Le constat est identique dans une analyse menée autour du moment de l'entrée en vigueur<sup>7</sup>.

Au-delà des problèmes d'identification, plusieurs facteurs pourraient expliquer pourquoi l'impact de l'activation du coussin contracyclique sur la croissance du crédit est particulièrement faible, comparé à la mise en place d'autres exigences en capital :

- La nouveauté de la mise en œuvre de cet outil macroprudentiel invite les autorités à une mise en place progressive : seules trois activations ont été d'une ampleur strictement supérieure à 0,5 pt ;
- Si renchérissement des taux d'emprunts il y a, celui-ci ne saurait mettre à mal l'accès au crédit compte-tenu des conditions actuelles de taux d'intérêt, historiquement bas ;
- Les niveaux de capitalisation des banques européennes sont élevés et les activations de coussin ne sont en général pas directement contraignantes pour une banque individuelle. En fonction de leur stratégie de coussin volontaire (différence entre les exigences réglementaire et le ratio de capital effectif), les banques n'ont ainsi pas nécessairement besoin d'ajuster leurs fonds propres ;
- Une communication efficace des autorités nationales, qui expliquent qu'une hausse de CCyB vise avant tout à améliorer la résilience bancaire, et non à contrer la croissance du crédit ;

Il est crucial de noter que l'absence d'effet d'une hausse du CCyB sur le crédit ne signifie pas qu'il irait de même d'une baisse. C'est là l'objet même du coussin contra-cyclique : les exigences en capital ne contraignent pas le crédit en phase haussière du cycle mais sont susceptibles de le faire en cas de crise, quand le relâchement sera utile.

**Graphique 1 – Impact des activations de coussins contra-cycliques sur la croissance du crédit en Europe (en %)**



Note : Crédit (ajusté de la titrisation) accordé par les banques domestiques aux ménages et aux sociétés non financières domestiques ; 0 est le mois d'annonce ; les quartiles correspondent à la distribution des taux de croissance du crédit par pays et par mois relatif à l'annonce.

Source : BCE et Banque de France

## Mesures macroprudentielles adoptées dans les pays du Comité européen du risque systémique

Le Comité européen pour le risque systémique (CERS, ou ESRB pour *European Systemic Risk Board*), créé en 2010, veille à la supervision macroprudentielle en Europe et à la coopération entre les autorités nationales macroprudentielles, dont le HCSF. Lorsqu'une autorité d'un pays membre de l'Union européenne (UE) ou de l'Espace économique européen (EEE) adopte une mesure macroprudentielle, elle la notifie au CERS, permettant à celui-ci d'avoir une vision d'ensemble des mesures visant à limiter le risque systémique en Europe.

En 2018<sup>8</sup> ont été notifiées au CERS 13 variations de taux de coussin contracyclique (dont l'activation à 0,25 % en 2018 du coussin pour la France<sup>9</sup>), 10 hausses (ou activations) pour le coussin pour le risque systémique (SRB, pour *Systemic Risk Buffer*), 12 mesures macroprudentielles sur les emprunteurs (dont 5 mesures de taux d'effort (ratio service de la dette/revenus, ou « DSTI » pour *Debt Service to Income*) et 3 mesures de ratio prêt/valeur du bien, ou « LTV » pour *Loan-to-Value*), 2 décisions d'augmentation de

<sup>7</sup> Même si l'effet est attendu au moment de l'activation, l'analyse a été reproduite au moment de l'entrée en vigueur du CCyB sur un nombre restreint de pays, n'incluant a fortiori pas la France. L'impact sur l'offre de crédit reste inexistant.

<sup>8</sup> Source : site internet du CERS, [https://www.esrb.europa.eu/national\\_policy/html/index.en.html](https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.en.html)

<sup>9</sup> Le coussin contracyclique a été activé en juin 2018 à 0,25 % par le HCSF, hausse qui entrera en vigueur au 1<sup>er</sup> juillet 2019.

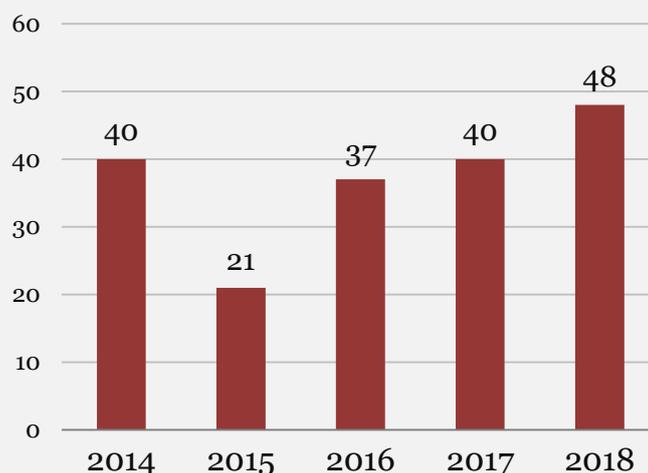
pondérations de risque au titre de l'article 458 du règlement dit « CRR »<sup>10</sup> et 1 au titre de l'article 124 du CRR sur l'immobilier commercial. Enfin, deux mesures macroprudentielles ayant pour objectif de durcir des exigences microprudentielles relatives au ratio de liquidité ont été adoptées en 2018, tout comme une mesure relative aux grands risques, à savoir la mesure du HCSF (cf. Encadré « Réciprocité de la mesure macroprudentielle sur les grands risques »).

En ce qui concerne les six premiers mois du 2019, 3 activations ou hausses du coussin contra-cycliques ont été décidées, dont une de la part de la France en avril 2019<sup>11</sup>. De plus, durant la même période, 4 nouvelles mesures macroprudentielles sur les emprunteurs ont été adoptées (dont une ciblant le ratio de « DSTI », et une le ratio de « LTV »).

Certaines de ces mesures ont fait l'objet de demande de réciprocité. Ainsi, le HCSF a adopté des mesures de réciprocité en 2018<sup>12</sup> pour les mesures belge et finlandaise de pondérations de risques sur l'immobilier résidentiel<sup>13</sup>.

En tout, ce sont 48 mesures qui ont été notifiées au CERS en 2018 (Graphique 2). La politique macroprudentielle suit donc une tendance plutôt stable, 40 mesures ayant été adoptées courant 2017. Néanmoins, il est intéressant de noter que 2018 a été l'année la plus faste en termes de publication de mesures macroprudentielles sur les cinq dernières années<sup>14</sup>. Ces chiffres renforcent le constat de la montée en puissance des politiques macroprudentielles au sein de l'UE et de l'EEE. L'adoption des deux premières mesures macroprudentielles françaises par le HCSF en 2018 s'inscrit donc pleinement dans cette évolution.

**Graphique 2 – Nombre de mesures notifiées au CERS**



Sources : Rapport CERS : *A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015* ; et *idem* 2016, 2017, 2018. Dans ce graphique, en plus des mesures énumérées dans le texte ci-dessus, les identifications des institutions d'importance systémique (« G-SII » et « O-SII ») sont incluses parmi les mesures.

<sup>10</sup> Règlement n°575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, dit « CRR » pour *Capital Requirement Regulation*.

<sup>11</sup> La hausse à 0,5 % sera effective à compter du 2 avril 2020. Le comité de stabilité financière allemand a par ailleurs recommandé une activation du CCyB à 0,25 % d'ici le troisième trimestre 2019.

<sup>12</sup> Décision n°D-HCSF-2018-4 ([lien](#)) et Décision n°D-HCSF-2018-6 ([lien](#)).

<sup>13</sup> La mesure finlandaise prévoit un seuil plancher de 15 % sur la pondération moyenne de risque appliquée sur base consolidée par les établissements utilisant l'approche des modèles internes sur leur portefeuille de prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Finlande. La mesure belge engendre des exigences supplémentaires en fonds propres pour les banques en IRB pour le risque macroprudentiel lié aux expositions garanties par une sureté sur un bien immobilier résidentiel situé en Belgique (ajout de pondération de 5 points de pourcentage et exigence sensible au risque via un multiplicateur sur la pondération de risque du portefeuille de prêts immobiliers résidentiels).

<sup>14</sup> Sources : rapports annuels *ESRB Review of macroprudential policy in EU*

# Ch.1 Développements Récents

## A. Croissance et inflation

L'activité en zone euro a ralenti en 2018, avec une croissance du PIB de 1,9 % contre 2,4 % en 2017. Cette tendance se retrouve aussi en France, où la croissance s'élève 1,7 % en 2018, après 2,3 % en 2017<sup>15</sup>. La croissance française en 2018 est supérieure aux estimations de croissance potentielle et significativement plus élevée que sur la période 2012-2016. Chez nos voisins européens, le ralentissement est particulièrement marqué en Allemagne (1,4 % en 2018 après 2,2 % en 2017) et en Italie (0,9 % après 1,7 %), mais plus modéré en Espagne (2,6 % après 3,0 %).

Les principaux moteurs de l'activité en France en 2018 ont ralenti : l'investissement (+2,8 % après +4,7 % en 2017) et les exportations (+3,5 % après +3,9 %). Les importations ont cependant ralenti encore plus fortement (+1,2 % après +3,9 %), portant la contribution du commerce extérieur à la croissance à +0,7 %, après cinq années de contributions négatives. Le ralentissement de l'investissement est particulièrement important pour les ménages (+2,0 % après une année exceptionnelle à +6,6 % portée par une très forte progression des transactions immobilières). L'investissement des entreprises non financières résiste davantage (+3,8 % après +4,7 %), dans un contexte de taux de marge qui s'est redressé depuis le point bas de 2013 (malgré un fléchissement en 2018, en lien avec la progression des prix de l'énergie) et de conditions de financement toujours très favorables. La consommation des ménages a également décéléré (+0,9 % après +1,4 %) en lien notamment avec la hausse des prix de l'énergie qui a grevé le pouvoir d'achat ; la consommation des administrations publiques a également ralenti (+0,8 % après +1,5 %).

En zone euro, l'inflation (progression de l'IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé) a fortement progressé depuis deux ans, passant de 0,2 % en 2016 à 1,5 % en 2017 puis 1,8 % en 2018, à nouveau conforme à l'objectif de la Banque Centrale Européenne (BCE) ; elle serait cependant moindre en 2019 et 2020 (à 1,3 % puis 1,4 %) selon les dernières prévisions de la BCE et de l'Eurosystème<sup>16</sup>. L'inflation augmente tout particulièrement en France en 2018 (2,1 % après 1,2 %) et dans une moindre mesure en Allemagne (1,9 % après 1,7 %). En revanche, elle stagne en Italie (1,2 % après 1,3 %) et en Espagne (1,7 % après 2,0 %). La remontée de l'inflation est fortement tirée par les prix de l'énergie (+6,4 % en 2018 après +4,9 %), dans un contexte de hausse du cours moyen du baril de Brent de 55 \$ en 2017 à 71 \$ en 2018. L'inflation sous-jacente (i.e. hors énergie, alimentation, alcool et tabac) est en revanche stable à 1,0 % en 2018 en zone euro.

En France, la hausse de l'inflation est principalement tirée par l'énergie (+9,6 % en 2018 après +6,1 %), et le tabac (+14,2 % après +2,7 %). L'inflation sous-jacente progresse aussi sensiblement (0,9 % après 0,5 %).

## B. Les marchés de capitaux

### *Les tensions commerciales ont pesé sur la croissance mondiale et sur les marchés en 2018*

Depuis début 2018, l'administration américaine a adopté une série de mesures protectionnistes qui a engendré des mesures du même type de la part de la Chine. Cette hausse des barrières douanières a eu des répercussions sur toute la chaîne de valeur et donc sur toutes les économies très ouvertes. Une poursuite de cette dynamique protectionniste fait peser sur le système mondial un risque de ralentissement des échanges touchant l'ensemble des biens et des partenaires commerciaux. Selon l'OCDE, les droits de douanes imposés par les États-Unis et la Chine en 2018 ont déjà affecté la

<sup>15</sup> Chiffres en volumes (aux prix de l'année précédente chaînés) et au sens des comptes annuels, donc non corrigés des jours ouvrables.

<sup>16</sup> Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème, juin 2019 ([lien](#)).

croissance en 2018 et devraient, d'ici 2021, amputer le niveau de production de 0,2-0,3 % dans les deux pays. Les échanges mondiaux seraient réduits de 0,4 %.

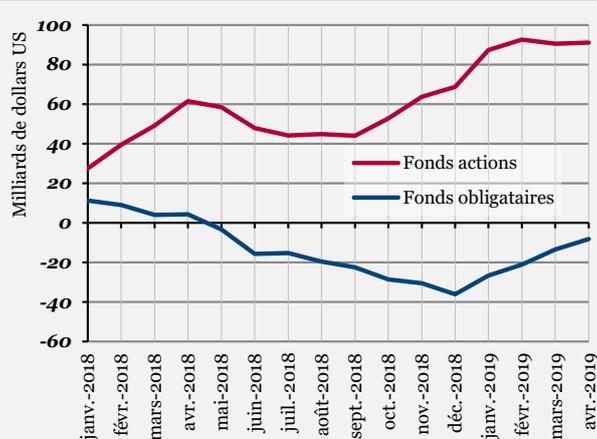
### *Les vulnérabilités des pays émergents, conjuguées avec la politique monétaire américaine, ont conduit à des mouvements de capitaux*

Durant l'année 2018, les devises et les indices boursiers de certaines économies émergentes présentant des vulnérabilités externes (Argentine et Turquie en particulier) ont fortement chuté, tandis que leur qualité de signature sur les marchés s'est dégradée. Ces évolutions ont été jusqu'à présent nettement différenciées, témoignant d'une contagion limitée entre ces économies et le reste des marchés émergents.

Au-delà de ces turbulences, la fin d'année 2018 a été marquée par une contraction des entrées nettes de capitaux dans les économies émergentes<sup>17</sup>, avec un repli des flux de portefeuille et bancaires (approximés par les flux sur les fonds d'investissements de la base de données EPFR Global, Graphique 3). Ces sorties de capitaux étaient liées à des rééquilibrages de portefeuille des pays émergents vers les pays avancés, mais également entre pays émergents<sup>18</sup>. Néanmoins, avec l'annonce de la pause de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, les flux se sont inversés depuis la fin de l'année 2018 et le début 2019.

Bien que la situation se soit stabilisée, ces mouvements pourraient reprendre, voire s'amplifier dans les mois à venir. En effet, la forte sensibilité des économies émergentes au resserrement des conditions financières est un phénomène qui devrait s'inscrire dans la durée, notamment dans un contexte d'incertitude sur le moment de la reprise de la normalisation progressive des politiques monétaires des économies avancées.

**Graphique 3 - Flux de capitaux cumulés depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018 vers les économies émergentes**



Source : EPFR Global, calculs Banque de France

### *Les valorisations sur les marchés actions demeurent élevées*

Après avoir atteint des niveaux très élevés, voir record pour certains, en termes de valorisation à l'été 2018, les marchés actions ont subi fin 2018 une correction significative liée notamment à la hausse de l'aversion au risque des investisseurs, due notamment aux tensions commerciales. Toutefois les valorisations sont restées historiquement élevées (i) si l'on regarde à fin-2018 le rapport des prix aux dividendes ajusté du cycle (*Cyclically Adjusted Price Earnings ratio* ou CAPE, Graphique 4) qui reste au-dessus de sa moyenne de long terme pour la France et les États-Unis (ii) si l'on considère le fait que la dynamique haussière depuis début 2019 a pratiquement effacé la correction de fin 2018.

<sup>17</sup> Comptés sans la Chine, pays pour lequel il existe un contrôle des capitaux, et où les sorties sont difficiles à évaluer.

<sup>18</sup> Cette discrimination entre pays émergents est par exemple perceptible au Mexique où les flux nets de capitaux sont assez largement positifs.

Cette récente dégradation des marchés action s'inscrit dans un contexte de mouvements assez brusques et éphémères (février, octobre et décembre 2018) rompant avec un environnement général de volatilité contenue. Les brusques hausses de volatilité occasionnées ne sont toutefois pas assez pérennes pour faire durablement sortir les marchés d'un régime de volatilité basse (Graphique 5 pour la France), propice à une prise de risque accrue.

**Graphique 4 - Ratio cours boursier sur bénéfices corrigé du cycle (« CAPE »)**



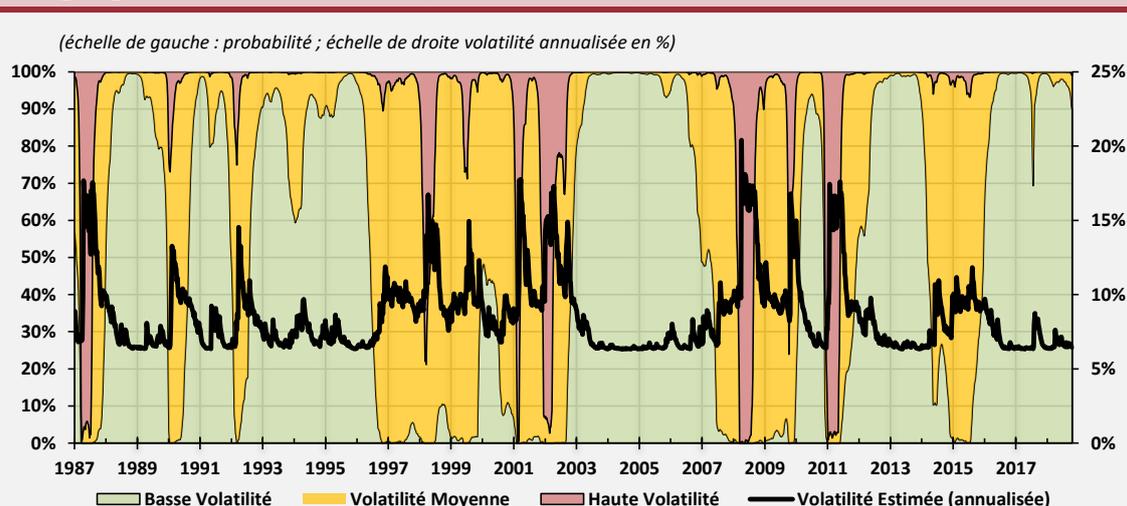
Note : Les barres horizontales indiquent les seuils critiques de retournement du CAPE (exprimé en écart à la moyenne et corrigé de la variance ou Z-Score).

Lecture : Si l'indicateur est supérieur à 0, alors le ratio cours sur bénéfice est supérieur à sa moyenne de long terme (calculée depuis 1983).

Source : Datastream, calculs Banque de France.

Dernier point : avril 2019.

**Graphique 5 - Volatilité estimée et probabilités de régime en France**



Source : Bloomberg, calculs Banque de France

Lecture : Chaque aire indique la probabilité, à un instant t, d'être dans un régime de volatilité basse-moyenne-haute. Les régimes sont exclusifs donc la somme des trois aires équivaut à 100 % de probabilité. La volatilité moyenne des rendements hebdomadaires pour les régimes de volatilité, basse, moyenne et haute est respectivement de 7,0 %, 9,6 % et 13,7 %.

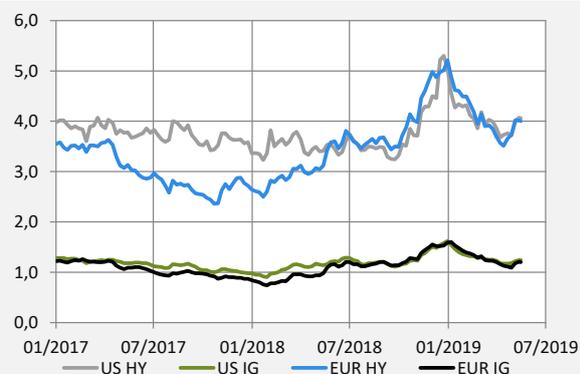
Dernier point : 10 mai 2019.

### Les primes de risque demeurent basses sur les marchés obligataires

Au cours des dernières années, la recherche de rendement par les investisseurs dans les pays avancés est allée de pair avec une augmentation de la part relative des titres obligataires de qualité inférieure (notation BBB+ et inférieure) dans le stock de dette<sup>19</sup>. Cet appétit au risque a eu un impact sur les taux d'intérêt de ce segment, à un niveau historiquement bas à fin 2017 (*spread* de 250 pb entre les indices des obligations en euro risquées et le taux du titre d'État allemand de maturité 7 à 10 ans, Graphique 6). Les taux de rendement des entreprises ont toutefois subi une correction en 2018, accrue sur le dernier trimestre de l'année 2018 par les incertitudes des marchés vis-à-vis de la perspective d'un ralentissement économique aux États-Unis couplées aux craintes de la poursuite du cycle de hausse de taux de la Réserve fédérale (Fed) en 2019.

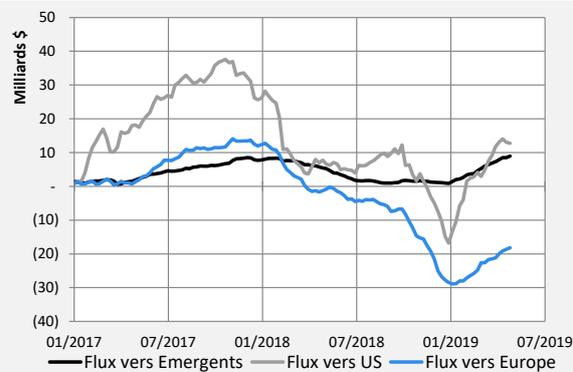
Les spreads obligataires ont toutefois bénéficié d'un net reflux depuis les annonces de ralentissement de la normalisation de la politique monétaire américaine. Par ailleurs, il a pu être observé un retour des investisseurs sur les marchés obligataires *corporate* (Graphique 7), cette tendance pouvant s'expliquer par une diminution de l'aversion au risque des investisseurs suite à la nouvelle position de la Fed.

**Graphique 6 - Primes de risques sur les principaux marchés obligataires (en pt)**



Source : Indices de la Bank of America Merrill Lynch.  
IG : *Investment Grade* (catégorie investissement), HY : *High Yield* (haut rendement).  
Dernier point : 20 mai 2019

**Graphique 7 - Flux nets cumulés des fonds obligataires *corporate***



Source : EPFR Global.  
Dernier point : 1<sup>er</sup> mai 2019

<sup>19</sup> Voir aussi le chapitre 5 sur le développement de la dette obligataire *high-yield*.

## Développements réglementaires

### *Revue du système européen de supervision financière*

La Commission européenne avait proposé fin septembre 2017 un ensemble de textes, appelé « revue des AES (Autorités Européennes de Supervisions) », modifiant les règlements fondateurs du système européen de supervision financière (SESF)<sup>20</sup>, et visant à répondre à deux objectifs : (i) permettre aux AES de mieux remplir leur mandat avec plus d'indépendance par rapport aux autorités nationales, des outils d'intervention mieux définis, et une utilisation plus efficace des mécanismes de conciliation ou d'infraction au droit de l'Union ; (ii) un renforcement des autorités européennes pour faire face aux défis qui se présentent à elles, notamment l'intégration financière croissante avec l'Union des marchés de capitaux (UMC), la préparation du *Brexit* (prévention de l'arbitrage réglementaire), et plus globalement les enjeux liés aux pays tiers (suivi des équivalences, relations avec les superviseurs...). Un volet « lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme » (LAB-FT) a par ailleurs été ajouté en septembre 2018.

Le texte final, adopté par le Parlement le 18 avril 2019<sup>21</sup>, constitue ainsi un pas important pour le renforcement des pouvoirs des AES en favorisant une harmonisation des pratiques de supervision et de LAB-FT. Il permet également un renforcement réel des pouvoirs de supervision directe pour l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF), des outils de convergence des trois AES, ainsi qu'une certaine autonomisation du pouvoir de ces autorités par rapport aux autorités nationales. Enfin, il prévoit la possibilité pour les autorités macroprudentielles nationales, et donc pour le HCSF, de siéger au Comité Européen du Risque Systémique ou CERS.

À date de rédaction du présent rapport, le texte adopté n'a pas encore été publié au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) ; il entrerait en vigueur 24 mois après publication, soit vraisemblablement à la mi-2021.

### *Revue du cadre de supervision des chambres de compensation (« EMIR 2 »)*

La revue du règlement EMIR (pour *European Market Infrastructure Regulation*, ou Réglementation européenne des infrastructures de marché, cf. Lexique) renforce la supervision des chambres de compensations (CCP, pour *central counterparty*) basées dans l'UE, mais également celles implantées dans les pays-tiers. Ce texte joue un rôle majeur dans la refonte de l'architecture européenne de supervision des CCP, enjeu de long terme fondamental pour la stabilité financière de l'UE, en particulier dans le cadre du *Brexit* s'agissant des CCP localisées au Royaume-Uni. Ce texte a été approuvé au Parlement européen le 18 avril 2019, et adopté par le Conseil le 14 mai ; il est en attente de traduction et de publication au JOUE<sup>22</sup>.

Le recours croissant à la compensation centrale, la concentration des activités dans un petit nombre d'acteurs et le caractère de plus en plus transfrontalier des activités de post-marché doivent en effet s'accompagner d'une surveillance des chambres de compensation plus intégrée au niveau européen. Le marché de la compensation ne se cantonnant toutefois pas aux frontières européennes, il est donc important que l'Union européenne affirme sa souveraineté sur la compensation à l'étranger des produits libellés dans une de ses devises. C'est pourquoi EMIR 2 confère aussi un rôle aux autorités européennes dans la supervision des chambres de compensation de pays tiers présentant un risque systémique pour le système financier européen.

EMIR 2 renforce fortement la supervision des CCP localisées hors de l'UE, en imposant une supervision directe pour les CCP systémiques basées dans des pays tiers et en prévoyant, pour les plus systémiques, la possibilité d'imposer une règle d'établissement dans l'UE :

<sup>20</sup> Les autorités européennes de supervision (AES), ou ESA pour *European Supervisory Authorities*, sont l'Autorité Bancaire Européenne (ABE, ou EBA pour *European Banking Authority*) pour le secteur bancaire, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF, ou ESMA pour *European Securities and Markets Authority*) pour les marchés financiers, et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP, ou EIOPA pour *European Insurance and Occupational Pensions Authority*) pour le secteur assurantiel. Avec le Comité européen du risque systémique (CERS, ou ESRB pour *European Systemic Risk Board*), elles forment le SESF. Plus de détails sur le site de la Commission européenne ([lien](#)).

<sup>21</sup> Cf. communiqué de presse de la Commission européenne ([lien](#)).

<sup>22</sup> Cf. « train législatif » sur le site du Parlement européen ([lien](#)).

- pour les CCP peu systémiques (*'Tier 1 CCPs'*), le dispositif d'équivalence existant demeure inchangé, avec la Commission en charge de la reconnaissance de l'équivalence du cadre réglementaire du pays tiers et l'ESMA en charge par la suite de reconnaître sur une base individuelle les CCP de ce pays qui en ferait la demande. Les pouvoirs de l'ESMA sont toutefois aménagés afin de rendre le suivi de l'équivalence dans le temps plus efficace ;
- pour les CCP systémiques (*'Tier 2 CCPs'*), le régime d'équivalence est considérablement renforcé avec la nécessité pour ces CCP de respecter les exigences d'EMIR afin de bénéficier de la reconnaissance mais également, une fois cette reconnaissance obtenue, de se conformer à la supervision directe de l'ESMA. Cette dernière se voit notamment reconnaître le pouvoir d'effectuer des contrôles sur place, d'exiger directement de la CCP toutes les informations que l'autorité considérerait comme utiles (sur les modèles de gestion des risques par exemple), et d'imposer des sanctions pécuniaires. Un accord entre l'ESMA et les autorités des pays tiers devra permettre d'assurer l'effectivité de cette supervision directe. Si le principe est l'application des dispositions d'EMIR, le texte confère cependant à l'ESMA le pouvoir d'accorder, à la demande des CCP de pays tiers, des éléments de « *comparable compliance* » à l'instar du système américain.
- enfin, pour les CCP les plus systémiques, la Commission pourra décider, lorsqu'elle considère notamment que la supervision directe n'est pas suffisante pour assurer la stabilité financière de l'UE, et sur recommandation de l'ESMA, de ne pas reconnaître ces CCP et leur imposer en dernier recours d'être établies dans l'UE pour offrir ses services à des clients de l'UE (relocalisation).

### *Entreprises d'investissement*

La révision du cadre prudentiel des entreprises d'investissement adoptée en avril 2019 a quant à elle permis de revoir le régime des pays tiers permettant d'accéder au marché unique en matière de services financiers, régime qui s'appliquera en particulier aux établissements britanniques une fois le Royaume-Uni sorti de l'Union européenne. Une entité de pays tiers sera ainsi soumise au respect de règles comparables à celles que suivent les entités concurrentes au sein de l'Union européenne. De ce point de vue, l'Autorité européenne des marchés financiers est appelée à jouer un rôle de point d'entrée dans le marché unique à la fois en soutien de la Commission pour l'adoption des décisions d'équivalence et dans l'enregistrement ou la sanction des entreprises de pays tiers.

Le texte du futur « règlement sur les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement » a été voté au Parlement européen le 16 avril 2019, parmi les textes qui contribuent à l'Union des marchés de capitaux<sup>23</sup>. Sa publication du texte au JOUE devrait avoir lieu durant l'été 2019, pour une application de l'essentiel des règles un an et demi plus tard, en début 2021.

### *Adoption du paquet bancaire « de réduction des risques » : une étape importante pour l'Union bancaire*

Le Parlement a voté le 16 avril 2019 le « paquet bancaire », constitué de la directive dite CRD V et du règlement dit CRR II (cf. Lexique). Son aboutissement constitue une avancée supplémentaire dans la finalisation de l'Union bancaire et pour le renforcement de la stabilité financière.

La Commission européenne avait proposé en novembre 2016 un ensemble de mesures ayant pour objet principal de mettre en œuvre au sein de l'Union les standards internationaux en matière bancaire adoptés par le Comité de Bâle et le Conseil de stabilité financière en réponse à la crise (notamment l'ensemble de règles dites « Bâle 3 »). Les dispositions comprises dans ce paquet législatif sont vastes et conduiront à la fois à renforcer la mesure des risques et la quantité de capital disponible pour absorber d'éventuelles pertes au fil de l'eau, ainsi qu'à augmenter substantiellement les ressources autres que le capital (MREL / TLAC, cf. Lexique) mobilisées en cas de défaillance. Dans la procédure dite de résolution, l'objectif est de pouvoir restaurer la solvabilité d'une banque sans recourir à des fonds publics. Enfin,

<sup>23</sup> Cf. communiqué de la Commission du 18 avril suite à l'adoption des textes relatifs à l'« Union des marchés de capitaux » ([lien](#)), communiqué de la Commission du 26 février suite à l'accord politique sur les entreprises d'investissement ([lien](#)), et texte adopté au Parlement européen ([lien](#)).

certaines dispositions permettront de renforcer la surveillance des filiales européennes de grands groupes étrangers, répliquant ainsi aux mesures similaires prises par d'autres grandes juridictions.

Cet ensemble de mesures permet de se conformer au volet « réduction des risques » de la feuille de route sur l'Union Bancaire de juin 2016, devant débloquent progressivement le partage des risques, en particulier la mise en œuvre du filet de sécurité (*backstop*) au fond de résolution unique, et permettre des progrès en matière de levée des obstacles nationaux à la circulation du capital et de la liquidité au sein de l'Union bancaire.

Le paquet bancaire a été publié au JOUE le 7 juin<sup>24</sup>. La plupart des nouvelles règles commenceront à s'appliquer deux ans après, le 28 juin 2021.

### *Adoption de la loi PACTE*

La loi PACTE (Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises) a été adoptée définitivement au Parlement le 11 avril. Elle vise à donner aux entreprises les moyens d'innover, de se transformer, de grandir et de créer des emplois, notamment en favorisant la mobilisation de financement en fonds propres, sous des formes diversifiées.

La loi PACTE acte une réforme de l'épargne retraite supplémentaire, dans le but de renforcer l'attractivité de cette épargne de long terme et de l'orienter davantage vers le financement en fonds propres des entreprises. Pour cela, cette réforme simplifie les règles de l'épargne-retraite, en l'organisant autour de trois grands types de produits partageant les mêmes règles ; elle assure la portabilité de l'épargne-retraite entre différents produits, et harmonise la fiscalité applicable aux différents produits. En outre, la gestion pilotée par horizon deviendra la stratégie de gestion par défaut des plans d'épargne retraite. Cette modalité de gestion, recommandée par l'OCDE pour les produits d'épargne en vue de la retraite, permet d'investir davantage en actions durant les premières années, puis de sécuriser progressivement l'épargne à mesure que la date du départ en retraite approche.

Dans ses articles 107 à 116, elle revoit la gouvernance de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) dans le but de la moderniser. Ainsi, la réforme dote la Commission de surveillance de prérogatives élargies, et renouvelle la composition de cette instance qui passe de 13 à 16 membres (avec l'inclusion de nouvelles personnalités qualifiées indépendantes et de représentants des salariés, en plus des parlementaires et représentants de l'État). La supervision prudentielle de l'établissement est désormais exercée par l'ACPR, dans l'objectif d'apporter des garanties accrues de protection pour les fonds confiés à la CDC et sur la solidité du modèle économique de l'établissement. Enfin, la réforme modernise le cadre comptable et budgétaire de la CDC en l'alignant sur les standards en vigueur dans les établissements publics à caractère financier (soumission à la comptabilité de droit commercial, renforcement du rôle des Commissaires aux comptes, notamment).

<sup>24</sup> [Lien EUR-Lex](#) pour CRR II, [lien EUR-Lex](#) pour CRD V.

# Ch.2 Agents non-financiers

## A. Ménages

### A.1. Épargne et placement des ménages

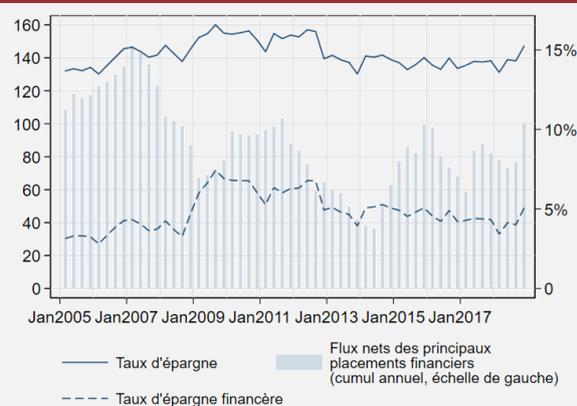
*Le taux d'épargne des ménages se maintient à un niveau élevé en 2018*

2018 est marqué par un ralentissement de la croissance du pouvoir d'achat (+1,2 % en 2018 après +1,4 % en 2017), qui reste néanmoins positive depuis l'amorce de la reprise en 2014. Dans ce contexte de croissance des revenus, le taux d'épargne des ménages<sup>25</sup> reste stable à 14,2 % en 2018 et demeure supérieur à la moyenne de la zone euro (12,3 % au quatrième trimestre 2018). En 2018, la structure de l'épargne est inchangée entre épargne financière et investissements non financiers (principalement achat de logement) (Graphique 8).

*Les flux nets de placements financiers des ménages continuent à se redresser en 2018*

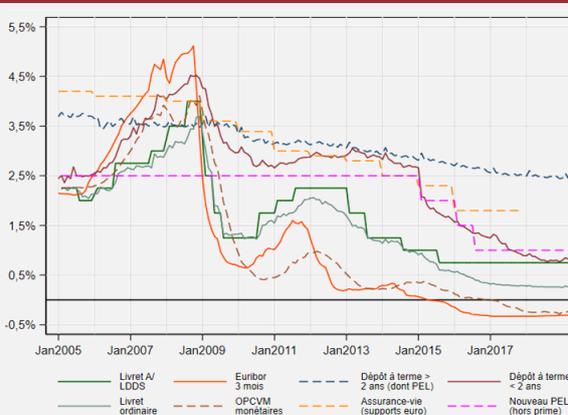
En 2018, les flux nets des principaux<sup>26</sup> placements financiers des ménages atteignent un niveau proche de la moyenne de long terme (+99 Md€ en cumul annuel à fin 2018, après +95 Md€ à fin 2017<sup>27</sup>, Graphique 8). Après avoir fortement fléchi entre 2012 et 2014, ils s'étaient redressés en 2015 et, après un nouveau fléchissement en 2016, ils sont repartis à la hausse en 2017 et 2018.

**Graphique 8 - Taux d'épargne et flux nets des principaux placements financiers des ménages**



Sources : Banque de France, Insee. Dernier point : 2018T4.

**Graphique 9 - Taux créditeurs sur les placements des ménages**



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2019, décembre 2017 pour les supports euros d'assurance-vie.

<sup>25</sup> Le taux d'épargne est le rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut. Les définitions et données sont issues du Compte de revenu des ménages, base 2014, Insee, chiffres non définitifs pour 2017 et 2018. Les données Eurostat sont celles utilisées pour la zone euro.

<sup>26</sup> 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. Il exclut donc les actions non cotées. Le secteur institutionnel retenu est celui des « Ménages et Institutions sans but lucratif au service des ménages (associations principalement) ».

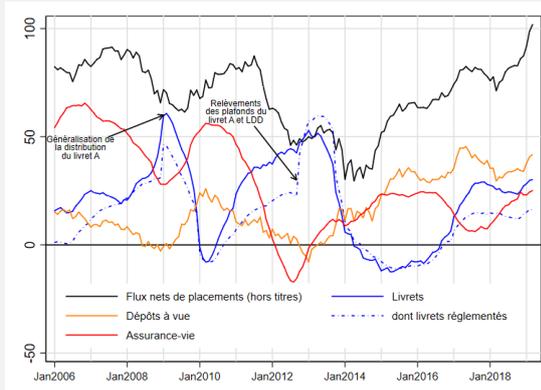
<sup>27</sup> +80 Md€ à fin 2016, +105 Md€ à fin 2015, +75 Md€ à fin 2014, +50 Md€ à fin 2013 contre environ +95 Md€ sur 2010-2011 et +120 Md€ sur 2006-2007

Dans un contexte de taux d'intérêt bas persistant (Graphique 9), les tendances d'allocation de portefeuille observées entre 2015 et 2017 se sont poursuivies en 2018 avec un niveau élevé de placements peu risqués et liquides (Graphique 10) :

- le flux de dépôts à vue, à 34 Md€ en cumul annuel en décembre 2018, s'éloigne du point haut de mai 2017 (45 Md€) mais demeure élevé, le coût d'opportunité de la détention de tels actifs restant relativement faible du fait du niveau particulièrement bas des taux d'intérêt ;
- les livrets d'épargne se maintiennent à un niveau élevé de collecte en cumul annuel (27 Md€ en décembre 2018 après 28 Md€ en décembre 2017). En leur sein, les dépôts sur les livrets réglementés restent stables à 14,2 Md€ en décembre 2018 proche de leur niveau de 14,5 Md€ en décembre 2017.

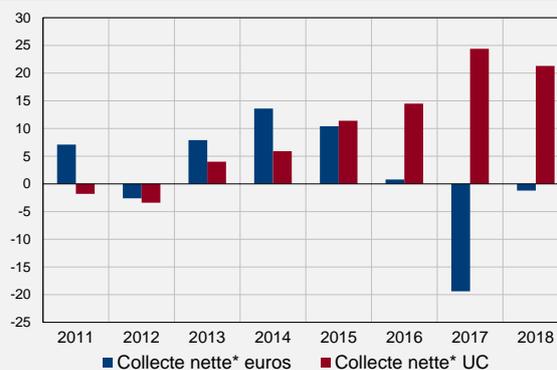
La collecte nette sur les plans d'épargne logement (PEL) poursuit sa tendance décroissante déjà observée en 2016 et 2017 (de 10,1 Md€ en cumul annuel en janvier 2018 à 6,4 Md€ en décembre). La collecte nette sur l'assurance-vie s'élève quant à elle à +22,4 Md€, en très nette hausse par rapport à 2017 (+8,3 Md€), grâce à une décollecte très réduite sur les supports en euro (-1,2 Md€ après -12,8 Md€ en 2017) et le maintien élevé de la collecte sur les supports en unités de compte (+21,3 Md€ de collecte en 2018) (Graphique 11), dans un contexte de rendements faibles sur les supports en euros (Graphique 9).

**Graphique 10 - Flux nets des placements financiers<sup>28</sup> des ménages hors titres, cumul sur 12 mois en Md€**



Source : Banque de France. Dernier point : Mars 2019.

**Graphique 11 - Collecte nette\* en assurance-vie sur les supports euros et unités de compte, en Md€**



Source : ACPR, Analyse et Synthèse. Dernier point : 2018.

\* Cotisations moins prestations.

<sup>28</sup> À la différence du champ précédent, ces flux de placements financiers excluent les titres.

## A.2. Le HCSF reste vigilant quant au risque de crédit des ménages, qui reste contenu

### *L'endettement des ménages continue à croître à un rythme soutenu en 2018*

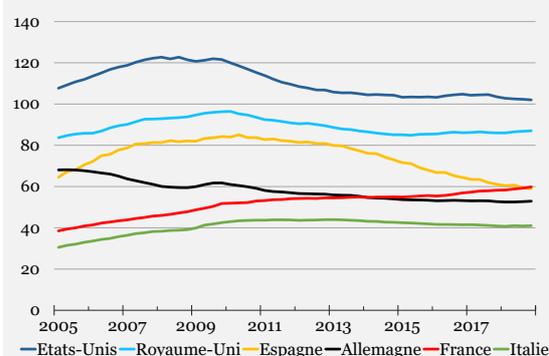
Après une forte hausse entre mi-2016 et mi-2017, la production de crédits à l'habitat se maintient en moyenne en 2018 à des niveaux proches de ceux observés avant 2016 (18,4 Md€ en moyenne par mois sur l'année 2018). Les opérations de rachats et de renégociations de crédits immobiliers redeviennent contenues en 2018, après la vague exceptionnelle de fin 2016 et début 2017. Dans l'ensemble, les flux nets d'emprunts totaux des ménages se maintiennent à un niveau élevé en 2018 (+73,8 Md€ au total sur 2018 après +76,3 Md€ en 2017) mais restent inférieurs aux niveaux enregistrés avant la crise (+88,0 Md€ en 2007). Les ménages ont pu bénéficier d'une baisse significative des taux d'intérêt sur les deux dernières années, d'une ampleur légèrement supérieure en France à celle des autres pays européens. (Voir Chapitre 4)

Au total, l'endettement des ménages français continue d'augmenter sur l'année 2018 et passe de 58,3 % du PIB au quatrième trimestre 2017 à 59,8 % du PIB au quatrième trimestre 2018 (Graphique 12). Cette hausse continue du taux d'endettement n'est pas observée au niveau international : ce taux est plutôt stable (Allemagne, Italie), ou orienté à la baisse (États-Unis, Espagne). L'endettement des ménages est désormais le plus élevé parmi les grands pays de la zone euros même s'il reste inférieur aux niveaux des États-Unis ou du Royaume-Uni.

### *Le risque de crédit des ménages reste contenu*

Le chapitre 4 de ce rapport détaille les risques associés à l'évolution dynamique du crédit à l'habitat et du marché de l'immobilier résidentiel. Malgré une croissance soutenue des prix immobiliers depuis 2016, les ratios prix-revenus et prix-loyers restent légèrement inférieurs à leurs niveaux d'avant-crise, et dans la moyenne des pays européens, ce qui ne plaide pas en faveur d'un constat de surévaluation des prix en moyenne au niveau du territoire français. Le Haut Conseil reste cependant vigilant quant à la dégradation progressive et continue des conditions d'octroi, même si la sinistralité des crédits reste faible en raison de la prépondérance des crédits à taux fixe, ce qui limite le risque pour les ménages débiteurs, et des crédits majoritairement cautionnés ou garantis, qui limitent le risque pour les établissements prêteurs.

**Graphique 12 - Endettement des ménages en comparaison internationale (en % du PIB)**



Sources : Banque de France et BCE.  
Dernier point : T4 2018.

## B. Entreprises

### B.1. En lien avec la conjoncture, les années 2017 et 2018 sont favorables pour la situation économique des sociétés non financières

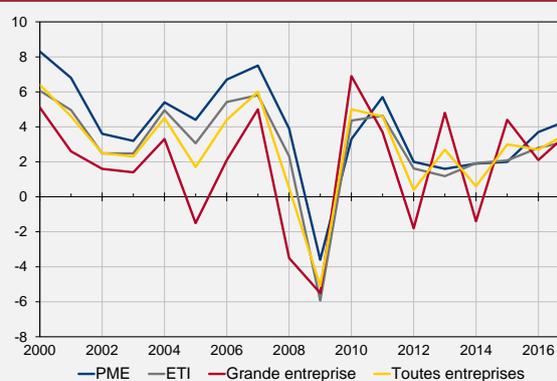
Après un ralentissement sur la période de 2012 à 2014, la création de richesse des sociétés non financières (SNF) – mesurée par la progression de leur valeur ajoutée – a sensiblement accéléré depuis 2015. Les données de comptabilité d'entreprises montrent une croissance de la valeur ajoutée (VA) de +3,7 % en 2017 après 2,7 % en 2016, largement supérieure à la moyenne des trois années précédentes (+2,1 %) (Graphique 13). Cette croissance soutenue de la VA s'observe pour toutes les tailles d'entreprises mais elle est la plus marquée pour les Petites et Moyennes Entreprises (PME, cf. Lexique) en 2017 (+4,4 %) (Graphique 14). Les données de comptabilité nationale indiquent que la croissance de la VA serait en léger ralentissement en 2018 (à +3,0 % après +3,3 % en 2017<sup>29</sup>).

**Graphique 13 - Taux de variation de la valeur ajoutée (%)**



Sources : Insee, Banque de France FIBEN. Derniers points : 2017 et 2018.

**Graphique 14 - Taux de variation de la valeur ajoutée par taille d'entreprise (%)**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017.

L'excédent brut d'exploitation (EBE) des SNF est en forte croissance depuis 2014. D'après la comptabilité d'entreprise, le taux de marge, qui rapporte l'EBE à la VA, s'est de nouveau légèrement amélioré en 2017, mais reste toujours inférieur à celui observé en 2011 et pré-crise (Graphique 15). D'après les données de comptabilité nationale, ce taux de marge se serait dégradé en 2018 (de -0,5 pt), sous l'effet de la hausse du prix du pétrole. La poursuite du redressement des marges en 2017 s'observe pour les PME et les GE, mais pas pour les Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) en 2017. Le taux de marge des SNF s'établissait en 2017 à 21,7 % pour les PME et à 24,5 % pour les ETI et à 25,8 % pour les Grandes Entreprises (GE) (Graphique 16).

<sup>29</sup> Selon les chiffres des comptes nationaux 2018, publiés par l'Insee le 29 mai 2019 : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/4161181>

**Graphique 15 - Taux de marge des SNF (en % de la VA)**



Sources : Insee, Banque de France FIBEN. Derniers points : 2017 et 2018.

**Graphique 16 - Taux de marge des SNF par taille d'entreprise (en % de la VA)**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017

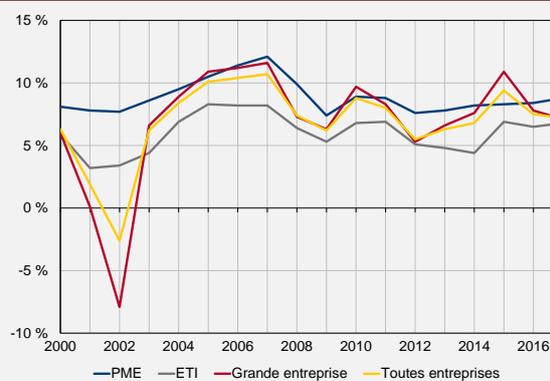
Toujours en deçà de son niveau d'avant crise, la rentabilité économique, mesurée par le ratio de l'excédent net d'exploitation (ENE) sur le capital d'exploitation, a été stable en 2017, à 5,2 % (Graphique 17). Cette stagnation résulte de la hausse de la rentabilité économique des PME et des ETI alors que celle des GE a décliné (Graphique 18). La rentabilité financière, mesurée par le ratio de la capacité nette d'autofinancement sur le capital d'exploitation, connaît en revanche une nouvelle baisse attribuable à la diminution de la rentabilité financière des grandes entreprises (GE) du fait d'une baisse des « opérations hors exploitation » (financières ou exceptionnelles).

**Graphique 17 - Rentabilité économique (excédent net d'exploitation<sup>30</sup> / capital d'exploitation), en %**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017.

**Graphique 18 - Rentabilité financière (capacité nette d'autofinancement<sup>31</sup> / capital d'exploitation), en %**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017.

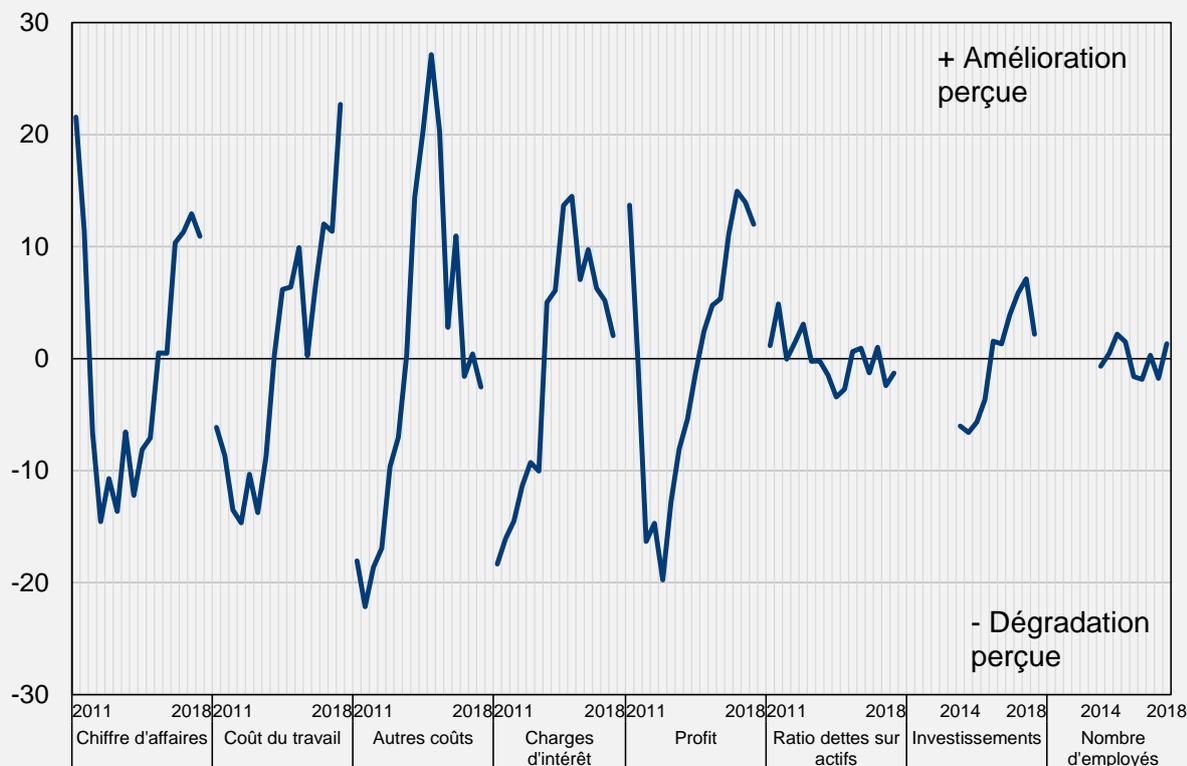
La croissance de la VA et le redressement des marges observés depuis 2014 s'inscrivent dans le contexte d'un environnement économique que les entreprises jugent plus porteur, comme en témoignent plusieurs indicateurs. Les enquêtes menées par la BCE corroborent ce diagnostic pour les PME françaises en matière de coût du travail, de charges d'intérêt, de chiffre d'affaires ou de profits (Graphique 19). Pour

<sup>30</sup> L'excédent net d'exploitation correspond à l'EBE diminué des amortissements comptables.

<sup>31</sup> La capacité nette d'autofinancement correspond à l'Excédent brut global (EBE plus opérations hors exploitation, c'est-à-dire les charges et produits financiers ou exceptionnels), auquel on retranche d'autres charges : les intérêts d'emprunts, la participation salariale, les impôts sur les bénéfices, et les charges liées au renouvellement de l'outil productif et à la couverture des risques d'exploitation.

chacun de ces indicateurs, on observe depuis 2014 une amélioration générale sur les dernières années, même si l'évolution est plus contrastée en 2018. De même, si l'indicateur de climat des affaires publié par l'INSEE a marqué un repli au cours de l'année 2018, après une hausse forte en 2017, il demeure à un niveau supérieur à leur moyenne de long-terme.

**Graphique 19- Changement de situation financière des PME françaises**



Note de lecture : Chaque indicateur correspond au pourcentage net des réponses à la question « Sur les six derniers mois, les indicateurs suivants ont-ils diminué, augmenté ou sont-ils restés inchangés ? ». Le pourcentage est centré sur 0, et présenté de manière à ce qu'une augmentation constitue une amélioration de la situation perçue par les chefs d'entreprise.

Source : BCE, enquête SAFE. Dernier point : S2 2018. Calculs : DG Trésor

Dans le même temps, les défaillances d'entreprises<sup>32</sup> recensées par la Banque de France, en fort recul depuis leur pic en 2015, sont restées globalement stables en 2018, autour de 54 000 défaillances cumulées par an, niveau inférieur à celui de fin 2009, mais toujours supérieur à ceux observés jusqu'à la crise de 2008 (Graphique 20). D'une moindre ampleur, le recul des défaillances hors microentreprises a été amorcé depuis 2010, mais de manière plus progressive, et il montre une stagnation depuis fin 2015. Le poids économique cumulé (en termes de crédit) des entreprises en défaillance poursuit cependant jusqu'au début 2019 son recul amorcé depuis 2014 ; il est depuis fin 2016 inférieur à son niveau d'avant-crise.

<sup>32</sup> Le concept de défaillances couvre ici les redressements et les liquidations judiciaires en date de jugement, mais pas les procédures de sauvegarde (qui ne donnent pas lieu au dépôt d'une déclaration de cessation de paiement).

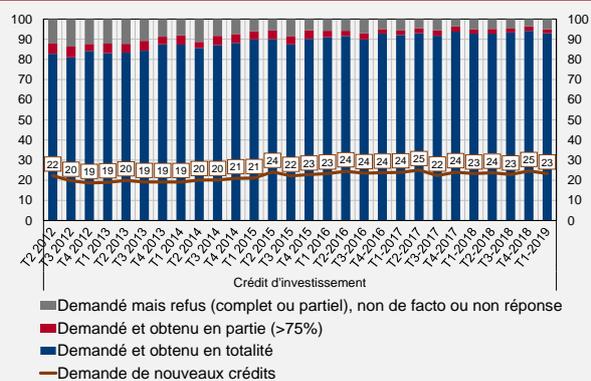
**Graphique 20 - Nombre de défaillances cumulé sur douze mois**



## B.2. Les entreprises bénéficient d'un contexte de taux, d'accès au crédit et de financement de marché très favorable

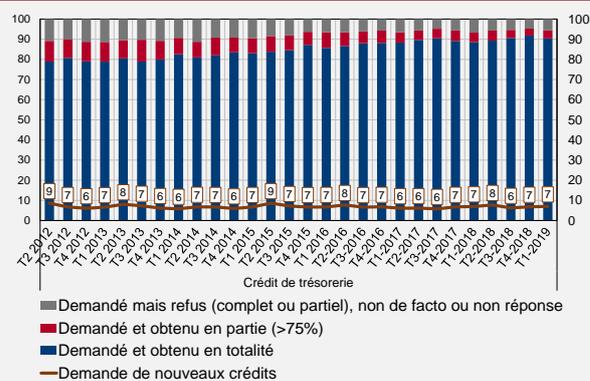
Les indicateurs disponibles témoignent d'un accès très satisfaisant au crédit pour les entreprises qui en font la demande. L'indicateur publié par la Banque de France sur l'octroi des crédits aux PME (le pourcentage des demandes de crédit ayant été satisfaites totalement ou pour au moins 75 % de leur montant) a atteint au 4<sup>e</sup> trimestre 2018 un niveau record depuis la publication de l'enquête en 2012, à la fois pour les crédits d'investissement (96,6 %) et pour les crédits de trésorerie (95,4 %) (Graphique 21 et Graphique 22). Malgré un léger repli par rapport à ce point haut, ces taux restent à des niveaux historiquement élevés au premier trimestre 2019.

**Graphique 21- Demande et obtention de nouveaux crédits d'investissement par les PME (%)**



Lecture : au 1<sup>er</sup> trimestre 2019, 23 % des PME françaises ont demandé un nouveau crédit d'investissement, et 93 % de celles qui en ont demandé un l'ont obtenu en totalité.

**Graphique 22 - Demande et obtention de nouveaux crédits de trésorerie par les PME (%)**



Lecture : au 1<sup>er</sup> trimestre 2019, 23 % des PME françaises ont demandé un nouveau crédit de trésorerie, et 95 % de celles qui en ont demandé un l'ont obtenu en totalité.

Avec la poursuite de la politique monétaire accommodante de la BCE, les taux des crédits octroyés aux entreprises sont restés stables en 2018 à un niveau historiquement bas, après une forte baisse depuis 2011 : le coût du crédit s'établissait ainsi à 1,5 % à fin 2018 (Graphique 23).

Le coût du financement par le marché, qui concerne principalement les GE et les ETI, a suivi la même tendance à la baisse depuis 2011, et était resté inférieur au taux des crédits bancaires depuis fin 2013. Après un plus bas historique en août 2016 (0,6 %), ce coût a connu une dynamique légèrement haussière, jusqu'à rejoindre le taux des crédits bancaires en fin 2018. Il s'établissait à 1,2 % au début de l'année

2019. Les émissions de titres se sont accélérées en 2018, sans pour autant se substituer au crédit bancaire pour les GE et les ETI (Graphique 24).

Du fait de la persistance d'un environnement de taux bas et du refinancement progressif par un grand nombre de SNF de leur stock de dette, le poids de la charge de la dette dans l'excédent brut global (EBG) des SNF a fortement baissé depuis 2011, où il était de 18,5 % (Graphique 25) ; et ce alors que le niveau d'endettement a fortement augmenté, et que les taux d'endettement financiers nets n'ont que peu baissé sur la période. Cette réduction du poids des intérêts, qui est observée pour toutes les tailles d'entreprises, s'est poursuivie en 2017, pour s'établir à 13,7 %.

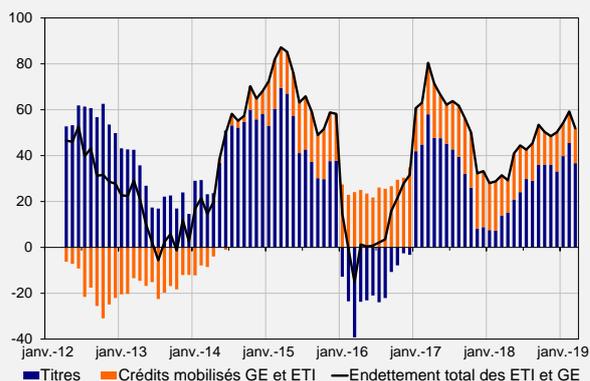
Cependant, la diminution de la charge financière des SNF françaises est à nuancer. Elle reste à un niveau encore élevé (entre 9,7 % et 14,9 % de l'EBE en moyenne selon les tailles d'entreprises) du fait notamment de l'augmentation de l'endettement en niveau et de sa faible réduction en proportion des capitaux propres. Elle pourrait être remise en cause par une remontée des taux d'emprunt : (i) une large partie de cet endettement est libellée à taux variable et serait donc directement affectée par une remontée des taux ; (ii) contrairement aux ménages, les SNF doivent fréquemment refinancer leur dette, ce qui les rend plus sensibles à une remontée des taux, même sur leur dette à taux fixe lorsque celle-ci doit être renouvelée. Cependant, les entreprises ont profité de la période récente pour allonger la maturité moyenne de leur dette, repoussant ainsi en partie l'effet d'une hausse des taux transitant par le besoin de refinancement. Par ailleurs, une remontée progressive des taux en phase de reprise cyclique de l'activité serait partiellement compensée par un excédent brut d'exploitation (EBE) des entreprises en hausse, ce qui pourrait limiter l'augmentation de la charge de la dette.

**Graphique 23 - Coût de financement par dette des SNF**



Source : BCE. Dernier point : mars 2019.

**Graphique 24 - Financement des GE et des ETI : flux nets cumulés sur 12 mois (en Md€)**



Source : BCE. Dernier point : mars 2019.

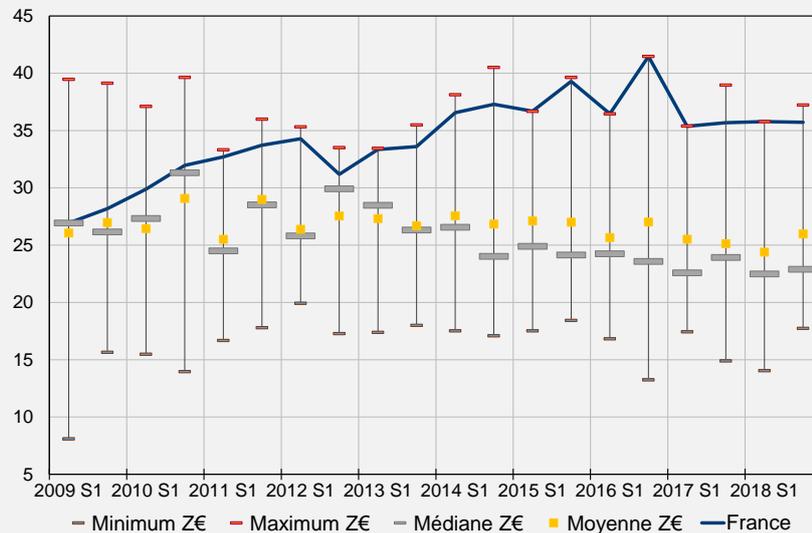
**Graphique 25 - Poids des intérêts dans le résultat brut**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017.

L'enquête SAFE de la BCE illustre la forte demande de financements externes par les PME françaises en comparaison des autres pays de la zone euro (Graphique 26). Symétriquement, le pourcentage de PME françaises qui ne sollicitent pas de financements car elles disposent d'un autofinancement suffisant est parmi les plus bas de la zone euro (Graphique 27).

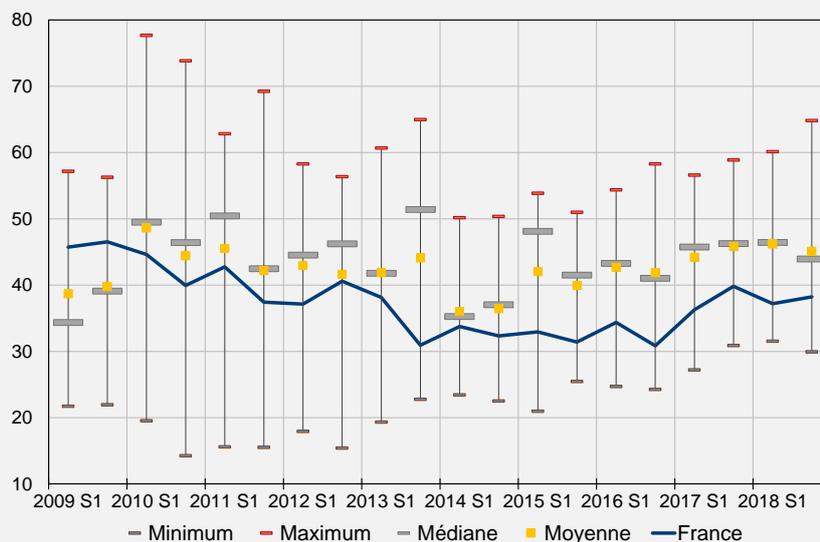
**Graphique 26- Pourcentage des PME françaises et de la zone euro ayant demandé un financement externe durant les six derniers mois**



Note de lecture : Au 1<sup>er</sup> semestre 2018, 35,8 % des PME françaises interrogées ont sollicité un financement externe durant les six derniers mois, ce qui correspond au pourcentage maximal parmi les 12 pays de la zone euro enquêtés (AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL, PT, SK). En moyenne (non pondérée) dans ces pays, les PME sont 25,5 % à avoir demandé un tel financement. Le pourcentage minimal est de 14,0 %, constaté aux Pays-Bas.

Source : BCE, enquête SAFE. Dernier point : S2 2018.

**Graphique 27 - Pourcentage des PME françaises et de la zone euro n'ayant pas demandé un financement externe durant les six derniers mois pour cause de financements internes suffisants**



Note de lecture : Au 1<sup>er</sup> semestre 2018, 37,2 % des PME françaises interrogées ont déclaré ne pas solliciter un financement externe durant les six derniers mois car elles disposaient de suffisamment de fonds. En moyenne, les PME des 12 pays de la zone euro enquêtés sont 46,2 % à avoir déclaré cela. Le pourcentage minimal est de 31,5 % (constaté en Italie) et le pourcentage maximal de 60,1 % (constaté aux Pays-Bas).

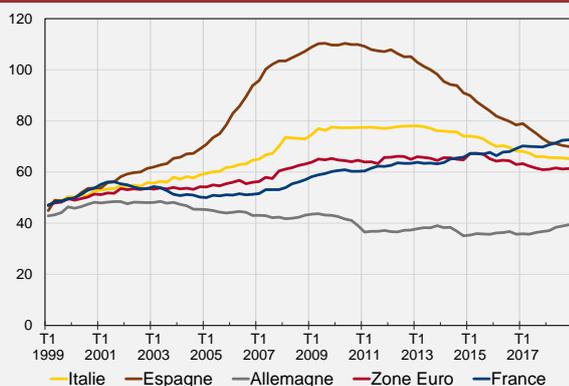
Source : BCE, enquête SAFE. Dernier point : S2 2018.

### B.3. L'endettement des SNF poursuit une tendance haussière entamée depuis plus de dix ans

Depuis 2010, l'endettement total des SNF a progressé à un rythme annuel moyen de +5,2 %. Cette dynamique se traduit par une hausse continue de l'endettement rapporté au PIB (Graphique 28), à la valeur ajoutée ou encore au chiffre d'affaires des SNF. Cette évolution contraste avec la stabilité ou la baisse observées dans les autres grands pays européens. Entre le T4 2010 et le T4 2018, ce ratio a diminué de 3,2 pt en zone euro mais a augmenté de 12,3 pt en France. Le ratio français est maintenant supérieur de 11,2 pt à celui de la zone euro.

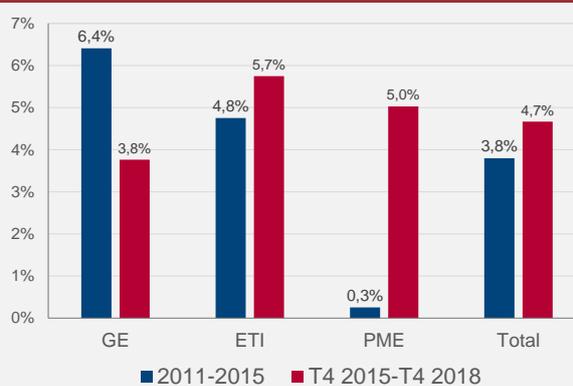
La dette totale des SNF<sup>33</sup> se répartit en décembre 2018 entre 712 Md€ pour les grandes entreprises (GE), 425 Md€ pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et 569 Md€ pour les petites et moyennes entreprises (PME). La progression de l'endettement a été nettement plus marquée entre 2011 et 2015 pour les GE et les ETI que pour les PME dont l'encours a baissé sur cette sous-période (Graphique 29). Toutefois, depuis 2015, l'encours de dette est très dynamique pour l'ensemble des catégories d'entreprise.

**Graphique 28 - Taux d'endettement des SNF en pourcentage du PIB (en %)**



Source : Banque de France. Dernier point : T4 2018.

**Graphique 29 - Croissance annuelle moyenne de la dette brute des SNF 2011- 2018 (%)**

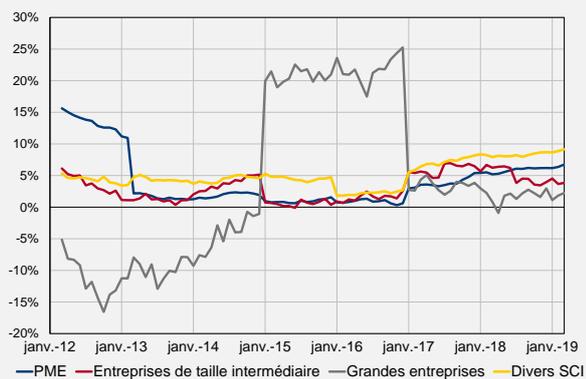


Source : Banque de France.

Dans ce contexte, l'endettement total (crédit bancaire et endettement obligataire) des SNF s'établissait à 1643,3 Md€ en mars 2019, en hausse de +5,9 % (g.a.). Parmi cet endettement, les encours de crédit bancaire (1028,6 Md€ en mars) progressent à un rythme soutenu (+6,2 % en g.a. en mars). La croissance annuelle des encours de crédits mobilisés par les PME et les ETI s'établit respectivement à +6,7 % et +3,8 % en mars 2019 (Graphique 30). La progression des encours de crédits mobilisés par les GE est moins dynamique (+2,2 % en g.a. en mars), ces dernières se finançant davantage par émission de titres. Le financement des entreprises par émission de titres sur le marché a progressé à un rythme similaire (614,7 Md€, +6,3 % en g.a. en mars 2019), en accélération depuis début 2018, (cf. Graphique 24). La part des titres dans l'endettement des SNF se maintient ainsi à 35 % à la fin de l'année 2018 (Graphique 31).

<sup>33</sup> Hors crédit des banques étrangères, à la différence du reste de ce chapitre. Cf. Encadré sur les mesures d'endettement.

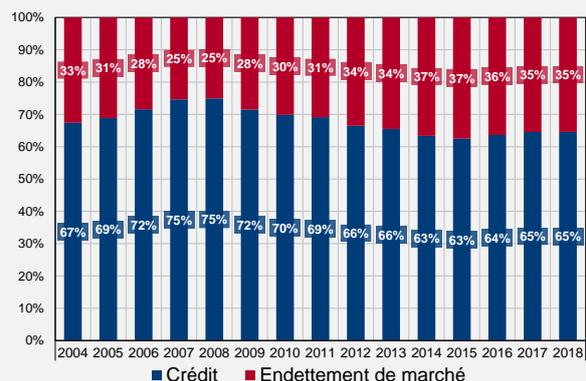
**Graphique 30- Croissance du crédit par catégorie de SNF (g.a., en %)**



Sources : Banque de France. Dernier point : mars 2019.

Note : la série des encours pour les grandes entreprises présente deux ruptures de série en niveau en janvier 2015 et janvier 2016, qui se traduisent ici par des glissements annuels (g.a.) particulièrement élevés pendant deux ans.

**Graphique 31- Évolution de la structure d'endettement des SNF, en fin d'année**



Source : Banque de France. Dernier point : 2018.

## Les mesures de l'endettement des sociétés non financières

L'interprétation du **taux d'endettement des SNF** en part de la valeur ajoutée est rendue difficile par la coexistence de plusieurs mesures de cet endettement (Graphique 32). Le plus souvent, ces mesures diffèrent par leur niveau de **consolidation** : c'est-à-dire de retraitement des bilans d'entreprise pour en retirer un certain nombre de crédits entre SNF, qui sont non pertinents pour l'analyse macroéconomique de la soutenabilité de la dette des entreprises.

**La dette non-consolidée des SNF** (publiée par l'Insee et Eurostat, 143,3 % du PIB annuel à fin 2017<sup>34</sup>) est une première approche qui consiste à mesurer la somme de l'ensemble des dettes au passif des sociétés non financières : crédits (F4), titres de créance (F3). Cette mesure de dette non-consolidée est fournie par la comptabilité nationale française et est notamment reportée par Eurostat et la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Elle présente les avantages d'une définition simple et englobante de la dette des SNF, sans toutefois inclure la catégorie « autres comptes à payer » (F8), en particulier les dettes fournisseurs.

Toutefois, elle inclut l'ensemble des crédits contractés entre deux SNF, ce qui pose un problème lorsque celles-ci résultent d'une écriture comptable non significative pour la soutenabilité de la dette de ces SNF. C'est le cas par exemple lorsqu'une société-mère finance une filiale *via* un crédit : la dette ainsi créée ne traduit que le choix d'organisation du groupe en filiales juridiquement indépendantes (si la société-mère choisissait d'absorber ses filiales, ces crédits seraient neutralisés). Dans le cas où la société-mère lève des fonds par endettement bancaire ou obligataire pour financer ses filiales, se pose en particulier un problème de double comptage. Le problème se pose particulièrement dans le cas de grands groupes internationaux : pour des raisons fiscales, ceux-ci peuvent avoir intérêt à accumuler leur dette dans leurs filiales d'un pays avec un fort taux d'imposition.

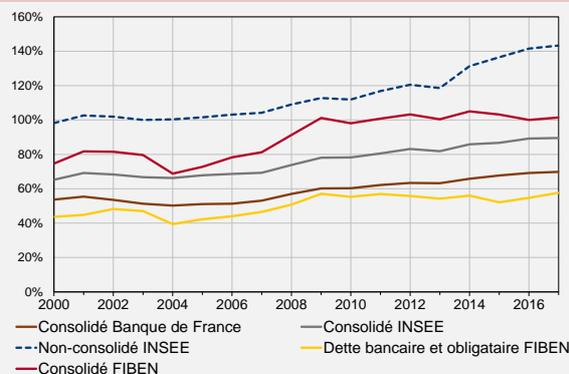
**La dette des SNF consolidée à l'échelle du secteur** constitue une mesure restreinte de l'endettement des SNF qui permet de contourner le problème du double comptage. Sur le principe, elle vise à exclure totalement les crédits effectués entre SNF du calcul du taux d'endettement total des SNF.

Pour les titres de créance (F3), aucune consolidation n'est effectuée. Le caractère échangeable des titres de créance sur le marché secondaire ne permet en effet pas de déterminer avec précision quel secteur institutionnel détient la dette d'une SNF. La comptabilité nationale fait donc la supposition relativement réaliste que les titres de créances de SNF ne sont pas détenus par d'autres SNF.

Pour les crédits (F4), trois approches sont possibles

- La première (consolidation INSEE, reprise par Eurostat : 89,5 % du PIB à fin 2017<sup>35</sup>) consiste à déduire du total des crédits au passif des SNF l'ensemble des crédits à l'actif des SNF qui correspondent à des crédits faits à d'autres SNF domestiques. Cette mesure demande toutefois de disposer d'informations sur les contreparties des crédits au bilan des entreprises (données « de qui à qui »).
- La deuxième (consolidation appliquée par la Banque de France pour les pays étrangers dans le cas de comparaisons internationales, mais pas à la France) revient à déduire du total des

**Graphique 32 - Mesures du taux d'endettement des SNF (% du PIB)**



Sources : Insee, Eurostat, Banque de France FIBEN.  
Dernier point : 2017

<sup>34</sup> Données des comptes de patrimoine financier : [lien vers la base de données sur Eurostat](#).

<sup>35</sup> Données également disponibles dans les comptes de patrimoine financier.

crédits au passif des SNF la totalité des crédits à l'actif des SNF, quel que soit le secteur emprunteur, y compris le reste du monde. Cette mesure ne nécessite pas de disposer de données « de qui à qui ».

- La troisième (consolidation Banque de France – fin 2017 : 69,8 % du PIB, et fin 2018 : 72,6 % du PIB<sup>36</sup>) comptabilise uniquement les crédits qui figurent à l'actif des établissements de crédit résidents et non-résidents. Ce mode de calcul élimine l'ensemble des crédits contractés entre SNF. C'est le concept qui est retenu dans ce chapitre.

**La Banque de France fournit de surcroît une valorisation alternative** de la dette des entreprises : les titres échangeables sont valorisés à leur valeur de marché et non à leur valeur comptable (valeur nominale) (fin 2018 : 73,5 % du PIB avec la troisième méthode de consolidation du crédit).

**La dette des SNF consolidée à l'échelle du groupe** aussi appelée « dette retraitée des doubles comptes » permet de se rapprocher d'une consolidation « idéale » de l'endettement des SNF qui présenterait de manière exhaustive les crédits contractés par les entreprises sans être soumise à un problème de double comptage. Elle est issue de la comptabilité d'entreprise, qui permet d'approcher un bilan consolidé à l'échelle d'un groupe. La base de données FIBEN de la Banque de France dispose de ce niveau de précision.

Les données issues de FIBEN, publiées annuellement, fournissent deux indicateurs :

- **L'endettement bancaire et obligataire des SNF** (57,7 % du PIB à fin 2017), mesure restreinte pour lequel la consolidation à l'échelle du groupe n'est pas nécessaire ;
- **L'endettement financier brut des SNF** (101,4 % du PIB à fin 2017), défini comme la somme des dettes au passif consolidé des groupes. Pour chaque société, l'endettement financier consolidé ainsi calculé ne peut pas être inférieur à l'endettement bancaire et obligataire.

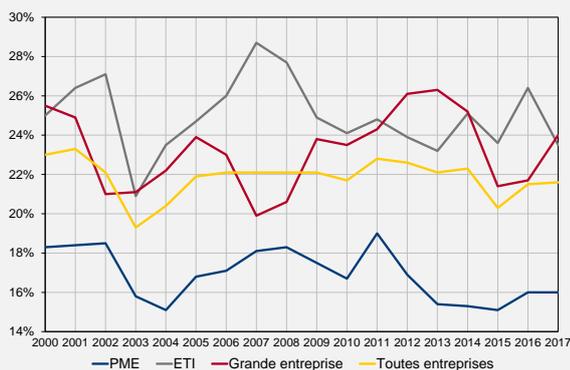
L'endettement financier brut consolidé à l'échelle du groupe comptabilise en revanche encore un grand nombre de crédits inter-entreprises (crédits commerciaux, avances, etc.). Il ne permet donc pas d'établir une mesure nette globale de la dette du secteur des SNF vis-à-vis des autres secteurs (ménages, sociétés financières). Ses limites méthodologiques sont de plus liées à celles de la base FIBEN, qui n'inclut notamment pas l'ensemble des entreprises (SA dont le capital est inférieur à 76 000 euros, SARL dont le capital est inférieur à 30 500 euros, etc.).

## B.4. Cette poursuite de l'endettement s'accompagne toujours d'un investissement dynamique

Les données de comptabilité d'entreprise mettent en lumière une stabilité du taux d'investissement qui s'établissait à 21,6 % en 2017 (+0,1 pt par rapport à 2016) ; avec une baisse pour les ETI et une hausse pour les GE (Graphique 33). À l'inverse, les données de comptabilité nationale montrent une progression nette en 2017 (+0,5 pt), puis 2018 (+0,5 pt à nouveau, à 24,1 %), où ce taux d'investissement atteint un plus haut depuis 1972. Si ces tendances haussières s'inscrivent dans un contexte économique toujours porteur, elles ont pu être affectées par des incitations fiscales comme le dispositif de suramortissement entré en vigueur en 2015 et actif en année pleine en 2016 ; le dynamisme a cependant persisté après l'extinction du dispositif de suramortissement. La croissance des investissements plus rapide que celle des profits a conduit à une dégradation du taux d'autofinancement des SNF en 2016 (Graphique 34), mais celui-ci a marqué un léger rebond en 2017 ; selon les données de comptabilité nationale, il s'est ensuite à nouveau dégradé en 2018, de -4,5 pt. Le financement de ces investissements s'est donc traduit par une hausse des encours de crédits d'investissement, ainsi que par l'émission de titres de dette de moyen et de long termes, qui ont été dynamiques en 2017 et 2018 (Graphique 35). En mars 2019, l'encours des crédits à l'investissement s'établissait à 728 Md€, en hausse de +5,7 % en glissement annuel.

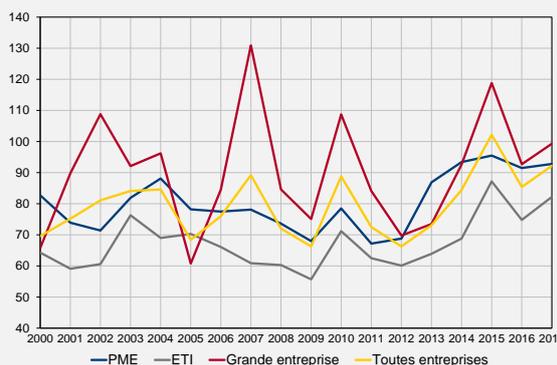
<sup>36</sup> Données issues des comptes financiers trimestriels, et disponibles sur le site Webstat de la Banque de France ([lien](#)).

**Graphique 33 - Taux d'investissement  
(Investissement / VA)**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017.

**Graphique 34 - Taux d'autofinancement  
(autofinancement / investissement, en %)**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017.

**Graphique 35 - Crédits d'investissement et  
endettement de marché de moyen et long  
terme**



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2019.

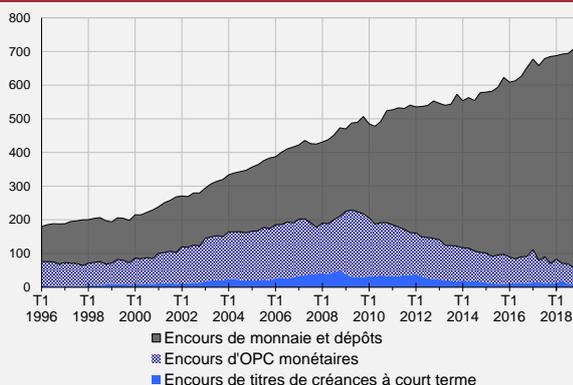
Les données d'encours sont en pointillés.

## B.5. Et d'une accumulation de liquidités qui reste dynamique également

Parallèlement à la hausse de leur endettement, les SNF ont continûment accumulé depuis 2000 des actifs à court terme (Graphique 36). Au 4<sup>e</sup> trimestre 2018, le montant de ces actifs s'établissait à 708,3 Md€, en hausse de 3,4 % sur un an et de 21,7 % depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Cette hausse est principalement imputable à l'accroissement de l'encours de monnaie et des dépôts (650,3 Md€ au T4 2018, +5,7 % sur un an et +32,6 % depuis le T1 2015). Les titres de créances à court terme à l'actif des SNF (9,2 Md€ au T4 2018) baissent de 11,8 % sur un an et retrouvent leur niveau observé à la fin de l'année 2015, alors que l'encours des organismes de placements collectifs (OPC) monétaires détenus par les SNF (48,8 Md€ au T4 2018) a continué de décroître, -18,5 % sur un an.

La prise en compte de cette hausse du montant des actifs à court terme qui peuvent être mobilisés pour rembourser la dette atténuée, sans pour autant l'invalider, le constat d'une sensible hausse de l'endettement des SNF rapporté au PIB (Graphique 37). En effet, si la dette consolidée des SNF (i.e. retraitée de la dette inter-entreprises) atteint 73,1 % du PIB au T4 2018, ce qui correspond à une hausse de 19,1 pt depuis le T1 2005, la dette consolidée nette des actifs à court terme rapportée au PIB n'a augmenté que de 9,6 pt sur la même période, pour atteindre 42,8 % au T4 2018, et est relativement stable depuis 2012.

**Graphique 36 - Actifs à court terme détenus par les SNF (Md€)**



Sources : Comptes Nationaux Financiers, Banque de France.  
Dernier point : T4 2018.

**Graphique 37 - Endettement consolidé brut et net des SNF, en part du PIB**



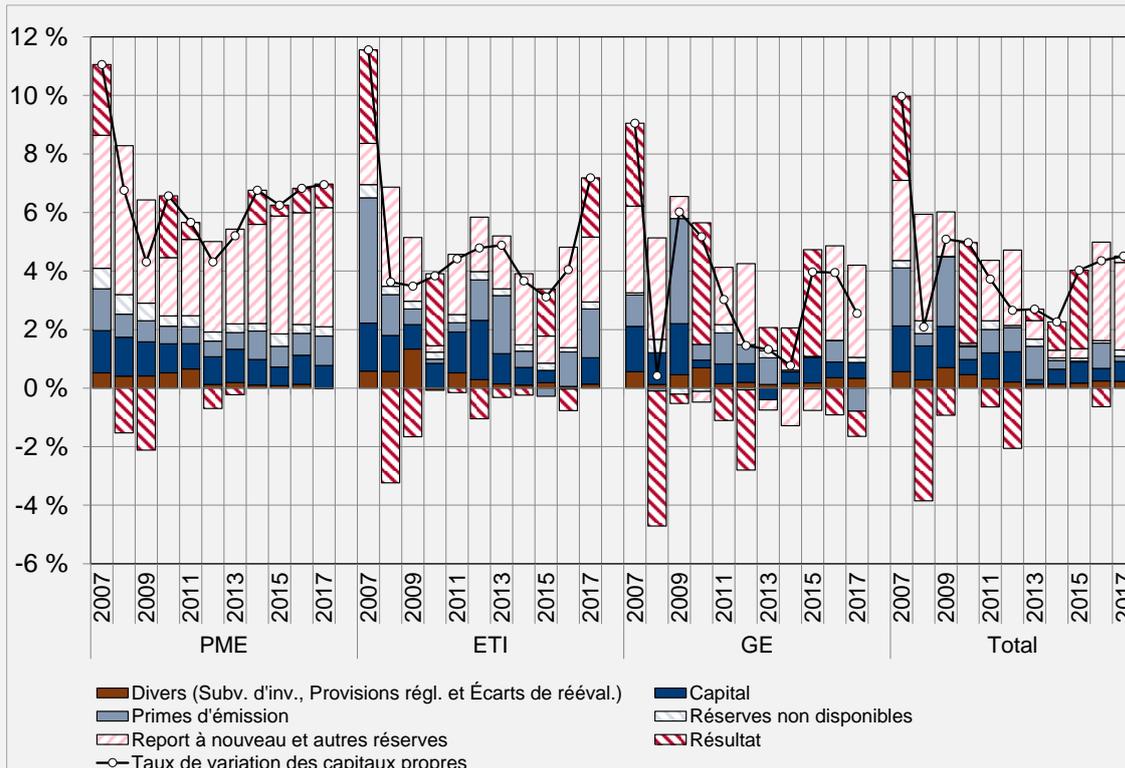
Source : Comptes Nationaux Financiers, Banque de France.  
Dernier point : T4 2018.

## B.6. De plus, la progression des fonds propres permet toujours de contenir l'évolution des leviers

L'année 2017 voit de nouveau une hausse significative des fonds propres des SNF, pour toutes les tailles d'entreprises (Graphique 38). Elle est continue et élevée depuis 2013 pour les PME et les ETI (de respectivement 6,4 % et 4,6 % par an en moyenne), avec une nette accélération en 2017 pour ces dernières ; et elle a davantage fluctué chez les GE. Comme les années précédentes, l'accumulation de résultats, et notamment le report à nouveau, constitue la source principale des fonds propres des SNF, en particulier en ce qui concerne les PME et les ETI. Il est à noter que les primes d'émission contribuent également à cette croissance des capitaux propres pour les ETI, témoignant d'opérations de croissance externe donnant lieu à l'enregistrement de *goodwills* à l'actif de ces entreprises. En revanche, s'agissant des GE, la croissance des capitaux propres décélère en 2017 (+2,6 % après +4,0 % en 2016), et la contribution négative des primes d'émission explique une part importante de ce ralentissement.

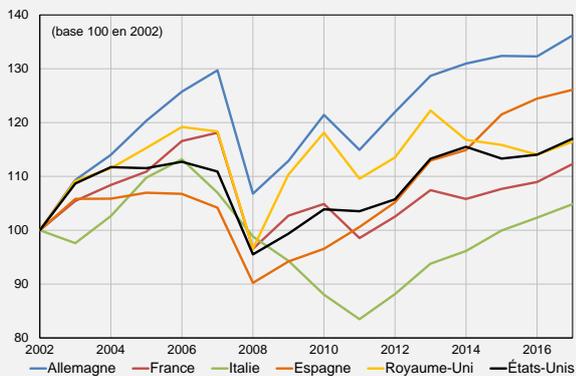
La progression de ces capitaux propres a permis de contenir l'évolution des ratios de levier (cf. Lexique) en France, qui, s'ils se sont améliorés par rapport au point bas de 2008, ne sont pas revenus au niveau de 2007, contrairement à ce qui est observé en Allemagne, en Espagne ou aux États-Unis (Graphique 39). De même, grâce à la fois à ces capitaux propres et aux liquidités accumulées, le taux d'endettement financier net a progressivement baissé, et se situait en 2017 à un plus bas depuis 2000, inférieur aux niveaux d'avant-crise, et particulièrement bas pour les PME (Graphique 40).

**Graphique 38 - Ventilation de la variation des capitaux propres**



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2017

**Graphique 39 - Évolution des ratios de levier des SNF (capitaux propres / financement total)**



Source : OCDE. Dernier point : 2017.

**Graphique 40 - Taux d'endettement financier net (endettement financier net de la trésorerie à l'actif / capitaux propres)**



Source : FIBEN, Banque de France. Dernier point : 2017.

---

## Réciprocité de la mesure macroprudentielle sur les grands risques

Le 11 mai 2018, le Haut Conseil de stabilité financière a adopté une mesure prise sur la base de l'article 458 du règlement européen CRR<sup>37</sup> après avoir dûment consulté le Comité européen du risque systémique (CERS) et l'autorité bancaire européenne (ABE), et obtenu l'accord de la Commission européenne.

La mesure limite les expositions des banques systémiques françaises aux grandes entreprises résidentes les plus endettées à maximum 5 % de leurs fonds propres éligibles. La décision du HCSF<sup>38</sup> entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2018 pour une durée de deux ans, qui pourra être prolongée, vise à renforcer la résilience des banques face aux risques liés à la hausse de l'endettement des grandes entreprises françaises.

Afin de conforter l'efficacité de la mesure, le Haut Conseil de stabilité financière a demandé au CERS d'émettre une recommandation de réciprocité à destination des autorités macroprudentielles des autres pays de l'Union européenne.

La réciprocité désigne l'adoption par une autorité macroprudentielle étrangère d'une mesure identique ou équivalente à la mesure adoptée par le HCSF. Lorsque l'autorité étrangère reconnaît la réciprocité, cela revient à appliquer aux banques de son pays la mesure française pour leurs expositions situées en France. La réciprocité permet donc d'appliquer aux institutions financières ayant une activité sur un même territoire (la France) et exposées aux mêmes risques un traitement macroprudentiel similaire, et ce quelle que soit leur pays d'origine dans l'Union européenne. Ainsi, la réciprocité a pour but de renforcer l'efficacité de la mesure adoptée par le HCSF en évitant toute fuite de l'activité vers des banques non couvertes par la mesure et une égalité de traitement entre les banques servant les contreparties françaises, quelle que soit leur nationalité.

Le CERS a adopté cette recommandation de réciprocité le 5 décembre 2019<sup>39</sup>, enjoignant les autres pays à reconnaître la mesure française. Un seuil de matérialité est prévu qui exclut de l'application de la réciprocité des institutions financières dont les expositions sont jugées trop faibles. Ce seuil est fixé à 2 milliards d'euros<sup>40</sup>.

Certaines autorités étrangères ont donc informé le CERS qu'elles n'adoptaient à ce jour pas de mesure de réciprocité, les expositions de leurs banques concernées étant sous les seuils. Ces autorités devraient toutefois adopter une mesure si les expositions venaient à augmenter et dépasser les seuils prévus.

Le 11 juin 2019, quatre pays avaient adopté des mesures de réciprocité de cette mesure « 458 » du HCSF : la Belgique, le Danemark, la Norvège et la Lituanie (Graphique 11). Les autorités macroprudentielles étrangères ont officiellement jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 2019 pour faire part de leurs décisions au CERS.

---

<sup>37</sup> Règlement n°575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement. Cf. également l'article L.631-2-1 4° ter du code monétaire et financier.

<sup>38</sup> Décision D-HCSF-2018-2 ([lien](#)). Cf. également le communiqué de presse associé ([lien](#)).

<sup>39</sup> Recommandation du Comité européen du risque systémique du 5 décembre 2018 modifiant la recommandation CERS/2015/2 sur l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle (CERS/2018/8) (2019/C 39/01).

<sup>40</sup> Le seuil de matérialité est un seuil combiné qui se compose à la fois de ce seuil de 2 milliards d'euros mais également du seuil relatif aux grands risques (l'exposition doit être supérieure à 300 millions d'euros) et au seuil de 5 % des fonds propres éligibles. Il est recommandé aux autorités macroprudentielles étrangères d'adopter une mesure de réciprocité dès lors que ce seuil combiné est dépassé.



# Ch.3 Agents financiers

---

## A. Banques

### A.1. Des résultats toujours mitigés en 2018 pour les banques françaises

Sur l'ensemble de l'année 2018, les six principaux groupes bancaires français<sup>41</sup> affichent un résultat net part du groupe de 25,5 Md€. Ce résultat est en progression par rapport à l'année 2017 (+6,8 %), à un rythme bien plus soutenu que le Produit Net Bancaire (PNB, +0,9 %). Cette progression du résultat net repose cependant en grande partie sur des éléments exceptionnels<sup>42</sup> ; hors éléments non récurrents, les résultats de ces principales banques seraient en baisse. Ils sont marqués par les faibles performances des activités de détail dans un contexte de taux d'intérêt toujours très bas, par un décrochage important des activités de marché en fin d'année reflétant les turbulences du dernier trimestre, et une progression des lignes métiers générant des revenus récurrents (assurance, gestion d'actifs). Ces dernières jouent ainsi un rôle de stabilisateur pour les grandes banques françaises, qui tirent parti de leur activité diversifiée.

Ces résultats s'accompagnent de la poursuite de la hausse des charges d'exploitation (+2,1 %), avec une progression observée chez la plupart des grandes banques françaises, contribuant à la dégradation du coefficient d'exploitation qui continue d'augmenter pour s'établir à 70,2 % (+0,8 pt). Dans un contexte de croissance économique toujours soutenue malgré le ralentissement de 2018, le secteur affiche un coût du risque en baisse (-6,4 % par rapport à 2017, à 7,9 Md€, quasiment stable ramené au total d'actifs moyen sur l'année). Celui-ci poursuit donc sa décrue continue depuis 2011, mais à un rythme moindre que l'an dernier.

Le rendement sur fonds propres (*Return on Equity* ou  $RoE$ <sup>43</sup>) dégagé par les groupes bancaires français progresse très légèrement par rapport à 2017 (6,7 % après 6,3 % - voir Graphique 42), à un niveau toujours inférieur à la moyenne des grandes banques américaines, mais dans la moyenne des banques européennes. En comparaison, le coût des fonds propres (*Cost of Equity* ou  $CoE$ <sup>44</sup>) qui traduit le rendement exigé par les investisseurs sur les marchés financiers, se réduit d'1,3 pt en 2018 (à 9,0 % - voir Graphique 43) mais continue de se situer au-dessus du  $RoE$ . La persistance d'un tel écart entre  $RoE$  et  $CoE$  pourrait générer un cercle vicieux dans lequel la hausse du coût de financement compliquerait le redressement de la rentabilité des établissements et leur capacité à lever du capital pour leur développement, ce qui pourrait alimenter la défiance des investisseurs.

---

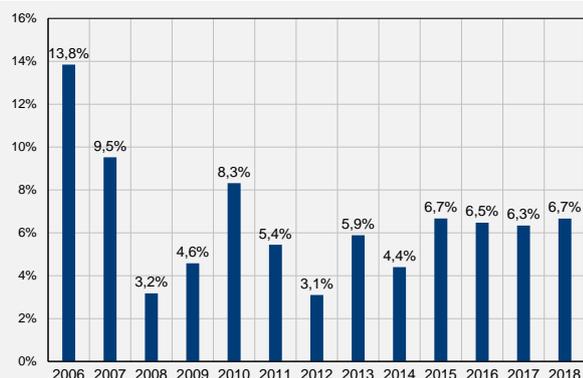
<sup>41</sup> BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale. Pour plus de détails sur la situation de ces groupes, voir « ACPR Analyses et Synthèses – La situation des grands groupes bancaires français à fin 2018 » ([lien](#)).

<sup>42</sup> Un élargissement de périmètre (Crédit Agricole) et un fort rebond après une année 2017 pénalisée par des contentieux (Société Générale) réhaussent la progression du résultat net en 2018.

<sup>43</sup> Le *Return on Equity* s'obtient en faisant le rapport entre le résultat net et les fonds propres totaux.

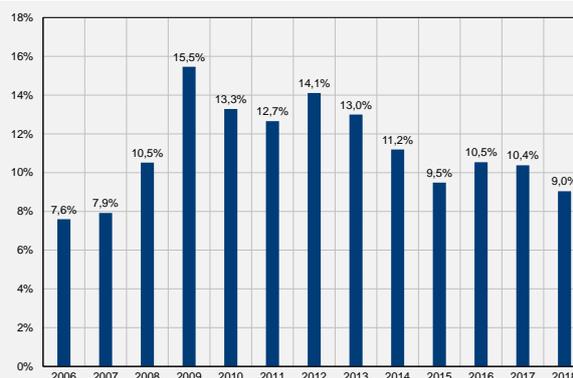
<sup>44</sup> Le *Cost of Equity* est le rendement attendu par un investisseur pour acquérir ou conserver les actions d'une entreprise compte tenu de leur risque. Non directement observable, il est estimé à partir de données boursières dans le cadre d'un modèle de valorisation des actions (évaluées ici comme somme des flux futurs de dividendes actualisés, dit « de Gordon-Shapiro »). La mesure du rendement que les investisseurs attendent d'un investissement en fonds propres bancaires n'est pas simple compte tenu des difficultés d'estimation des flux de trésorerie futurs et des hypothèses sur la rétention des bénéfices ; un degré élevé d'incertitude est donc intrinsèque à toute estimation du coût des fonds propres, quelle que soit la méthodologie employée.

**Graphique 42 - Return on Equity des principales banques françaises**



Source : SNL Financial.  
Périmètre : BNPP, SG, GCA, GBPCE, LBP, CM.

**Graphique 43 - Cost of equity des principales banques françaises**



Source : Bloomberg, FMI, BCE, calculs Banque de France.  
L'échantillon de cette estimation comporte BNPP, SG, CASA et Natixis.

Les revenus de la banque de détail domestique s'inscrivent en baisse (-0,8 % pour le PNB, -5,0 % pour le résultat avant impôt) sur base agrégée, ce qui masque une certaine hétérogénéité entre les résultats des principaux groupes, dont certains se redressent. Les banques ont ainsi vu se poursuivre l'érosion de leur marge nette d'intérêt, qu'elles ne sont pas parvenues à compenser par la progression de l'encours de crédit ou la hausse des revenus tirés des frais et commissions.

À l'inverse, la banque de détail à l'international voit ses résultats progresser (+11,5 % avant impôts). Elle continue de bénéficier de l'amélioration de la qualité des crédits (qui conduit à une baisse du coût du risque de 17,4 % par rapport à 2017), malgré les incertitudes sur l'environnement international, et voit sa contribution aux résultats globaux progresser à nouveau en 2018.

Les services financiers spécialisés participent cette année encore de façon très dynamique au PNB, avec des revenus en croissance (PNB : +7,1 %), même si les résultats stagnent (-0,1 %) en raison de la forte hausse des charges d'exploitation (+8,0 %) et du coût du risque (+12,3 %).

La banque de financement et d'investissement voit une érosion de ses revenus (PNB : -5,6 %), observable dans la plupart des grandes banques, dans un contexte de pertes de parts de marché au niveau européen au profit de banques américaines, et après de fortes corrections sur les marchés en fin d'année 2018. Les résultats nets marquent ainsi une forte baisse (-18,4 %).

Enfin, les métiers assurance et gestion d'actifs enregistrent à nouveau une nette progression de leur PNB (+5,1 %), mais un léger repli de leur résultat avant impôt (-0,7 %).

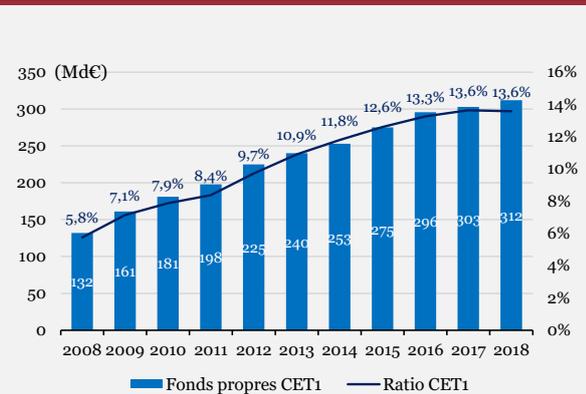
L'année 2018 a été marquée par des conditions économiques toujours favorables en France, malgré un ralentissement observé dans l'ensemble de la zone euro ; le maintien de cette situation économique relativement favorable soutient la valorisation des actifs, et la profitabilité globale des établissements bancaires. La transformation de leur modèle d'affaires, et la rationalisation progressive de leurs coûts, qui continuent de progresser à l'inverse de ce qui s'observe dans la plupart des pays européens, seront toutefois nécessaires pour tirer le meilleur parti de cet environnement économique à moyen terme. Les plans de restructuration et de transformation initiés par les banques françaises induisent des coûts supplémentaires à court terme mais pourraient permettre une réduction des coûts sur le moyen terme, et une préservation des parts de marché. Les investissements dans l'utilisation des innovations technologiques liées à la digitalisation pourraient permettre également de réduire les frais de gestion à moyen terme, de faire face à la concurrence de nouveaux entrants ou à l'apparition de nouveaux services et de s'adapter à l'évolution des comportements clients.

## A.2. Les banques françaises conservent une bonne situation de solvabilité et de liquidité et affichent un bilan de bonne qualité

En 2018, les principales banques françaises ont globalement conservé des niveaux de solvabilité stables, et relativement élevés pour les banques mutualistes, dans un contexte de légère progression de la taille du bilan des établissements (+4,4 %). Ces niveaux sont proches de ceux de leurs pairs européens et américains, dans un contexte de légère détérioration des ratios de fonds propres au niveau européen. Les évolutions individuelles sont cependant contrastées. Suite à l'entrée en vigueur complète des exigences de capital de Bâle 3, elles satisfont l'exigence de ratio CET1 (*Common Equity Tier 1*, cf. Lexique), avec des ratios de solvabilité Bâle 3 *fully loaded* compris entre 11,2 % et 16,3 % (13,6 % au niveau agrégé, identique à 2017 – cf. Graphique 44 et Graphique 45) fin décembre 2018.

Malgré cette stabilité de leurs fonds propres CET1 rapportés à leurs actifs pondérés par les risques, le ratio de levier (cf. Lexique) des banques françaises en fin 2018 se réduit légèrement, mais les ratios restent cependant tous supérieurs au minimum de 3 % (entre 3,4 et 6,4 % pour les six principales banques françaises). Enfin, les principaux groupes ont continué de modifier la structure de leur passif afin de satisfaire les exigences réglementaires relatives à la résolution, en particulier TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*, cf. Lexique), entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2019, et en prévision des nouvelles exigences MREL (*Minimum Requirement for Eligible Liability*) à venir pour 2024. Ces modifications du passif se sont faites en particulier par émissions de dettes senior non-préférées (catégorie de dette introduite en France par la loi dite « Sapin 2 »).

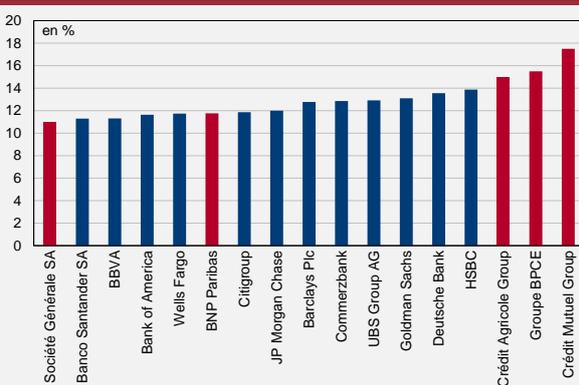
**Graphique 44 - Niveau (en Md€) et ratio de fonds propres CET1 (Bâle 3 complet) des principales banques françaises**



Source : ACPR

Périmètre : BNPP, SG, GCA, GBPCE, GCM et LBP

**Graphique 45 - Ratio de solvabilité fin 2018 (CET1, Bâle 3 complet)**



Source : SNL Financial et publications officielles des banques, au 31 décembre 2018.

Dans le prolongement des années précédentes, les établissements nationaux ont poursuivi leurs efforts de collecte de dépôts, qui reste vigoureuse, auprès des entreprises (+4,4 % entre décembre 2017 et 2018, après +9,9 % en 2017) comme des ménages (+4,5 %, après +5,2 %). Dans un contexte de croissance encore plus dynamique des encours de crédit autant pour les entreprises non-financières que pour les ménages (+5,5 % au total, après +5,6 % en 2017), le ratio de prêts sur dépôts (cf. Graphique 46) a progressé de 1,1 pt pour atteindre 118,6 % fin 2018.

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



Source : Banque de France, calculs DG Trésor (dernier point février 2019).  
Le ratio est défini comme le rapport entre l'encours de crédits aux agents non-financiers (ménages et sociétés non-financières) sur les dépôts.

Le ratio de liquidité à court-terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR, cf. Lexique) des six grandes banques françaises a légèrement progressé et atteint à présent 132,1 % (contre 131,6 % en décembre 2017). À cette date, les principales banques françaises respectaient toutes l'exigence minimale de 100 % qui s'applique depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018.

Le ratio de liquidité à moyen terme (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR, cf. Lexique) s'établit en moyenne à 106,6 % à fin 2018 avec une forte hétérogénéité entre banques. Toutefois, le NSFR ne devrait devenir une obligation contraignante qu'à partir du 28 juin 2021 avec l'application des principales dispositions du « paquet » CRR II / CRD V (cf. Lexique).

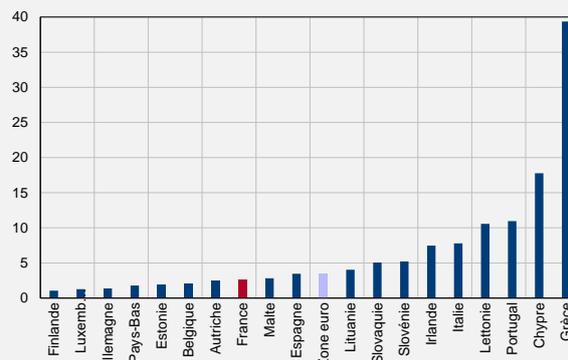
Globalement stable depuis la crise, la qualité des actifs bancaires en France a continué de s'améliorer en 2018. Le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux entreprises non financières résidentes a ainsi baissé de 8 pb pour atteindre 1,61 % (Graphique 47). Après avoir atteint un pic post-crise à 1,74 % en 2014, le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux ménages résidents a connu une lente amélioration tendancielle et atteignait 1,30 % fin 2018 (-5 pb sur un an). Ce taux d'encours dépréciés reste faible en comparaison européenne tandis que d'autres secteurs bancaires en Europe restent affectés par le poids des créances douteuses dans leur bilan (Graphique 47).

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



Source : Banque de France (dernier point 2018 T4), calculs DG Trésor. Le taux de créances douteuses est le ratio de l'encours de créances douteuses ou litigieuses (brut ou net de provisions) sur l'encours de crédit correspondant dans le bilan des institutions de crédit.

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



Source : BCE, 2018 T3. Le ratio affiché est le rapport entre les instruments de dette bruts non performants et le total des instruments de dette bruts.

## B. Entreprises d'assurance

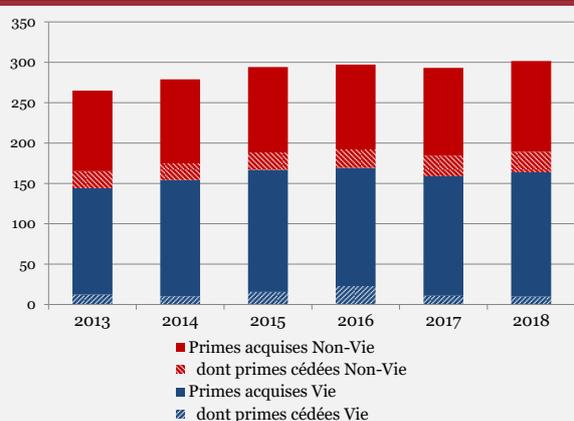
### B.1. 2018, année de reprise pour l'assurance

Après une année 2017 mitigée, 2018 marque une reprise de l'activité des assureurs. Leur situation se normalise sous l'effet d'une hausse de leur chiffre d'affaires concomitante d'une relative stabilisation des sinistralités.

Les primes brutes acquises (assurance et réassurance) sont en hausse de 3,1 % (Graphique 49). Elles s'établissent à 302 Md€ selon les premières estimations de l'ACPR. Les chiffres d'affaires des activités non-vie et vie progressent d'environ 3% entre 2017 et 2018, soit un léger ralentissement pour la non-vie, mais une forte reprise de l'activité en assurance vie.

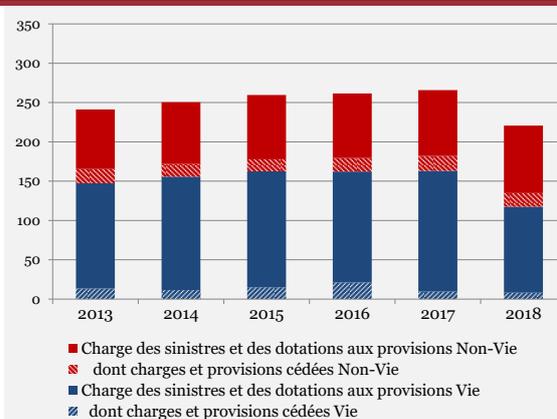
Selon les estimations de l'ACPR, l'année 2018 est aussi marquée par un ralentissement de la sinistralité brute (assurance et réassurance) sur le segment non-vie et par, une baisse des prestations versées et dotations en provisions sur le segment vie (Graphique 50).

**Graphique 49 - Primes acquises brutes par segment (Md€)**



Sources : ACPR

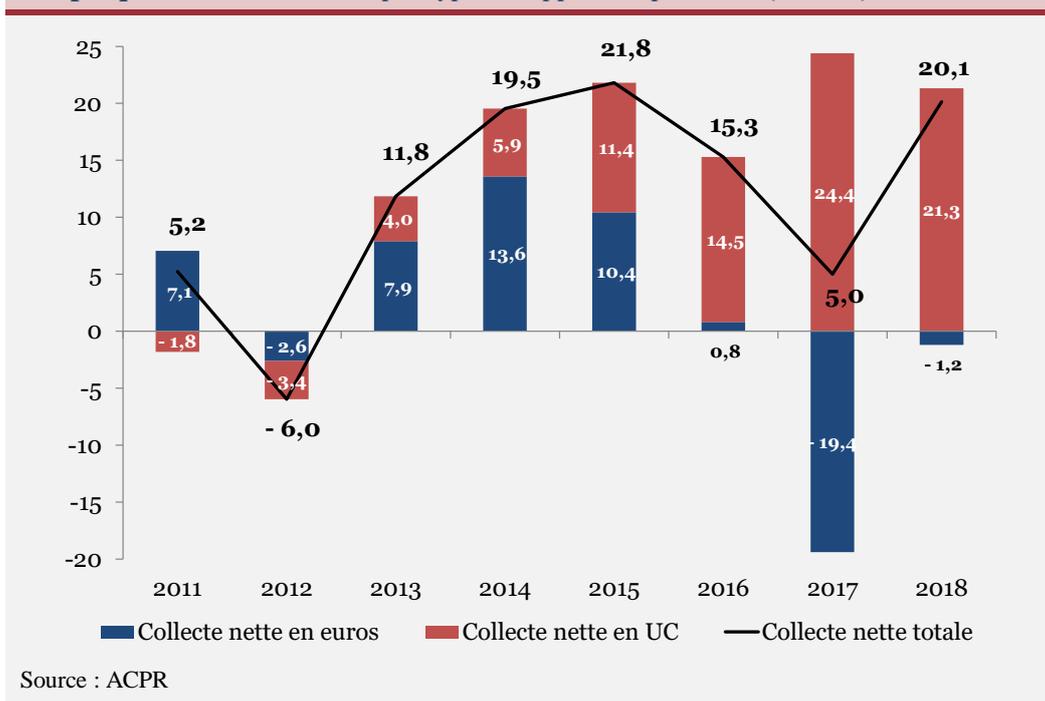
**Graphique 50 - Prestations servies brutes par segment (Md€)**



Source : ACPR

Depuis plusieurs années, la collecte des contrats en Unités de Compte (UC) progresse (jusqu'à atteindre 24,4 Md€ à son pic en 2017 – voir Graphique 51) au détriment de la collecte sur les supports en euros, qui a connu une phase de décollecte nette entre mi-2016 et mi-2018. L'année 2018 semble marquer une inflexion dans cette tendance, probablement en lien avec les épisodes de retour de la volatilité sur les marchés observés en 2018. La décollecte nette des contrats en fonds euro se réduit très nettement (avec 1,2 Md€ en 2018 contre 19,4 Md€ de décollecte en 2017). Parallèlement, la collecte en UC enregistre un léger ralentissement : elle s'est établie à 21,3 Md€ en 2018). Ces changements affectent le partage du risque, notamment de taux, entre ménages et assureurs.

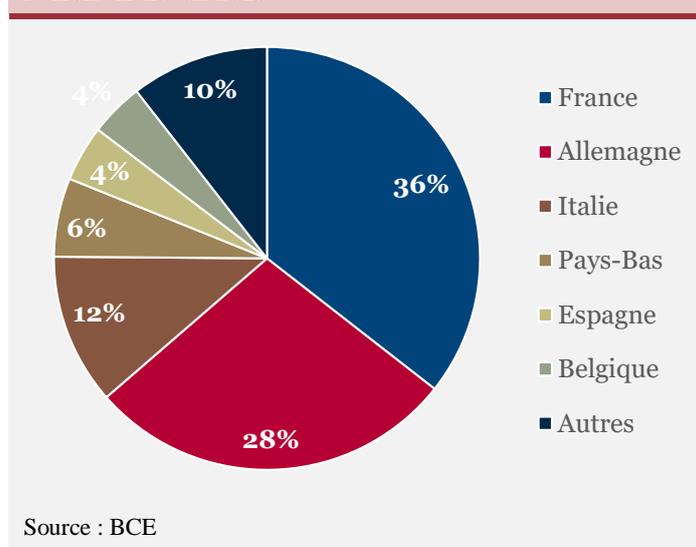
**Graphique 51 - Collecte nette par type de supports depuis 2011 (en Md€)**



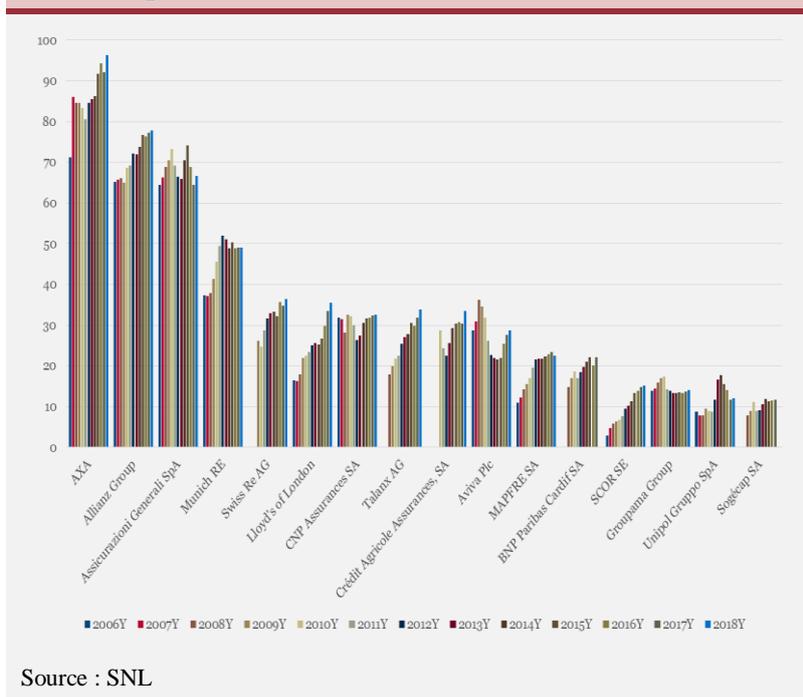
## B.2 Le marché français de l'assurance conserve une place importante en Europe.

De manière agrégée, comme en 2017, la France représente 36 % des actifs du secteur pour la Zone Euro (cf. Graphique 52). Cette place de la France sur le marché européen se double de bonnes performances des acteurs français cotés (ou adossés à un groupe coté). Les groupes français tels qu'AXA, CNP assurances ou Crédit Agricole assurances occupent en effet les premières places européennes en termes de collecte de primes (Graphique 53).

**Graphique 52 - Répartition des actifs par pays au sein de la Zone Euro en 2018**



**Graphique 53 - Classement des grands assureurs européens par collecte de primes en 2018**



Par ailleurs, le mouvement de concentration au sein de cette industrie se poursuit mais concerne principalement les entreprises relevant du code de la mutualité et du code de la sécurité sociale (instituts de prévoyance). Il semble résulter essentiellement d'une stratégie de mutualisation de moyens ou de diversification d'activités plutôt que d'une logique de mutualisation des risques. Ces rapprochements peuvent prendre différentes formes : prises de participation par des groupes d'assurance, absorption, substitution ou affiliations à des groupes prudentiels non capitalistiques qui permettent la création de synergies et l'instauration d'une solidarité financière sans un renoncement total à l'autonomie des membres du groupe.

**Tableau 2 - Mouvement de concentration au sein du secteur français de l'assurance**

Nombre d'organismes d'assurance	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Variation 2017/2018	Variation moyenne annuelle
Code des assurances	357	351	339	329	318	301	291	285	279	-2,2%	-3,0%
<i>dont Sociétés d'assurance</i>	229	327	318	309	299	281	273	267	260	-2,7%	2,5%
<i>dont Sociétés de réassurance</i>	20	19	16	16	15	16	14	14	12	-16,7%	-6,2%
<i>dont Succursale de pays tiers</i>	6	5	5	4	4	4	4	4	4	0,0%	-4,6%
Institutions de Prévoyance	53	51	49	46	41	37	37	36	35	-2,9%	-5,0%
Code de la mutualité	719	672	630	599	550	488	446	421	399	-5,3%	-7,1%
<i>dont Mutuelles livre II non-substituées</i>	482	453	428	396	371	339	319	310	301	-3,0%	-5,7%
<i>dont Mutuelles livre II substituées</i>	237	219	202	203	179	149	127	111	98	-13,3%	-10,5%
<b>Total</b>	<b>1129</b>	<b>1074</b>	<b>1018</b>	<b>974</b>	<b>909</b>	<b>826</b>	<b>774</b>	<b>742</b>	<b>713</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-5,6%</b>

Source : ACPR

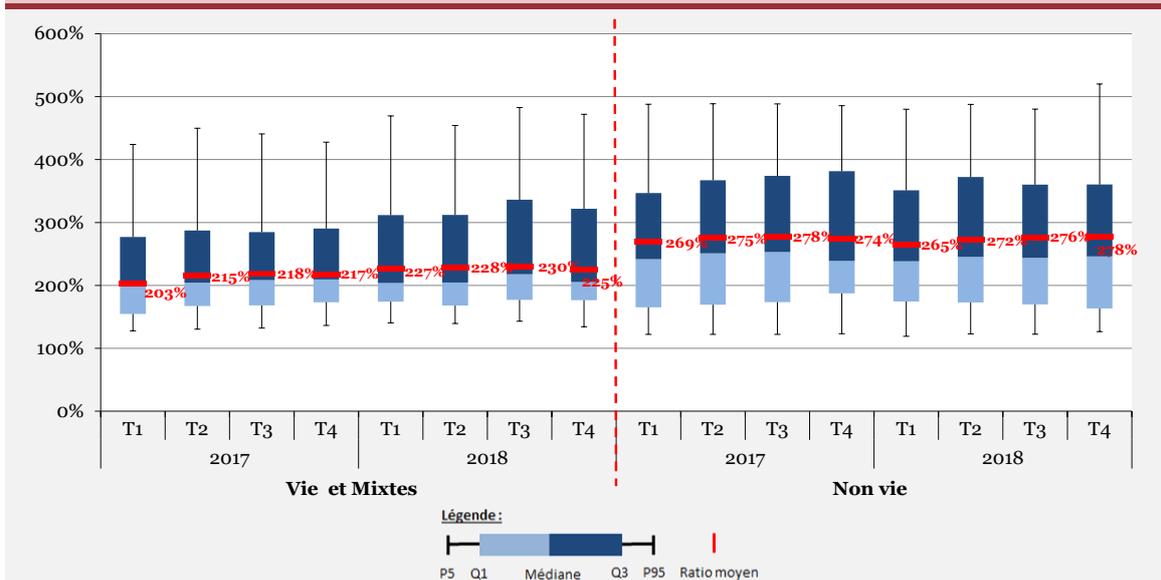
## B.3 Les assureurs continuent d'améliorer leur solvabilité

Au niveau agrégé, les taux de couverture du SCR (*Solvency Capital Requirement*) des assureurs français sont en hausse quelles que soient les populations considérées (Graphique 54).

Les organismes vie et mixtes gagnent 7 pt de taux de couverture du SCR en moyenne entre 2017 et 2018 pour atteindre un ratio de couverture de 225 %. Les organismes du segment non-vie ont vu leur taux de couverture du SCR progresser de 4 pt dans le même temps.

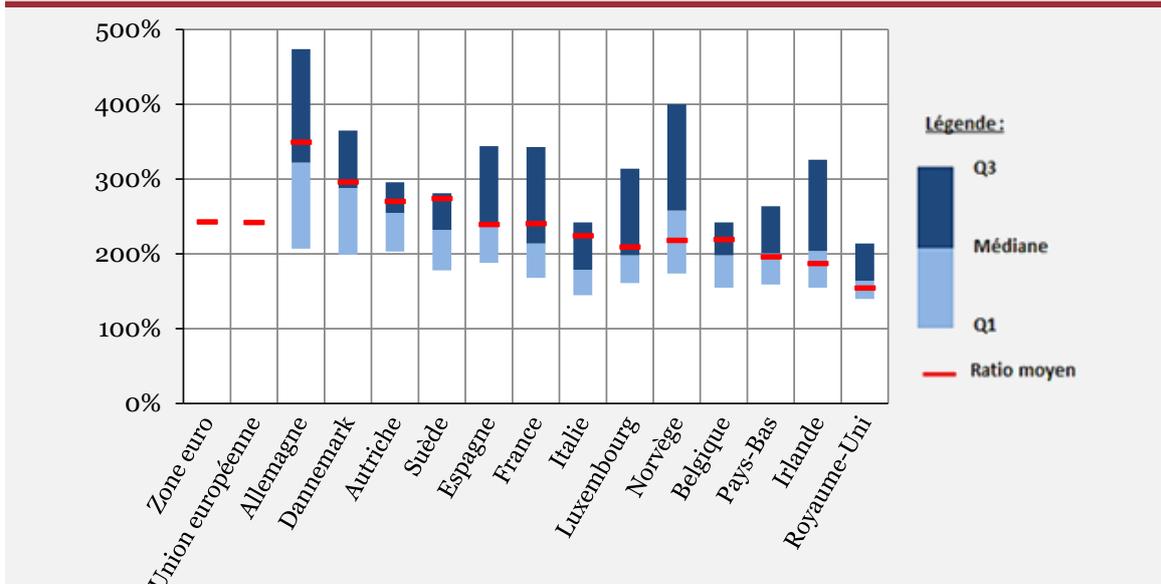
Pour les grands organismes d'assurance européens, la médiane des taux de couverture du SCR est en baisse avec toutefois un resserrement de la distribution. Les assureurs français soumis à Solvabilité 2 ont un taux de couverture du SCR dans la moyenne européenne.

**Graphique 54 - Évolution du taux de couverture du SCR des assureurs français soumis à Solvabilité 2 par segment**



Source : ACPR

**Graphique 55 - Classement 2018 des pays européens par niveau de solvabilité**



Source : EIOPA, reporting trimestriel de juin 2017, population trimestrielle uniquement ; calculs ACPR

## B.4 Les entreprises d'assurance s'adaptent à l'environnement de taux bas prolongé

L'environnement de taux d'intérêt durablement bas pèse toujours plus sur les organismes d'assurance, qui ont cependant constitué d'importantes réserves en anticipation d'une remontée des taux. Le taux de l'OAT à 10 ans est passé il y a plus de 4 ans sous le seuil symbolique de 1 %, et les réinvestissements – essentiellement obligataires – des tombées de trésorerie des assureurs se font à taux très faible. Le rendement de l'actif des assureurs est ainsi progressivement dilué à une tendance annuelle d'environ -20 pb, ce qui limite les revalorisations pouvant être servies en assurance-vie.

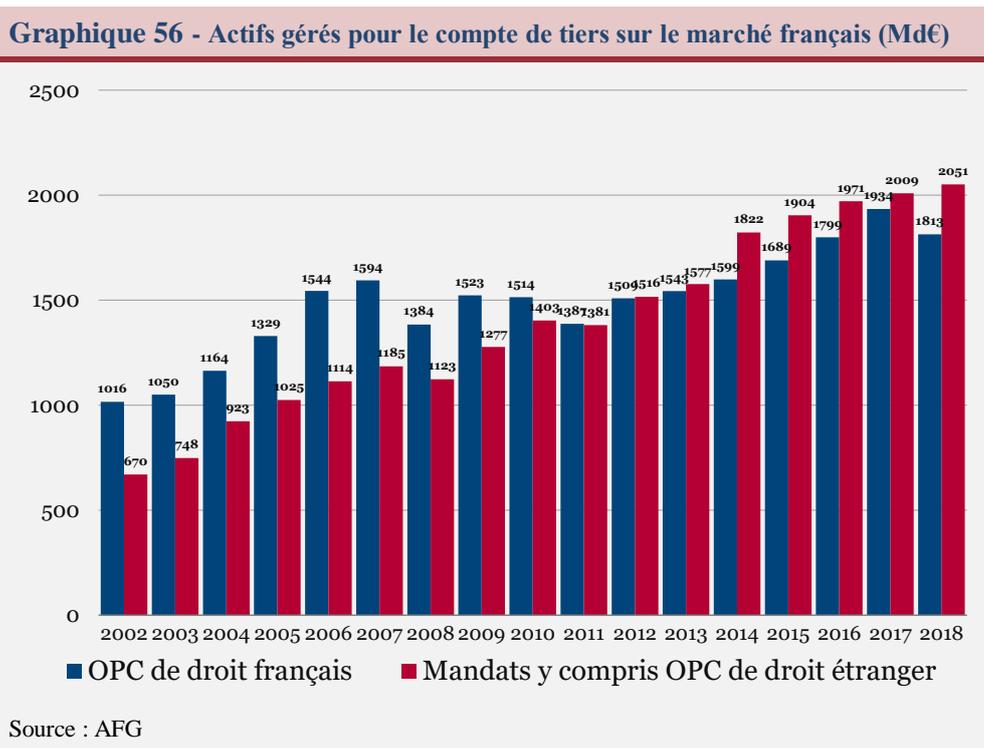
Dans ce contexte, les revalorisations ont été fortement diminuées sur ces dernières années (1,8 % servis en 2018), ce qui a permis de doter considérablement les provisions pour participation aux bénéfices, qui atteindraient environ 4 % des provisions mathématiques à la clôture 2018. Ces réserves pourront, en cas de remontée des taux, être mobilisées pour servir des revalorisations compétitives et prévenir une vague conjoncturelle de rachats. Par ailleurs, cet environnement induit des pressions sur les frais de fonctionnement des assureurs. Ces pressions se traduisent à ce stade par un effort de contrôle des frais plutôt qu'une vraie réduction.

La probabilité d'une prolongation importante de l'environnement de taux bas a augmenté suite aux annonces de politique monétaire du début 2019. Dans ce contexte, les possibilités à la main des assureurs sont limitées car la diversification de l'investissement vers des classes d'actifs plus rentables mais plus risquées ou moins liquides n'est pas envisageable autrement qu'à la marge. Le secteur français n'est pas le plus exposé à la prolongation de l'environnement de taux bas car les taux garantis ne s'élèvent en moyenne qu'à 0,5 %, contre une moyenne européenne à 1,5 %.

## C. La gestion d'actifs

### C.1 Après six années de croissance des encours, 2018 marque une inflexion dans l'activité de la gestion collective française.

L'industrie française de la gestion d'actifs gérait en 2018 un encours de 3 864 Md€ (voir Graphique 56), selon l'Association Française de la Gestion financière (AFG). Ce montant se divise entre les 1 813 Md€ correspondant aux encours des organismes de placement collectif (OPC) de droit français en gestion collective et les 2 051 Md€ de gestion sous mandat, dont plus de 450 Md€ sont gérés par des sociétés de gestion françaises à travers des OPC de droit étranger.

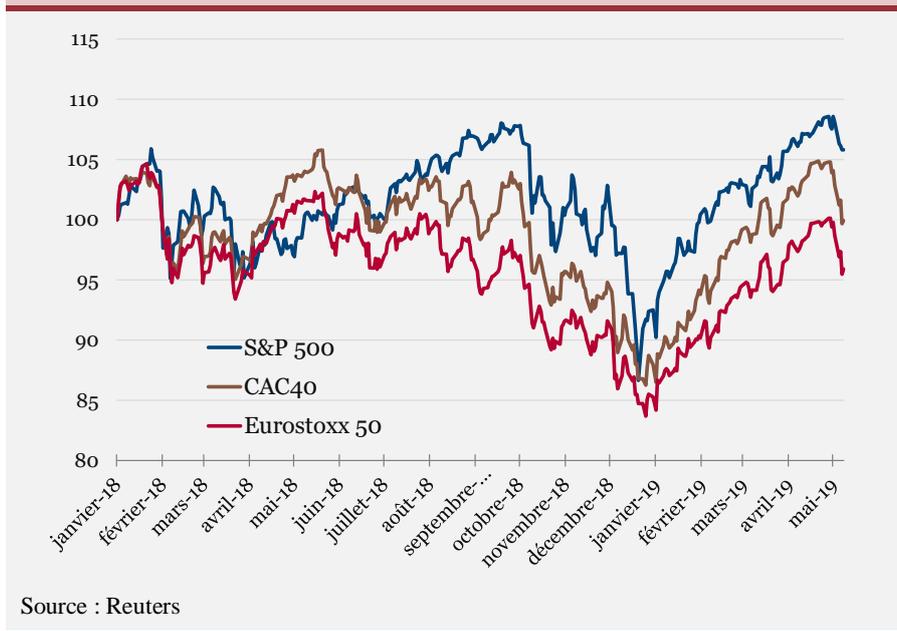


Les encours sous gestion en France s'inscrivent en baisse pour la première fois depuis 6 ans. Toutefois, cette tendance n'est pas homogène. Si les encours totaux enregistrent une baisse de 2 %, la gestion sous mandat croît de 2 % alors que la gestion via OPC de droit français décroît de 6 %.<sup>45</sup>

Le repli des encours des OPC de droit français est probablement expliqué par la baisse des valorisations sur les principaux marchés à la fin 2018 (voir Graphique 57 pour les principaux marchés actions) et les mouvements de décollecte associés (cf. *infra*).

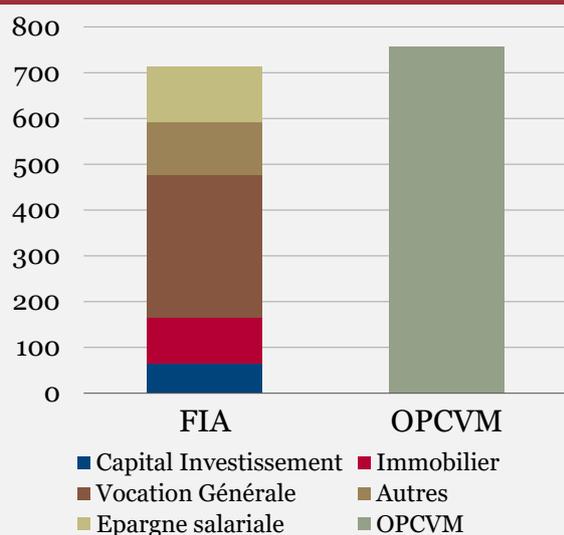
<sup>45</sup> Historiquement ces chiffres sont proches de ceux de l'AMF et de la BCE. Bien que sur des champs qui diffèrent, ils constituent donc un bon indicateur de la tendance annuelle.

**Graphique 57 - Évolution des principaux marchés actions depuis janvier 2018**

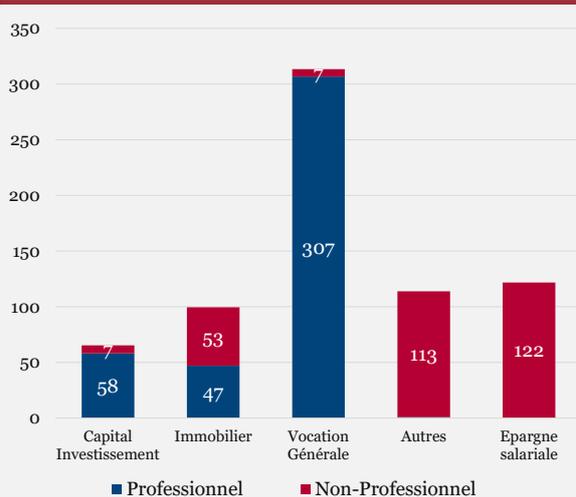


La dynamique d'évolution des encours sous gestion dans les fonds de droit français diffère légèrement de celle constatée à l'échelle de la Zone Euro. Si les deux zones géographiques ont toutes deux été le théâtre d'un net repli des encours au quatrième trimestre 2018 (qui ont chuté de 7 % en France contre 5 % en Zone Euro), une baisse des encours s'est manifestée dès le premier trimestre 2018 en France, alors que les encours sous gestion à l'échelle européenne ont continué à croître à un rythme modéré jusqu'au quatrième trimestre.

**Graphique 58 - Ventilation des encours des OPCVM et FIA de droit français en 2018 (en Md€)**



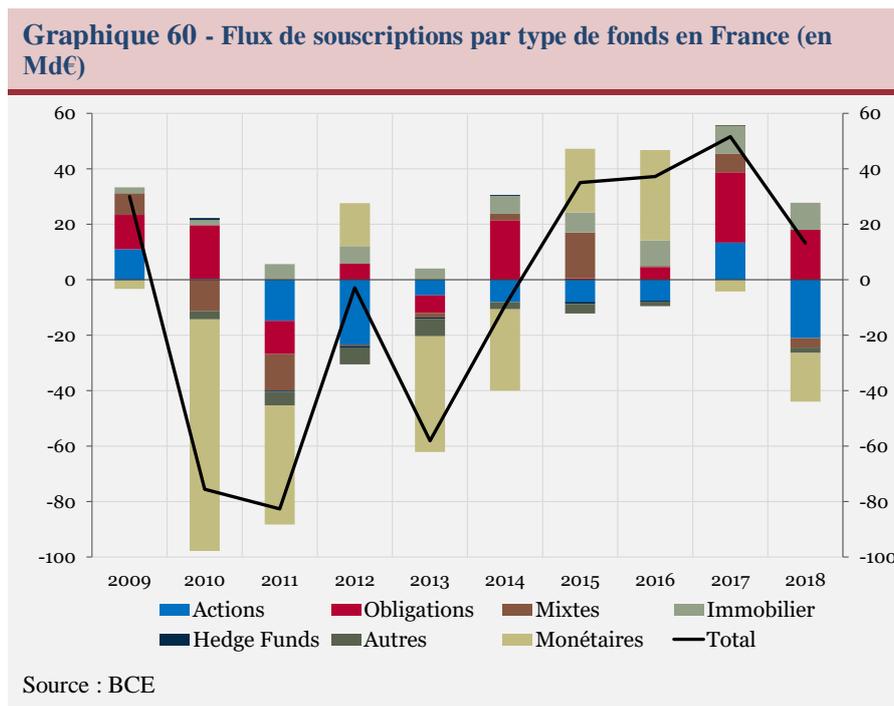
**Graphique 59 - Ventilation des encours des FIA par type de souscripteurs (en Md€)**



## C.2 Parmi les fonds français, seuls les fonds immobiliers voient des souscriptions nettes positives

En termes de forme juridique, la baisse des encours et la décollecte se retrouvent aussi bien dans les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM, cf. Lexique) que dans les Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA).

S'agissant de la décomposition par type de fonds, seuls les fonds immobiliers ont enregistré des flux de collectes positifs (voir Graphique 60) qui, cumulés avec la progression des prix de ces actifs, ont engendré une croissance des encours des FIA immobilier de 18 % (Tableau 3). *A contrario*, les fonds actions ont subi des décollectes (-21 Md€), qui associés avec la chute des marchés, ont conduit à une baisse de 18 % de l'encours de ces véhicules entre 2017 et 2018.



Finalement, au sein des FIA seuls les Fonds Professionnels de Capital-Investissement (FPCI), fonds destinés à l'investissement dans l'innovation, connaissent une forte hausse de +17 % de leur encours.

**Tableau 3 - Encours des OPC de droit français par segment, en Md€**

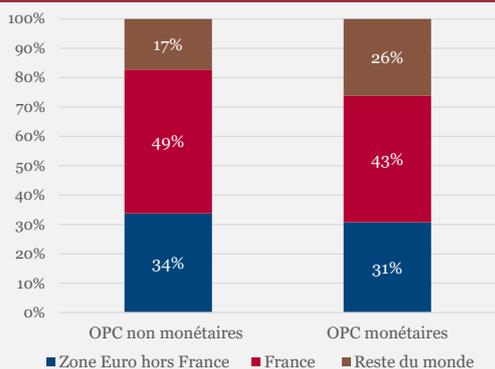
En Md€		Professionnel	Non-professionnel	Total 2018	Total 2017	Variation
<b>OPCVM</b>	Tous types confondus			758	874	-13%
<b>FIA</b>	Capital investissement	FCPR	1	65	56	16%
		FCPI	3			
		FIP	3			
		FPCI	58			
	Immobilier	OPCI	18	100	84	18%
		SCPI	35			
		OPCI	47			
	Vocation générale	FIVG	307	313	356	-12%
		FPVG	7			
	Autres	FFA	1	114	142	-20%
		FPS	113			
	Épargne salariale	FCPE	122	122	128	-5%
	Total FIA			713	765	
	Total (FIA+OPCVM)			1471	1640	-10%

Source : AMF

### C.3 La structure de l'actif et du passif des fonds français reflète leur diversité

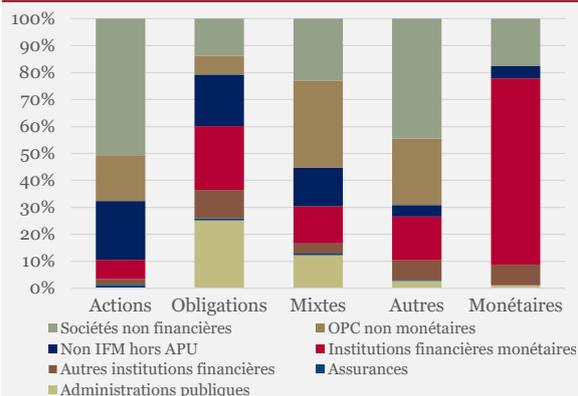
Les actifs des OPC domiciliés en France illustrent leur stratégie de diversification, tant sur le plan sectoriel que sur le plan géographique. En effet, la part d'actifs internationaux reste majoritaire en 2018 (voir Graphique 61). Toutefois, cette part est en recul pour les OPC non-monnaies : elle passe de 53 % à 51 % en un an. À l'inverse, les OPC monétaires continuent leur diversification hors France dont la part à l'actif progresse de 56 % à 57 %. Il convient de noter que ces fonds investissent largement en zone euro (83 % pour les OPC non monétaires, 74 % pour les OPC monétaires). D'autre part, le souci de diversification des OPC, qui répond par ailleurs à une contrainte réglementaire est aussi mis en évidence par leur stratégie sectorielle d'investissement (Graphique 62). Ainsi, les Sociétés Non Financières sont le premier poste d'investissement des OPC non monétaires et représentent 52 % de l'encours des fonds actions et 23 % des fonds mixtes. Les agents financiers suivent en importance en concentrant 35 % des actifs des fonds obligations et 18 % des fonds mixtes.

**Graphique 61 - Ventilation de l'actif des OPC, par zone géographique au 4<sup>e</sup> trimestre 2018**



Source : Banque de France

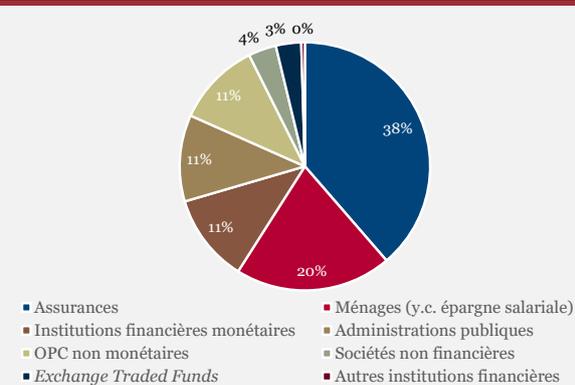
**Graphique 62 - Ventilation de l'actif des OPC, par type de contrepartie au 4<sup>e</sup> trimestre 2018**



Source : Banque de France

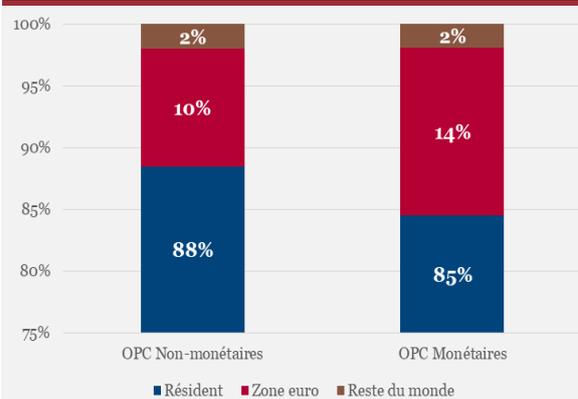
On observe aussi une large diversification au niveau du passif des OPC. C'est particulièrement vrai pour la composante sectorielle de la base d'investisseurs (voir Graphique 63). Si le secteur financier reste un investisseur majeur (notamment via les assureurs<sup>46</sup> qui détiennent 38 % des parts d'OPC non monétaires), les ménages (20 %, dont 10 % via des fonds d'épargne salariale) ainsi que les administrations publiques (11 %) sont d'importants détenteurs de parts d'OPC. Sur le plan géographique, la diversification est moindre avec 16 % des parts détenues par des non-résidents. Contrairement à la tendance de long terme à la hausse, on observe une réelle inflexion du mouvement d'internationalisation du passif cette année sur le segment non monétaire (la part des non-résidents y est passée de 15 % en 2017 à 12 % fin 2018 – voir Graphique 64 et Graphique 65).

**Graphique 63 - Souscripteurs d'OPC non monétaires, par secteur au 4<sup>e</sup> trimestre 2018.**



Source : Banque de France

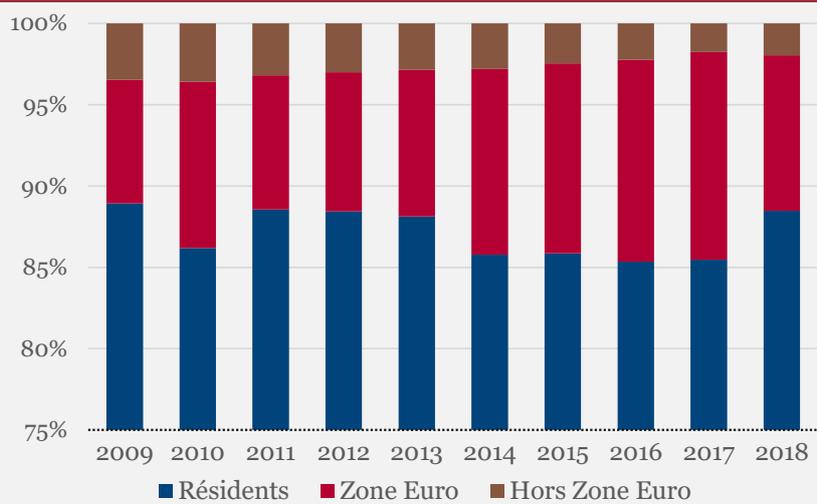
**Graphique 64 - Souscripteurs d'OPC par zone géographique au 4<sup>e</sup> trimestre 2018.**



Source : Banque de France

<sup>46</sup> Les produits d'assurance vie permettent aux épargnants de choisir des placements à faible risques, en investissant dans des fonds en euros dont le capital est garanti, ou de diversifier leurs avoirs sur des supports plus risqués ; dans ce cas ils pourront préférer les produits d'assurance-vie investis en unité de compte (UC, part d'OPCVM).

**Graphique 65 - Évolution de la composition du passif des OPC non monétaires**



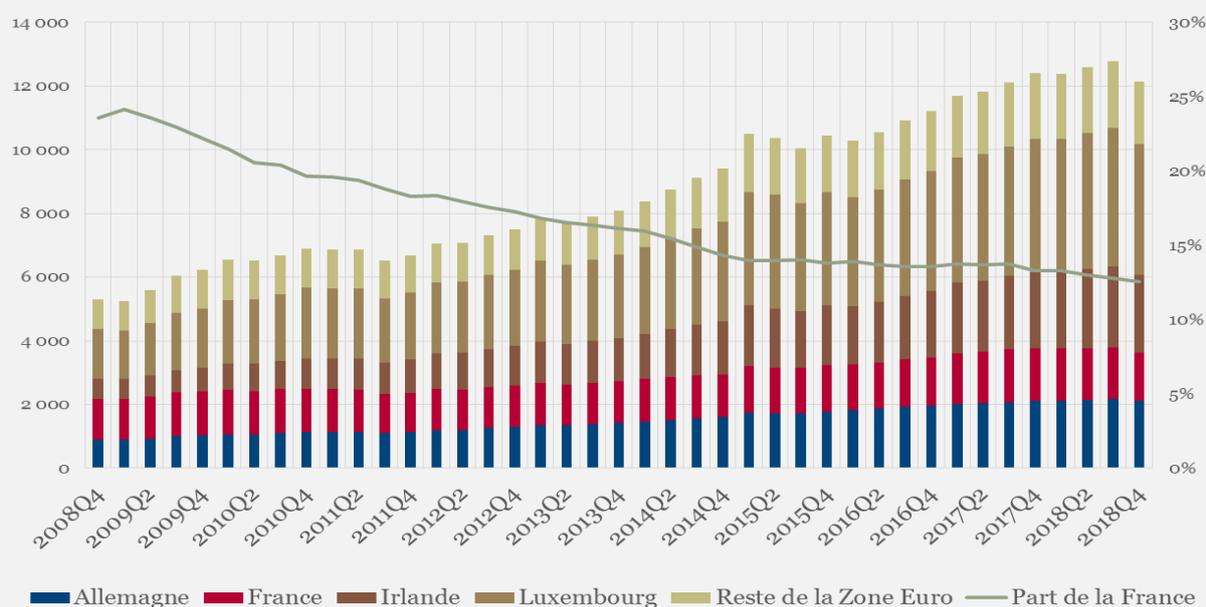
Source : Banque de France.

## C.4 La France acteur majeur de la gestion collective en Europe, mais avec un poids en diminution

La part des fonds français dans la gestion collective européenne continue de diminuer (Graphique 66). Si les fonds de droit français représentaient 23,6 % des encours européens fin 2008, ils ne pèsent plus aujourd'hui que 12,6 %.

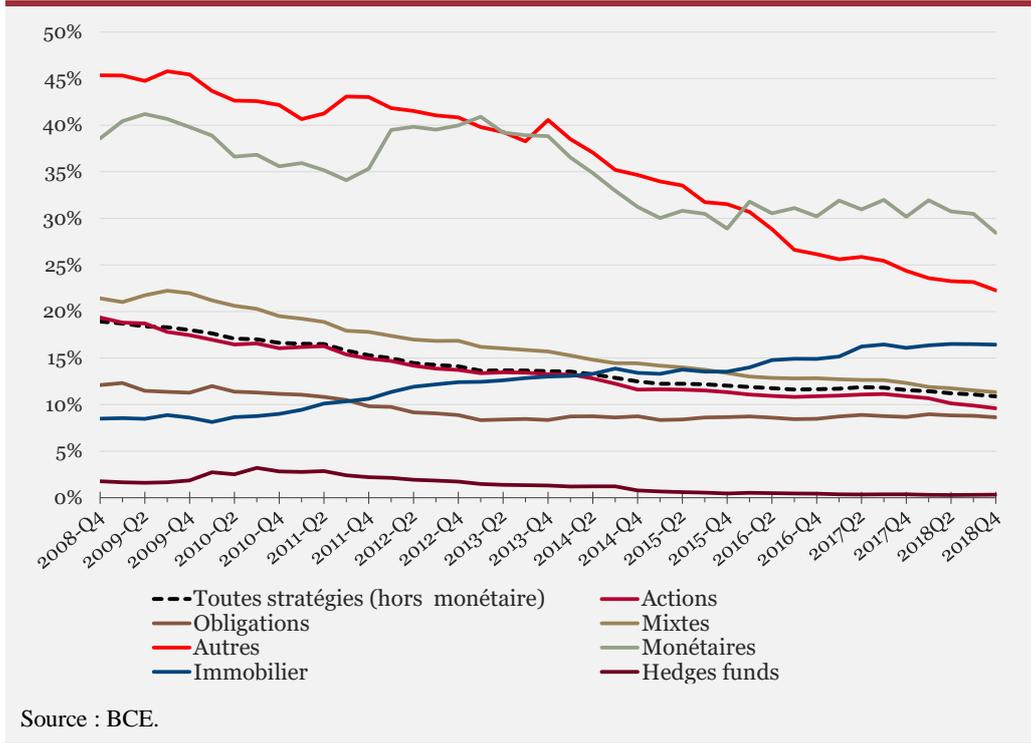
La baisse reprend après une année de relative stabilité en 2017. La gestion collective en France perdait 0,3 pt de part de marché en 2017 et 0,7 en 2018. Les fonds immobiliers continuent de se distinguer (voir Graphique 67). Sur ce segment, la France gagne 0,3 pt de part de marché en Europe en 2018, passant de 16,1 % à 16,4 %. Elle perd en revanche des parts sur tous les autres segments, à l'exception des fonds obligataires, qui se maintiennent.

**Graphique 66 - Encours (en Md€) et part de marché (en %) des OPC domiciliés en France dans la Zone Euro**



Source : BCE

**Graphique 67 - Parts de marché de la France dans la Zone Euro par segment (en %)**

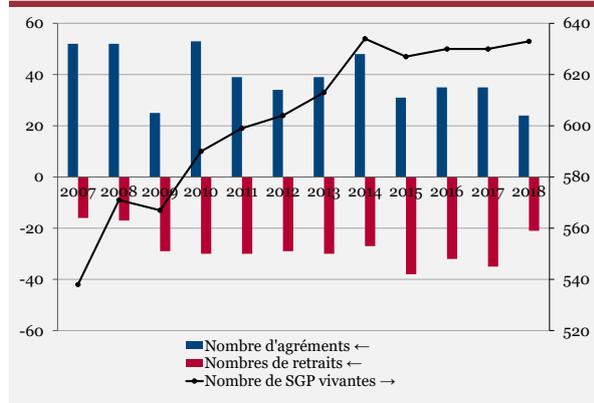


Les pays les plus dynamiques sont l'Irlande et l'Allemagne qui gagnent 0,6 pt et 0,4 pt de part de marché en Zone Euro en 2018. La part de l'industrie luxembourgeoise est stagnante et celle des autres pays de la Zone Euro croît (+0,4 pt). La France, l'Irlande, l'Allemagne et le Luxembourg cumulent plus de 80 % des encours, de manière stable depuis 2008.

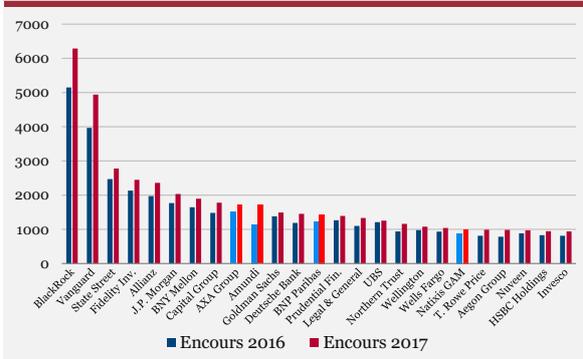
Cette baisse de part de marché de l'industrie française n'est pas visible dans la performance de ses acteurs majeurs (adossés à une banque ou société d'assurance), qui ont progressé dans les classements internationaux par encours sous gestion (Graphique 69) en 2017.

Le nombre de SGP continue quant à lui d'augmenter légèrement en 2018 avec 633 établissements contre 630 en 2017 (Graphique 68).

**Graphique 68 - Évolution du nombre de SGP agréés par l'AMF**



**Graphique 69 - Classement des SGP par encours sous gestion, à la fin 2017.**



# Ch.4 Marchés immobiliers et crédits à l'habitat dynamiques, mais risques contenus à ce stade

---

Dans un contexte de taux particulièrement favorable et de poursuite de l'assouplissement des conditions d'octroi, le crédit à l'habitat et le marché de l'immobilier résidentiel confirment leur tendance, qui se reflète à travers la dynamique des prix et des transactions en 2018. Les risques pour les ménages et les banques font l'objet depuis plusieurs trimestres d'une vigilance renforcée du HCSF. Les risques sont à ce stade maîtrisés, en raison des spécificités du marché français du crédit à l'habitat, comme l'illustre la faible sinistralité sur ce segment, mais le renforcement des dynamiques observées pourrait devenir préoccupant. L'évolution des conditions d'octroi de crédit immobilier au cours des prochains mois donnera ainsi lieu à un suivi particulièrement rapproché.

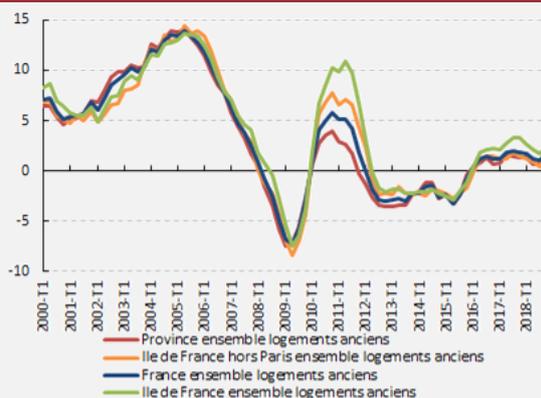
## A. Les derniers développements confirment le dynamisme du crédit à l'habitat et du marché immobilier

### A.1. Le marché immobilier est en croissance depuis 2016

Les prix immobiliers augmentent depuis 2016 en France, tendance qui s'est poursuivie en 2018 (Graphique 70). Elle est particulièrement marquée à Paris et en Ile de France, mais se retrouve aussi en province, comme à Lyon par exemple (+7,7 % de croissance réelle en glissement annuel au quatrième trimestre 2018, voir Encadré).

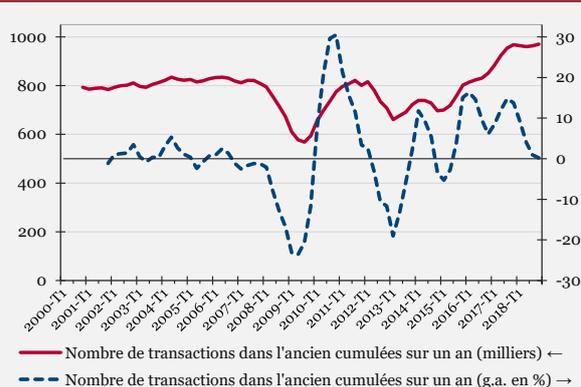
La vitalité du marché immobilier se retrouve également sur le marché de l'ancien, où un pic historique de 970 000 transactions a été atteint en 2018 (Graphique 71). En revanche, sur le marché du neuf, le nombre de logements mis en vente en cumul annuel continue à décroître en 2018 : il passe de 132 023 à 126 486 logements entre le premier et le quatrième trimestres 2018 (soit une variation de -5,4 % sur la période). Le nombre de logements en construction déjà réservés décroît de 130 000 à 128 000 mais reste proche du maximum historique de 2017 (131 500 logements réservés en cumul annuel au T3 2017). Par conséquent, les stocks de logements restent à un niveau élevé, légèrement au-dessus des 100 000, mais entament une baisse (Graphique 74). Une partie de la hausse des prix peut être expliquée par l'augmentation des capacités d'achat des ménages, grâce à la baisse des taux d'intérêt et à l'augmentation de leurs revenus. Une forte surévaluation des prix immobiliers, en moyenne sur l'ensemble du territoire, n'est pas manifeste : les ratios prix-revenus (Graphique 72) et prix-loyers (Graphique 73) augmentent modérément, mais restent légèrement inférieurs à leurs niveaux pré-crise.

**Graphique 70 - Taux de croissance des prix immobiliers réels en France**



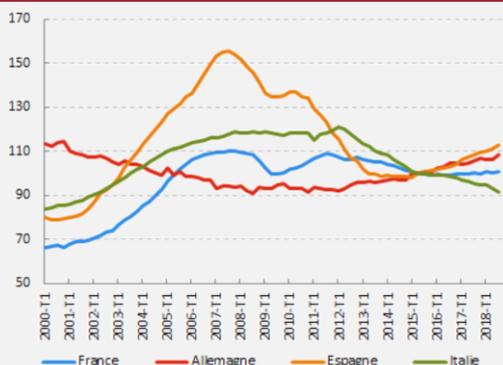
Source : INSEE.

**Graphique 71 - Volume de transactions dans l'ancien en France. (d : milliers ; g : g.a. %)**



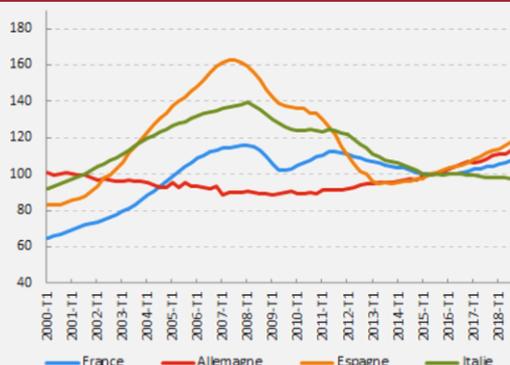
Source : CGDD, calculs Banque de France. Dernier point : 2018 T4.

**Graphique 72 - Ratio prix-revenus**



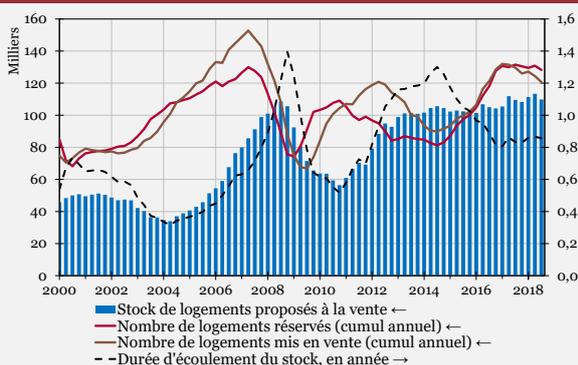
Moyenne en 2015 = 100  
Source : OCDE.

**Graphique 73 - Ratio prix-loyers**



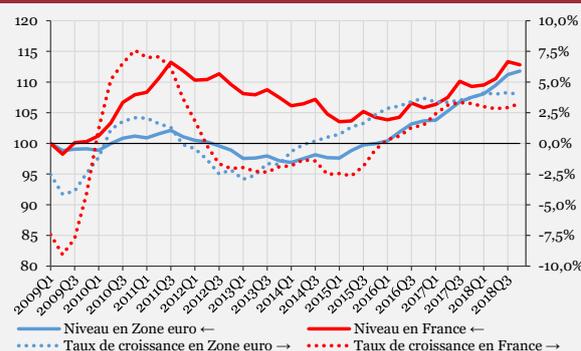
Moyenne en 2015 = 100  
Source : OCDE.

**Graphique 74 - Mises en vente et réservations de logements neufs (auprès de promoteurs)**



Sources : enquête ECLN, SOeS, MTES, calculs DG Trésor. Dernier point : T3 2018.  
Champ : permis de 5 logements et plus destinés à la vente aux particuliers<sup>47</sup>.

**Graphique 75 - Niveau et croissance (en g.a.) des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro**



Sources : Séries prix de l'immobilier résidentiel, BCE. Dernier point : T4 2018. Pour le niveau des prix, base 100 au T1 2009.

<sup>47</sup> Logements mis en vente : nouveaux logements proposés à la commercialisation au cours du trimestre (flux entrants). Logements réservés : réservations à la vente avec dépôt d'arrhes (flux sortants). Stock de logements : logements proposés à la vente encore non réservés.

La croissance des prix immobiliers résidentiels reste inférieure en France à la moyenne en zone euro, où ils ont accéléré, pour atteindre une croissance de +4,0 % au quatrième trimestre 2018. Sur la période 2013-2018, les prix de l'immobilier dans la zone euro ont crû plus rapidement qu'en France l'écart trimestriel moyen s'établit à 1,5 point. Cet écart s'est resserré au quatrième trimestre 2018 où la croissance des prix en France atteint +3,2 % en glissement annuel. En moyenne sur 10 ans, le rythme de croissance des prix de l'immobilier en France suit des trajectoires similaires à celles des prix de l'immobilier dans la zone euro (Graphique 75).

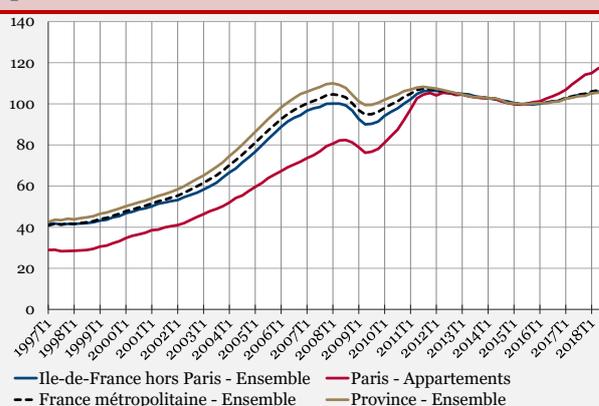
## Des prix globalement en hausse depuis début 2016, avec un rythme de croissance particulièrement marqué à Paris

Les prix immobiliers ont crû de manière continue, soutenue et relativement uniforme de la fin des années 1990 jusqu'en 2008. Après une correction limitée en 2009, un nouvel épisode de hausse a eu lieu de 2009 à 2011, particulièrement marqué à Paris. Le marché a ensuite connu un atterrissage en douceur, avec une décroissance limitée des prix jusqu'en 2015. Depuis 2016, les prix ré-accélèrent pour connaître à présent une croissance similaire à celle des années 2000 (Graphique 76).

Sur l'ensemble de la France métropolitaine, les prix ont progressé de 8,2 % entre début 2015 et fin 2018, et leur rythme de croissance reste élevé (+3,3 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2018). En revanche, de grandes disparités peuvent être observées : alors que les prix ont augmenté de 8,0 % en Ile-de-France (hors-Paris) et de 6,6 % en province, les prix des logements anciens à Paris ont progressé entre deux et trois fois plus vite (+19,4 %) (Graphique 77).

En province, les prix des appartements ont augmenté depuis début 2016 quel que soit le type d'agglomération considéré : la progression est de 4,5 % pour les banlieues des agglomérations de plus de 10 000 habitants et de 4,7 % pour les agglomérations de moins de 10 000 habitants et rurales et elle est plus dynamique pour les villes centres d'agglomérations de plus de 10 000 habitants à +7,5 % (Graphique 78).

**Graphique 76 - Prix des logements anciens sur longue période à Paris, en Ile-de-France et en province**

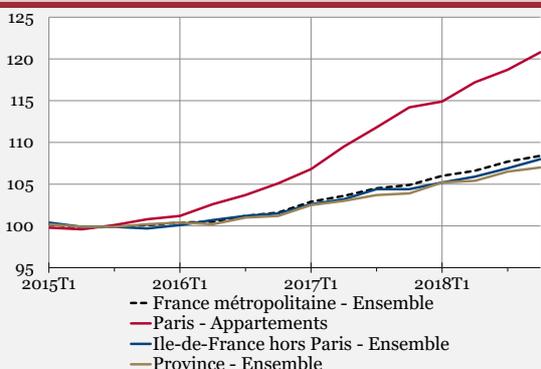


Source : Indices Notaires-INSEE des prix des logements anciens.

Dernier point : T4 2018. Base 100 au T1 2015.

Données corrigées des variations saisonnières (CVS).

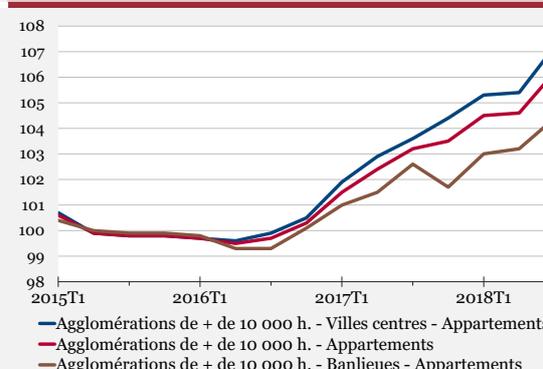
**Graphique 77 - Prix des logements anciens à Paris, en Île-de-France et en Province**



Source : Indices Notaires-INSEE des prix des logements anciens.

Dernier point : T4 2018. Base 100 au T1 2015.

**Graphique 78 - Prix des appartements par type d'agglomération (France métropolitaine hors Paris et Île-de-France)**



Source : Indices Notaires-INSEE des prix des logements anciens.

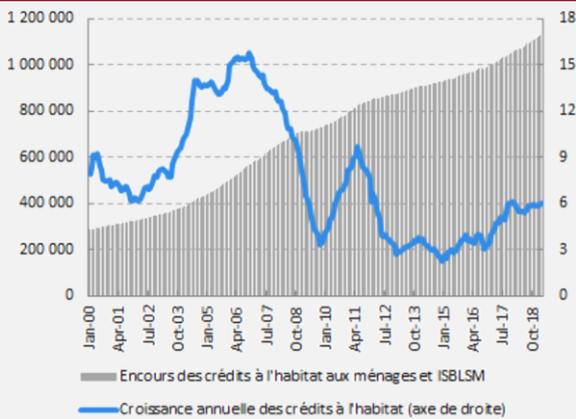
Dernier point : T3 2018. Base 100 2015 T1.

## A.2. L'encours de crédit à l'habitat croît à un rythme soutenu depuis 2017

La dynamique des prix se reflète dans la croissance des crédits à l'habitat, dont les encours ont fortement accéléré depuis 2016, pour atteindre une croissance en glissement annuel qui évolue entre 5 et 6 % depuis juin 2017 (Graphique 79).

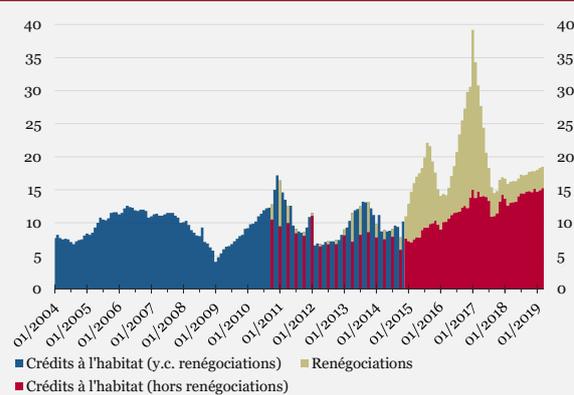
Le rythme de production de crédit immobilier a connu un niveau historique début 2017, tiré par les rachats et renégociations de crédits (Graphique 80). Même corrigée des renégociations, la production a été dynamique depuis mi-2017, conduisant à une croissance de l'encours qui s'est maintenue sur cette période aux alentours de 6 % en glissement annuel.

**Graphique 79 - Encours de crédits à l'habitat**  
(g : M€ ; d : %)



Source : Banque de France.  
ISBLSM : institutions sans but lucratif au service des ménages (en général, associations).

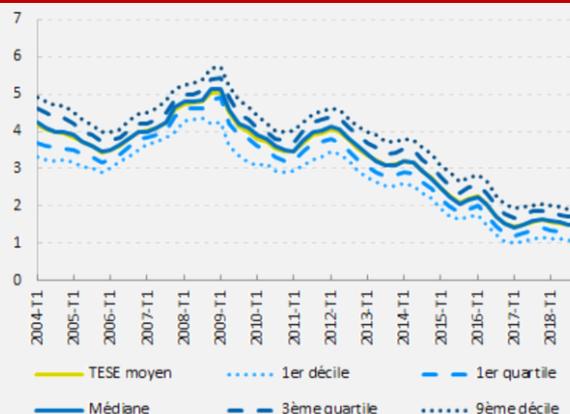
**Graphique 80 - Flux mensuels nouveaux de crédits habitat aux particuliers (Md€)**



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2019.  
Les crédits à l'habitat sont séparés entre renégociations et hors renégociations aux périodes où les données sont disponibles.

La dynamique des crédits à l'habitat ces dernières années a été directement influencée par la forte baisse des taux d'intérêt de 2009 à 2017, puis leur stabilisation à un niveau historiquement bas, autour de 1,5 % en moyenne, depuis le début de l'année 2017 (Graphique 81). Début 2019, la nouvelle baisse des taux de crédits immobiliers devrait maintenir ce dynamisme du crédit et pourrait donner lieu à de nouvelles vagues de renégociation.

**Graphique 81 – Taux effectifs au sens étroit (TESE) des nouveaux crédits à l'habitat**

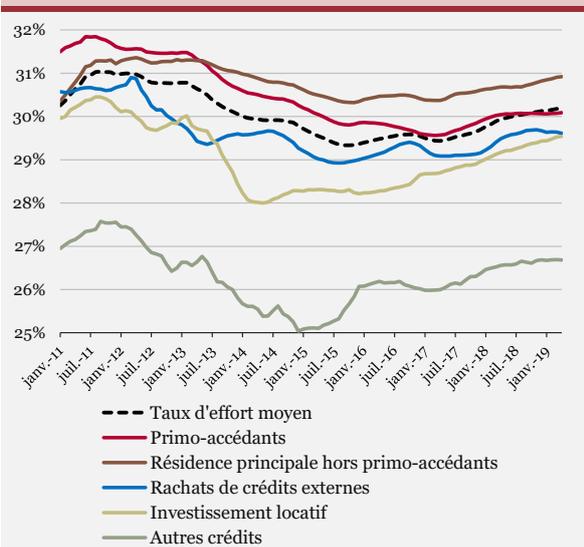


Source : Banque de France.

## B. Une dégradation légère mais persistante des conditions d'octroi conduisant à des risques diffus

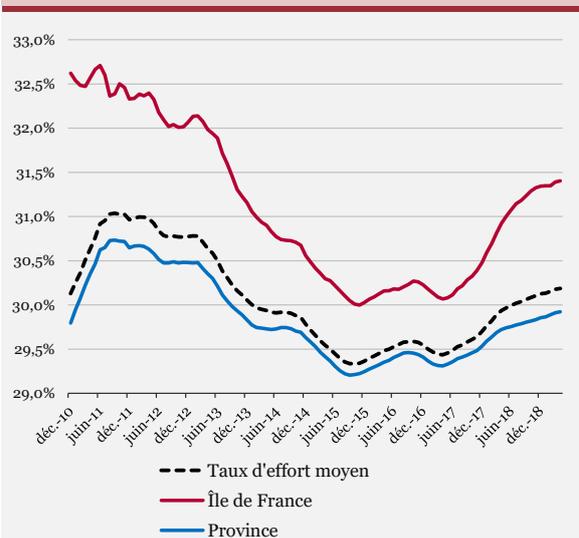
La légère dégradation des conditions d'octroi, qui a déjà été mentionnée dans le précédent rapport annuel du HCSF, se confirme dans les dernières données. Le taux d'effort (ou *Debt Service To Income*, DSTI, cf. Lexique) est en légère hausse depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2017, après une longue période de baisse à partir de la crise de 2008. Cette hausse est visible pour tous les types d'emprunteurs (Graphique 82), quoique plus limitée pour les primo-accédants. L'augmentation du taux d'effort est particulièrement importante en Ile-de-France (Graphique 83). Le taux d'effort moyen reste cependant inférieur à son pic de 2009 (31,6 %). Un taux d'effort élevé est synonyme de risque accru de défaut des ménages en cas notamment de baisse de leurs revenus. Néanmoins, l'incidence d'un taux d'effort élevé dépend du niveau de vie car le reste à vivre est un meilleur indicateur de la probabilité de défaut que la part relative du prêt dans le revenu des ménages.

**Graphique 82 - Taux d'effort à l'émission par type d'emprunteur**



Sources : ACPR.  
 Dernier point : avril 2019. Moyennes mobiles sur 12 mois.

**Graphique 83 - Taux d'effort à l'émission par zone géographique**

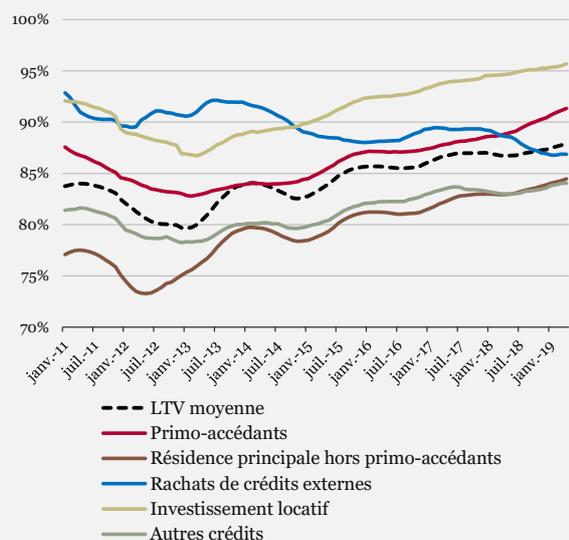


Source : ACPR.  
 Dernier point : avril 2019. Moyennes mobiles sur 12 mois.

Le ratio du prêt sur la valeur du bien (ou *loan-to-value*, ci-après « LTV ») à l'octroi connaît une croissance depuis plusieurs années (Graphique 84). En 2018, le rythme de croissance des LTV semble néanmoins ralentir : le taux de croissance des LTV annuel moyen était proche de 0 en 2018 (-0,1 % après avoir augmenté de 1,5 % en 2017). Le niveau des LTV varie selon les zones géographiques, et atteint des valeurs plus élevées en province (Graphique 85).

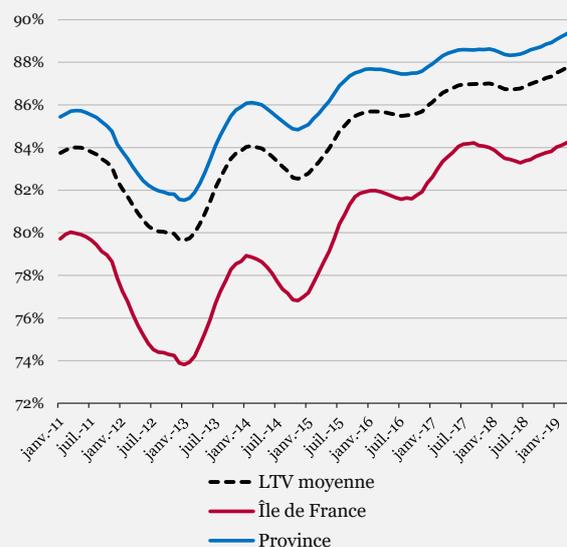
La LTV est un indicateur important en cas de revente du bien immobilier. En effet des ménages dont le ratio est élevé sont davantage exposés au risque que leur dette nette redevienne positive même une fois le bien revendu en cas de dévalorisation de ce dernier.

**Graphique 84 - LTV à l'émission par type d'emprunteur**



Sources : ACPR.  
Dernier point : avril 2019. Moyennes mobiles sur 12 mois.

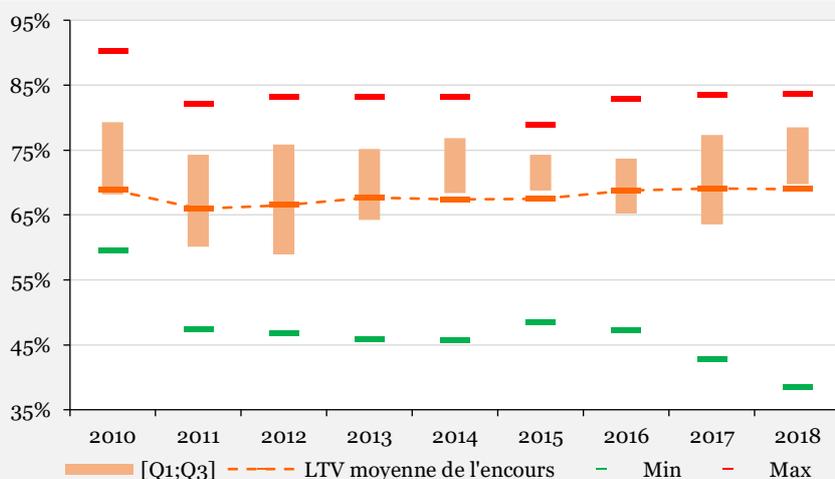
**Graphique 85 - LTV à l'émission par zone géographique**



Sources : ACPR.  
Dernier point : avril 2019. Moyennes mobiles sur 12 mois.

Toutefois, la LTV en cours de vie est stable à un niveau nettement plus faible (Graphique 86). La LTV en cours de vie dépend à la fois de l'amortissement du prêt et de l'évolution des prix des logements.

**Graphique 86 – LTV en cours de vie**



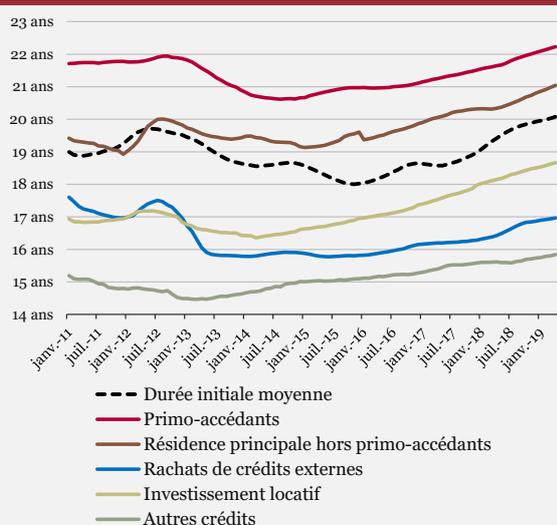
Source : ACPR, enquête annuelle sur le financement de l'habitat.

Données 2018 provisoires.

Note : les quantiles et le minimum et maximum sont obtenus sur l'échantillon des établissements prêteurs.

La maturité initiale des prêts augmente également depuis le milieu de l'année 2015, particulièrement pour les investissements locatifs et plus récemment pour les primo-accédants (Graphique 87). La hausse de la maturité des prêts est nettement plus importante en Île-de-France (Graphique 88). La hausse de la maturité peut être synonyme de risque accru pour les ménages car elle étend la période sur laquelle l'occurrence d'une baisse de salaire (ou de prix de l'immobilier en cas de volonté de revente) peut dégrader la solvabilité des ménages. Si les ménages sont bien protégés de ces deux risques via des taux d'effort (ou des LTV) prudents ou des restes à vivre conséquents, la hausse des maturités est moins significative d'un accroissement du risque.

**Graphique 87 - Maturité à l'émission par type d'emprunteur (en années)**



Sources : ACPR  
 Dernier point : avril 2019. Moyennes mobiles sur 12 mois.

**Graphique 88 - Maturité à l'émission par zone géographique (en années)**



Source : ACPR. Dernier point : avril 2019.

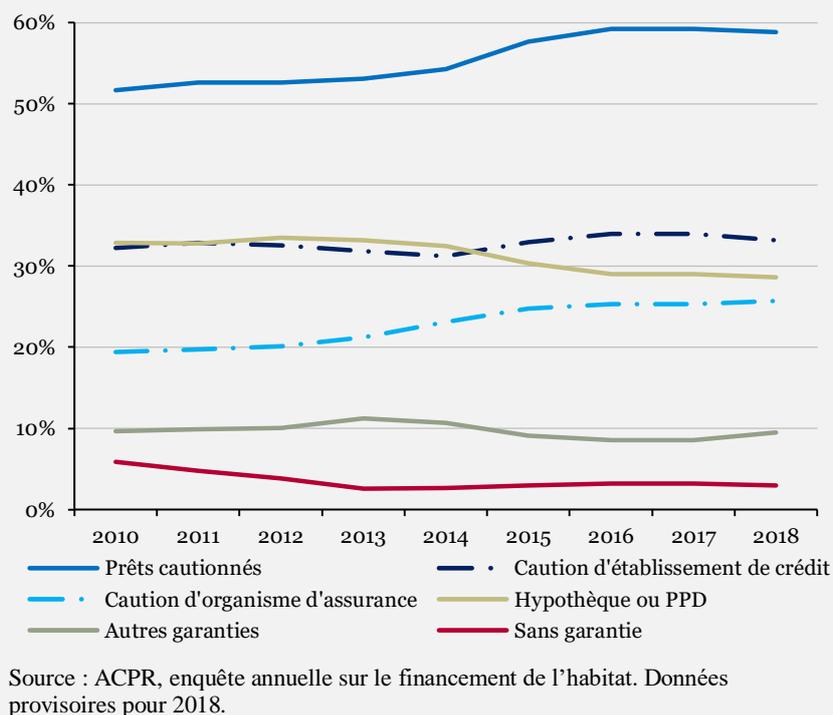
Le risque de contrepartie semble à ce stade contenu pour les établissements de crédit : les crédits sont octroyés très largement à taux fixe (94,6 % de l'encours à fin 2018<sup>48</sup>) Ils sont par ailleurs presque toujours garantis et majoritairement cautionnés (Graphique 89). Enfin, au niveau des établissements bancaires, le taux d'encours douteux (qui affiche un niveau inférieur à 1,3 %), et le coût du risque des prêts à l'habitat (3,5 points de base) restent très limités. Pour autant, ces indicateurs sont rétrospectifs et ne permettent pas de préjuger de l'évolution future de ce risque. Leur évolution doit donc être suivie avec attention.

La baisse des taux d'intérêt des crédits immobiliers se traduit par une contraction de la marge nette d'intérêt de l'activité de crédit à l'habitat des banques françaises. Le crédit à l'habitat est en effet positionné comme un produit d'attraction et de fidélisation de la clientèle et fait donc l'objet d'une concurrence forte entre les banques. Ces dernières estiment toutefois que la faible rentabilité de ce segment est compensée par les revenus tirés des autres produits d'équipement (le crédit à la consommation, l'épargne financière et l'assurance IARD<sup>49</sup> et la prévoyance) et qu'il convient donc de mesurer la performance globale de la relation client. Cette stratégie est justifiée par les établissements de crédit au vu à la fois d'une rentabilité plus élevée et d'un taux d'attrition plus faible pour les clients qui détiennent un crédit immobilier ou non.

<sup>48</sup> Données provisoires.

<sup>49</sup> Incendie, Accidents et Risques Divers.

**Graphique 89 – Structure de l'encours par type de garantie**



## C. Un cycle du crédit immobilier sous surveillance pour éviter des effets de débordement négatifs sur le reste de l'économie

De nombreux travaux ont étudié les mécanismes de fluctuations des prix de l'immobilier et de leurs conséquences sur le crédit, l'endettement des ménages, la stabilité financière et la croissance. Même si les travaux les plus récents se concentrent principalement sur le marché américain et étudient les mécanismes ayant engendré la crise des *subprimes* en 2008 aux États-Unis, ces travaux restent instructifs sur les risques inhérents à un boom de l'immobilier : saturation des capacités de remboursement des ménages, mauvaise allocation du crédit, insuffisance de surveillance du risque de défaut, surévaluation du collatéral sous-estimant les pertes en cas de défaut, etc.

L'une des caractéristiques frappantes du contexte immobilier actuel est qu'il est commun à de nombreux, sinon à l'ensemble des pays industrialisés (dont la France), connaissant une forte augmentation de la dette immobilière et une forte hausse des prix immobiliers (période dite de « boom »). Si les marchés de l'immobilier sont en grande majorité des marchés nationaux (voir locaux à l'échelle des métropoles), il faut néanmoins voir en cette concomitance non pas un phénomène de contagion mais un ensemble de facteurs communs. Certains de ces facteurs sont conjoncturels tels que des liquidités abondantes ou un coût de financement historiquement bas. D'autres facteurs sont plus structurels tels que l'urbanisation croissante, la disponibilité du nombre de logements, la baisse du nombre de personnes par foyer.

Les risques associés au marché de l'immobilier, quand ils se réalisent, ne se cantonnent pas à ce seul marché. Les répercussions sur les secteurs adjacents tels que la construction, la promotion immobilière, ou l'activité d'intermédiation peuvent avoir des conséquences macroéconomiques. Le secteur de l'immobilier, s'il est en tension avec une forte dette des ménages peut aussi servir d'amplificateur : une dégradation de l'environnement macroéconomique pourrait entraîner une hausse de la sinistralité mais également une saturation de la contrainte de revenu des ménages qui diminueraient leur consommation, participant à la dégradation des perspectives économiques.

Néanmoins, les caractéristiques structurelles du marché français permettent d'amoindrir ces risques : les ménages empruntent à taux fixe, la vérification des conditions d'octroi s'effectuent successivement par la banque et l'organisme cautionnaire pour une majorité des crédits accordés et enfin l'assurance chômage permet d'atténuer le risque de baisse des revenus. Ainsi moins de 15 % des dossiers de surendettement concernent aujourd'hui des crédits immobiliers, ce qui n'exclut pas une vigilance très étroite dans le futur.

Enfin, même si les risques associés à l'immobilier ne se matérialisent pas, il faut veiller à ce que le dynamisme du secteur n'entraîne pas d'effets néfastes à long terme. En effet, plusieurs études montreraient qu'un boom du marché immobilier a un impact durable sur l'économie réelle car il affecterait la productivité même de l'économie en raison d'une allocation du capital vers le secteur immobilier, moins productif. Ce mécanisme d'engorgement de l'investissement productif a un effet négatif sur la croissance. Il semble que des pays avec des stocks élevés de crédit immobilier (en pourcentage du PIB) sont caractérisés par moins de croissance que ceux ayant des stocks élevés de crédit aux entreprises<sup>50</sup>. Notons néanmoins que la littérature empirique sur cet effet reste encore fragile.

\*\*\*

*Le niveau toujours bas des taux pratiqués sur les crédits immobiliers continue de favoriser la capacité d'achat des ménages, et pourrait favoriser la dynamique de prix dans un contexte de poursuite du relâchement des conditions d'octroi. Nonobstant la faible sinistralité des crédits immobiliers, le relâchement des conditions d'octroi associé à la hausse continue de l'endettement des ménages nécessite une vigilance renouvelée.*

---

<sup>50</sup> Voir, par exemple, Cournède, B., Mann, C., 2017. Effets structurels du développement financier sur la croissance et les inégalités. 127, Rev. d'Économie Financière.

## Les prix de l'immobilier commercial continuent à monter, tandis que les loyers reprennent

**Les niveaux de prix observés sur le marché de l'immobilier commercial<sup>51</sup> ont poursuivi leur hausse en 2018, à une allure toutefois moindre qu'en 2017** (Graphique 90). Pour tous les segments confondus, la croissance des prix atteint 2,5 % en 2018, en ralentissement de 1,2 pt de pourcentage par rapport à 2017. Ce ralentissement concerne surtout le segment des commerces qui affiche même une baisse des prix de 0,6 % (après +3,2 % en 2017)<sup>52</sup>. Le segment des bureaux, qui représente 60 % de la valeur du marché, ralentit également et affiche un taux de croissance de 2,5 % (après 4,1 % en 2017). La croissance des prix reste toutefois soutenue dans Paris (+4,6 % à Paris Quartier Central des Affaires (QCA)<sup>53</sup>, +4,4 % dans le reste de Paris – voir Graphique 91).

**De leur côté, les loyers ont repris, avec une croissance de 1,2 %** (contre -0,2 % en 2017) portée par tous les segments sauf celui du commerce. Cette croissance des loyers reflète notamment une baisse généralisée des taux de vacance qui atteignent 7,3 % en agrégé (-2,2 pt par rapport à 2017). En particulier, la vacance à Paris atteint des plateaux historiques à 3,9 % dans Paris QCA et 5,6 % dans le reste de Paris.

**Les rentabilités locatives baissent ainsi de 0,1 pt en agrégé en 2018 pour s'établir à 4,2 %** (-0,1 pt, voir Graphique 92). Du fait de la stabilisation des marchés obligataires par ailleurs, les spreads locatifs dans l'immobilier commercial restent attractifs et expliquent une année record en termes d'investissements (32,8 Md€ de transactions). Les investisseurs étrangers restent particulièrement actifs sur le marché, du fait de l'attractivité particulière du marché parisien, et dans le cadre de stratégies de diversification de leurs expositions.

Ce dynamisme des flux d'investissements s'accompagne d'une croissance rapide de l'activité bancaire sur ce segment. La production de crédits pour l'immobilier commercial en France s'élève à 53,5 Md€ en 2018<sup>54</sup>, en hausse d'environ 11 % par an depuis 2014<sup>55</sup>. Les encours des banques s'élèvent désormais à 121,1 Md€ sur ce segment et à 203,1 Md€ en tenant compte de l'ensemble des zones géographiques. Enfin, les assureurs français continuent d'accroître leurs détentions qui s'élèvent fin 2018 à 101 Md€, en hausse de 9,7 % par rapport à fin 2017<sup>56</sup>. Cette classe d'actifs représente 4 % du total de leur bilan.

<sup>51</sup> Fin 2018, la taille du marché en France était estimée à 353 Md€. Estimation sur données MCSI reposant sur les informations publiées concernant le taux de couverture de leur échantillon.

<sup>52</sup> Les chiffres disponibles sont partiels, les grandes sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) de commerce ne sont pas disponibles dans l'échantillon et les profils des actifs qu'elles détiennent ne sont pas comparables.

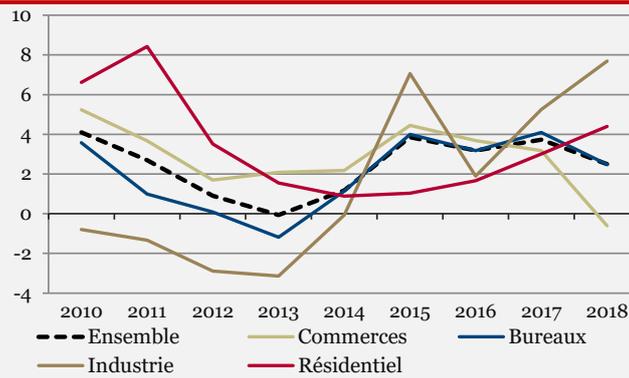
<sup>53</sup> Ou CBD (*Central Business District*), composé d'une partie des 1<sup>er</sup>, 2<sup>e</sup>, 8<sup>e</sup>, 9<sup>e</sup>, 16<sup>e</sup> et 17<sup>e</sup> arrondissements.

<sup>54</sup> Chiffres provisoires.

<sup>55</sup> La définition d'immobilier commercial utilisée dans l'enquête sur le financement de l'immobilier d'entreprise réalisée par l'ACPR est large. Elle comprend ainsi le financement de marchands de biens et de promoteurs. En outre, le volume de production comprend des engagements de garantie qui ne sont pas compris dans le volume d'investissement de 32,8 Md€.

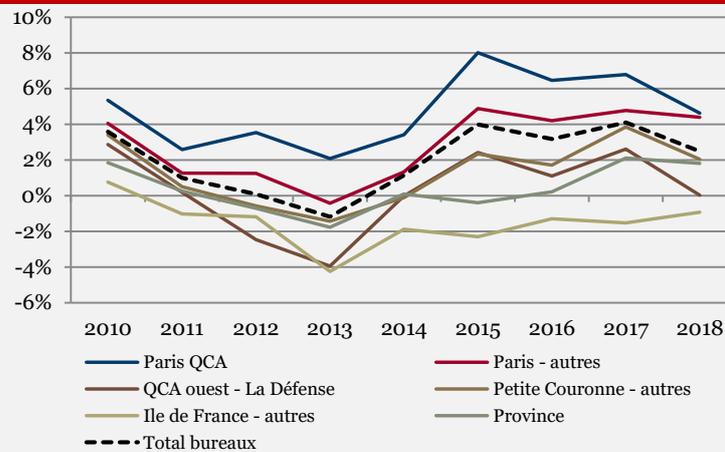
<sup>56</sup> Il s'agit de détentions directes et indirectes, à travers les fonds immobiliers.

**Graphique 90 - Croissance annuelle des prix par segment de l'immobilier commercial en France, %**



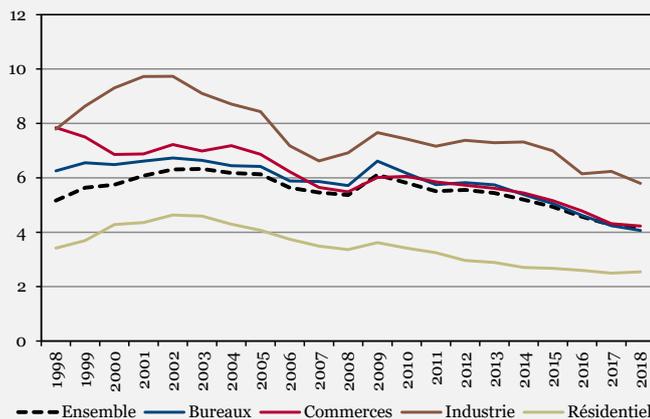
Source : MSCI.

**Graphique 91 - Croissance annuelle des prix des bureaux par zone géographique en France, en %,**



Source : MSCI.

**Graphique 92 - Évolution de la rentabilité locative par secteur en France, %**



Source : MSCI.

# Ch.5 Finance à effet de levier

## A. Éléments introductifs

### A.1. Définitions

Le terme finance à effet de levier, ou *leverage finance* ne bénéficie pas d'une définition précise et uniforme, mais dans son acception usuelle, il recouvre les émissions de dettes de sociétés non-financières caractérisées par des niveaux d'endettements élevés ou une notation de crédit inférieure à *investment grade*.

Les actifs entrants dans ce périmètre sont d'une part les prêts à effet de levier (ou *leveraged loans*), qui sont des prêts à taux variables, syndiqués par des banques de financement et d'investissement (BFI), et d'autre part, les obligations à haut rendement (ou *high-yield bonds*) d'émetteurs *non-investment grade* (dont la notation de crédit est inférieure à BBB-).

La BCE, dans sa mission de supervision du système bancaire européen (MSU) a souhaité introduire, en mai 2017, une définition stable de ce segment de marché, pour en faciliter le suivi. Ainsi, pour elle, relève de la finance à effet de levier la dette des emprunteurs satisfaisant un des deux critères ci-dessous :

- le niveau d'endettement de l'emprunteur après le financement dépasse un ratio dette totale sur EBITDA<sup>57</sup> de 4 ;
- l'emprunteur est la propriété d'un ou de plusieurs sponsors<sup>58</sup> financiers issus du capital investissement.

En revanche, les transactions impliquant un emprunteur bénéficiant d'une notation *investment grade*, ou qui est une PME ou TPE, sont exclues du périmètre.

À titre de comparaison, la Fed a également précisé sa définition de ce segment de marché, avec une vision plus conservatrice que celle de la BCE. En effet, si le seuil de niveau d'endettement de l'emprunteur après financement est défini à l'identique (dette totale / EBITDA supérieur à 4), des critères relatifs aux types d'opérations et aux contreparties diffèrent :

- La Fed inclut dans sa définition tout type d'opérations, dont notamment les financements spécialisés et les opérations relevant de la *trade finance* ;
- La Fed ne reconnaît pas les exclusions définies dans la *guidance* MSU relatives à la contrepartie (PME-TPE ou contrepartie bénéficiant d'une notation *investment grade*).

Par ailleurs, les *Collateralized Loan Obligations* ou CLO sont des véhicules qui permettent de titriser des prêts à effet de levier. Les CLO reposent ainsi sur un portefeuille de prêts (à effet de levier) collatéralisés, ce qui rend possible l'émission de différentes tranches, correspondant à différents niveaux de subordination, et *in fine*, différents couples rendement/risques.

### A.2. Premiers éléments de diagnostic du HCSF

La finance à effet de levier a fait l'objet d'une analyse de la part du HCSF, à partir d'une double approche qualitative et quantitative. L'approche qualitative repose en premier lieu sur un exercice d'intelligence de marché, et a fait ressortir les constats et les risques suivants :

---

<sup>57</sup> Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement

<sup>58</sup> Le terme « sponsor financier » désigne ici toute entreprise d'investissement réalisant des opérations relevant du capital-investissement ou des rachats d'entreprises avec effet de levier (*Leveraged Buyout*, LBO) dans le but de se désengager à moyen terme de ces investissements.

- la croissance dynamique du segment de la finance à effet de levier, portée par une participation en hausse de prêteurs non-bancaires, dans un contexte de liquidité abondante (taux d'épargne mondial élevé, politiques monétaires expansionnistes) et de taux/*spreads* comprimés ;
- la détérioration de la protection des prêteurs du fait du recours croissant à des clauses d'octroi allégées dites *convenant-lite*, alors même que les ratios d'endettement (dette / EBITDA) des émetteurs concernés se rapprochent du seuil d'alerte de 6 fixé par la BCE ;
- le risque de sous-estimation des ratios d'endettement en raison des pratiques de normalisation de l'EBITDA permettant de l'ajuster à la hausse (*add-backs*) ;
- un risque endogène lié à la capacité des SNF à honorer leurs engagements à moyen terme, notamment si une baisse de l'appétence des investisseurs pour ces produits entraînait une hausse de leurs coûts de financement ;
- un risque potentiel à plus court-terme lié à l'anticipation par les participants de marchés de ces difficultés, susceptible de causer de fortes décotes sur les marchés secondaires pour ces produits, ou un abandon de cette classe d'actif ;
- l'absence de données statistiques fiables permettant d'appréhender de manière cohérente l'ampleur de ces phénomènes à l'échelle nationale ou internationale.

L'établissement d'une cartographie précise de la finance à effet de levier est en effet délicat du fait : (i) d'une définition, applicable à l'octroi, qui ne permet pas de définir sans ambiguïté les encours<sup>59</sup> ; (ii) de sources de données diverses et non-exhaustives ; (iii) de multiples flux transfrontaliers qui compliquent la définition de périmètres géographiques.

Le HCSF a donc souhaité établir la cartographie la plus exhaustive possible, en appliquant les critères définis par la BCE, tant à l'émission qu'à l'encours de dettes, sur plusieurs sources de données (cf. encadré pour plus de détail) :

- Les agrégats comptables des entreprises françaises, soit issus de Reuters pour les seules sociétés cotées, soit extraits de la base FARE<sup>60</sup> de l'Insee pour l'ensemble des entreprises. Ces données permettent d'estimer le stock de dette considéré comme à effet de levier au bilan des sociétés non financières (SNF) françaises ;
- Des données commerciales (Bloomberg, Reuters, S&P LCD) portant sur les émissions de dette à effet de levier, qui permettent indirectement de reconstituer un stock de dette, pour l'ensemble des marchés ;
- Des données de supervision permettant d'identifier la dette à effet de levier à l'actif des institutions financières (données issus des *reporting* Mécanisme de Surveillance Unique pour les banques, Solvabilité 2 pour les assurances, *reporting* Organismes de Placement Collectif pour les fonds).

Cet exercice confirme la hausse des émissions et des encours sur un périmètre européen et français<sup>61</sup>, bien que le phénomène soit d'un ordre de grandeur supérieur aux États-Unis. Sur le périmètre français, les volumes semblent très contenus selon les bases de données commerciales, mais l'analyse sur données bilancielles montre des volumes bien plus élevés : si ces deux analyses sont fondées sur des définitions différentes du champ relevant de la finance à effet de levier, et ne sont à ce titre pas directement

<sup>59</sup> La définition applicable à l'octroi ne permet pas de capturer (i) l'évolution des notations de crédit et (ii) l'évolution des ratios d'endettements des émetteurs concernés, compliquant de ce fait le suivi des encours relevant du périmètre de la finance à effet de levier.

<sup>60</sup> Fichier Approché des Résultats d'Ésane. Le dispositif Ésane combine des données administratives (obtenues à partir des déclarations annuelles de bénéficiaires que font les entreprises à l'administration fiscale et à partir de données sociales qui fournissent des informations sur les salariés) et des données obtenues à partir d'un échantillon d'entreprises enquêtées par un questionnaire spécifique pour produire des statistiques structurelles d'entreprises.

<sup>61</sup> Il convient de noter que l'analyse présentée ici concernant les encours relevant de la finance à effet de levier au niveau européen ne repose que sur des données commerciales, alors que l'analyse au niveau français mobilise des sources de données complémentaires.

comparables, l'ampleur des différences semble suggérer une remise en cause du critère de nationalité des entreprises retenu dans les données commerciales. Dans les deux cas, les encours croissent à un rythme significatif.

L'exposition des banques françaises s'avère contenue, bien que non négligeable, témoignant ainsi de leur rôle central en tant qu'arrangeur, tandis qu'une part significative des encours est détenue par les investisseurs institutionnels. Cette cartographie permet parallèlement de constater que la hausse du volume des CLO, qui sont les principaux acheteurs de *leveraged loans*, participe aussi de la dynamique des émissions.

Si elle plaide pour un maintien de la vigilance au niveau national, cette cartographie indique aussi que les leviers d'actions sont en premier lieu à rechercher aux niveaux européen et international.

## Différences entre données bilancielle et commerciale, et avantages respectifs des deux sources de données

### i) *Données issues de bases de données commerciale*

Les données commerciale présentent les avantages suivants :

- Couverture géographique large permettant une analyse comparative entre les différentes régions (États-Unis, Europe, reste du monde) ;
- Caractère « à effet de levier » reposant sur l'ensemble des critères (levier, sponsor, notation) au moment de l'émission, même si l'application de la définition peut varier selon la source et que le seuil de levier retenu est souvent supérieur à celui de la BCE (en général 6 contre 4 pour la BCE).

Elles ont en contrepartie les désavantages suivants :

- Reconstitution indirecte des stocks, sur la base du suivi des souches émises ;
- Critère de nationalité flou, et probablement peu fiable quand on s'intéresse à la localisation des SNF sous-jacentes au vu de la surpondération de certaines géographies en Europe ;
- Absence d'exhaustivité, du fait d'un *reporting* sélectif des opérations publiques les plus importantes.

### ii) *Les comptes financiers des SNF françaises*

Les données bilancielles présentent les avantages suivants :

- Exhaustivité du champ considéré, i.e. les SNF françaises cotées ou en totalité, suivant la source ;
- Identification directe des stocks de dette à effet de levier sur la base du critère du levier.

Mais les inconvénients suivants :

- Définition incomplète de la dette à effet de levier, ne prenant pas en compte le critère de notation ce qui est de nature à majorer l'encours (d'après la BCE sont à effet de levier les dettes d'entreprises *non-investment grade* dont le levier est supérieur à 4) ;
- Le travail de consolidation des agrégats au niveau du groupe, à partir des comptes financiers des unités légales françaises constituant ces groupes, nécessite des hypothèses parfois fortes, notamment sur le poids des filiales étrangères dans le revenu total ;
- Délai de mise à disposition des données ne permettant pas d'analyse en temps réel ;
- La requalification de la totalité du stock de dette d'une société à l'occasion d'un franchissement de seuil, peut introduire une forte sensibilité des agrégats finaux à l'endettement d'un petit nombre d'émetteurs de taille significative.
- L'analyse des variations de stocks de dette entre deux points donnés ne permet pas de capturer pleinement la dynamique des octrois de crédits à ces émetteurs (en l'absence de données quant aux remboursements des émetteurs concernés)

### iii) *Comparabilité des deux approches*

Le suivi longitudinal des dettes labélisées comme « à effet de levier » à l'octroi par les bases de données commerciale ignore la dynamique des entreprises, et les requalifications qui peuvent être associées à une variation de l'EBITDA, du stock de dette ou de la notation, postérieurement à l'émission. Si les méthodes reposant sur une classification des dettes à l'octroi ne peuvent pas prendre en compte ces effets, le suivi des encours à travers les données bilancielles tient compte des éventuelles requalifications.

L'historique des émissions retrace le volume de risques exogènes qui intègre le bilan des SNF à chaque période quand l'encours reconstitué à partir des données bilancielles témoigne de l'absorption de ce risque par les SNF, à travers l'amortissement de la dette ou la hausse de l'EBITDA, mais aussi d'une production endogène de risque à l'occasion des baisses d'activité.

## B. Une quantification par les comptes financiers des entreprises en France

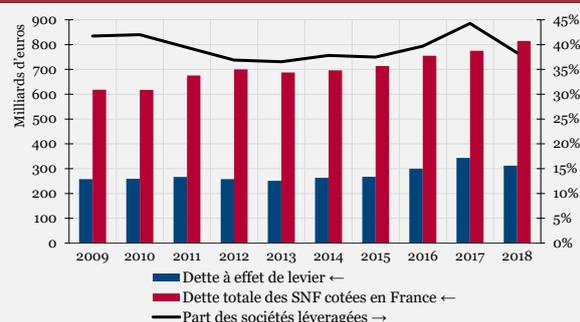
Cet exercice conduit sur données françaises documente un fort accroissement de l'encours des dettes à effet de levier sur la période récente et conclut à un encours compris entre 300 et 500 Md€.

Deux sources de données alternatives sont mobilisées. Les données issues du fournisseur *Reuters* permettent une analyse des encours de dettes des SNF françaises cotées. Les bases de données FARE<sup>62</sup> et LIFI<sup>63</sup> de l'Insee permettent de générer des comptes agrégés au niveau des filiales françaises des groupes. Ces deux sources de bases de données sont complémentaires. En effet, les bases de l'Insee sont plus complètes et presque exhaustives sur le champ des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et des grandes entreprises (GE), mais la construction des ratios de levier au niveau du groupe requiert des hypothèses fortes<sup>64</sup> qui doivent conduire à considérer les volumes qui résultent de l'analyse comme estimatifs.

### B.1 Analyse sur les entreprises cotées

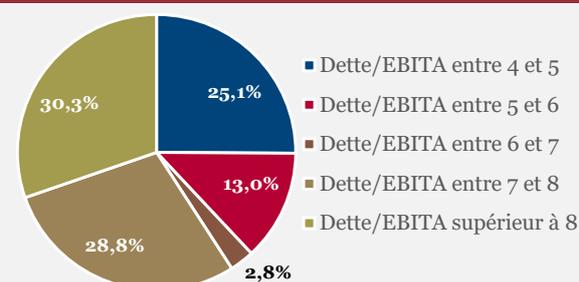
Les encours de dette à effet de levier des SNF françaises cotées ont baissé en 2018,<sup>65</sup> après avoir progressé de près de 80 Md€ entre 2014 et 2017 : ils s'élèvent à 312 Md€ (voir Graphique 93). Sur les 772 sociétés qui constituent notre échantillon, 123 sont identifiées comme « leveragées » à la fin 2018 (contre 149 fin 2017).

**Graphique 93 - Montant de la dette à effet de levier des SNF françaises cotées, en Md€**



Sources : Reuters, Calculs DG Trésor. Périmètre : SNF cotées en France.

**Graphique 94 - Décomposition de la dette des SNF « leveragées » par niveau de levier, à fin 2018**



Source : Reuters, Calculs DG Trésor. Périmètre : SNF cotées en France.

Cette augmentation des volumes de dettes à effet de levier depuis 2014 persiste lorsqu'on retient une définition plus restrictive en matière de seuil de levier (la BCE fixe un seuil d'alerte à 6) : les encours progressent à travers tous les niveaux d'endettement (voir Graphique 95).

La hausse des encours de dette à effet de levier entre 2014 et 2017 semble principalement résulter de requalifications de dettes à l'occasion des franchissements du ratio d'endettement seuil. À titre d'exemple, en 2016 et 2017, les requalifications en dette à effet de levier ont représenté un apport de 49 et 44 Md€ respectivement aux encours de dettes à effet de levier (cf. Graphique 96). En 2018, les sorties

<sup>62</sup> Issue des liasses fiscales

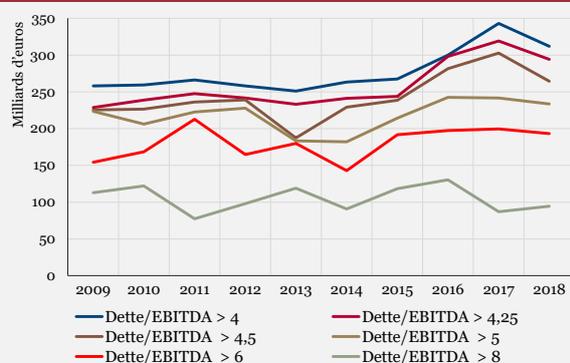
<sup>63</sup> Données issues de l'enquête sur les Liaisons Financières entre sociétés.

<sup>64</sup> Comme seul l'EBE des unités légales françaises est observé, on infère du ratio EBE monde / EBE (Unité légales localisées en France), calculé sur un sous-échantillon LIFI/FARE/Reuters « sirenisé », un ratio au niveau secteur x taille d'entreprises qui permet de corriger les ratios de levier de groupes disposant de filiales à l'étranger.

<sup>65</sup> Il convient de noter que les données de certaines sociétés cotées pour l'année 2018 étaient encore indisponibles lorsque ce chapitre a été préparé, et que ces résultats sont susceptibles d'évoluer marginalement.

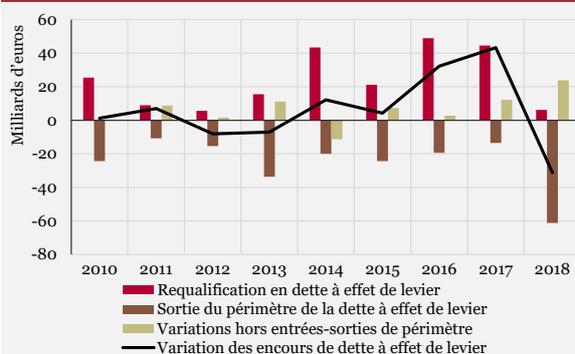
du périmètre de la dette à effet de levier ont dépassés les 60 Md€, notamment du fait de la croissance de l'EBITDA de sociétés du CAC, qui leur a permis de repasser sous le seuil de levier fixé à 4.

**Graphique 95 - Encours de dettes à effet de levier, par niveau d'endettement, en Md€**



Sources : Reuters, Calculs DG Trésor. Périmètre : SNF cotées en France.

**Graphique 96 - Décomposition de la variation des encours de dettes à effet de levier, en Md€**

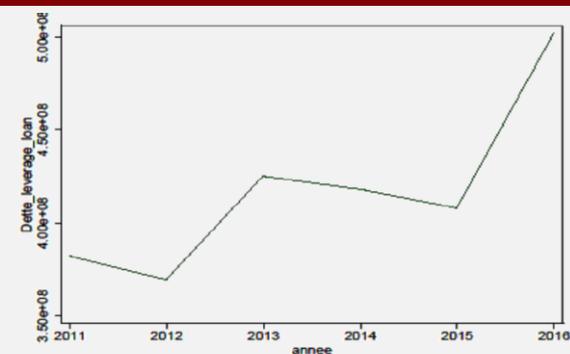


Source : Reuters, Calculs DG Trésor. Périmètre : SNF cotées en France.

## B.2 Analyse sur l'ensemble des entreprises

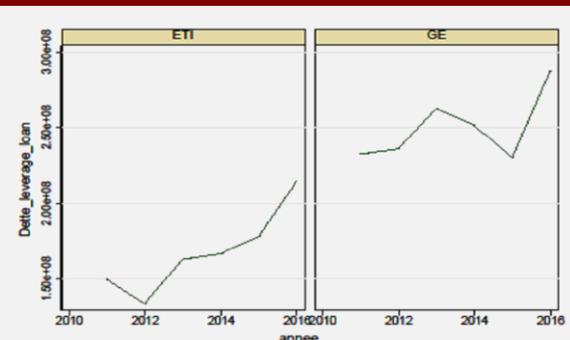
La hausse des encours de dette à effet de levier au bilan des SNF s'observe également à partir des bases de données d'entreprises de l'Insee, l'encours passant de 382 Md€ en 2011 à 502 Md€ en 2016 (dernière année disponible – Graphique 97). Cette hausse des encours est tirée à la fois par les ETI et par les GE. Les GE totalisaient 288 Md€ d'encours de dette à effet de levier en 2016 (Graphique 98).

**Graphique 97 - Évolution des encours de dettes à effet de levier (>4), en K€**



Source : Insee (base FARE/LIFI), calculs DG Trésor. Périmètre : groupes de plus de 250 salariés

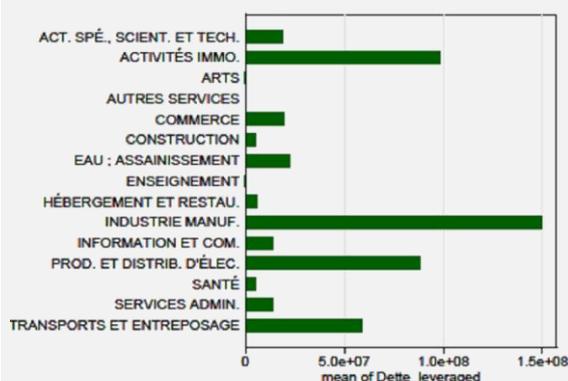
**Graphique 98 - Évolution par taille des encours de dettes à effet de levier (>4), en K€**



Source : Insee (base FARE/LIFI), calculs DG Trésor. Périmètre : ETI (groupes de plus de 250 salariés) ; GE (groupes de plus de 5 000 salariés).

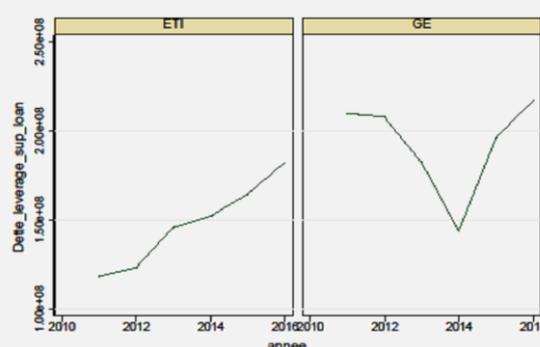
Au niveau sectoriel, la dette à effet de levier se concentre en 2016 dans les secteurs de l'activité immobilière, de l'industrie manufacturière, de la production d'électricité et du transport (voir Graphique 99). Par ailleurs, cette analyse révèle que la hausse des encours de dette à fort effet de levier (>6) au bilan des SNF est également en hausse marquée depuis 2014. L'encours passant de 295 Md€ en 2014 à 399 Md€ en 2016. Les ETI semblent tirer l'essentiel de cette hausse (Graphique 100).

**Graphique 99 - Montant de dettes à effet de levier (>4) par secteur en 2016, en K€**



Sources : Insee (base FARE/LIFI), Calculs DG Trésor.

**Graphique 100 - Évolution par taille des encours de dettes à fort effet de levier (>6), en K€**



Source : Insee (base FARE/LIFI), calculs DG Trésor. Périmètre : ETI (groupes de plus de 250 salariés) ; GE (groupes de plus de 5 000 salariés).

## C. La dynamique des émissions et des encours de dette à effet de levier observée dans les bases de données commerciales.

À partir de l'exploitation des bases de données privées, Bloomberg en particulier, la cartographie de la dette à effet de levier permet de disposer des montants d'encours pour les sociétés non financières. Au niveau mondial, ce stock dépasserait les 4 000 Md€ fin 2018.

Les encours français de dette à effet de levier dans la base Bloomberg s'établissent à 122 Md€ (cf. Tableau 4). Ces encours peuvent être retenus comme une estimation basse du fait de l'absence d'exhaustivité de la base, compte tenu de la dimension transnationale des opérations de financement des SNF concernées qui complique l'analyse, et en raison des limites de la caractérisation des encours de dettes à l'octroi.

Les États-Unis restent le principal émetteur de dette à effet de levier, tant via des prêts que des obligations *high yield*.

**Tableau 4 : Encours de la dette à effet de levier des sociétés non financières**

Dette à effet de levier des Sociétés Non Financières	Encours (milliards d'euros)				
	FR	EU	US	Reste du monde	Total
<b>Prêts à effet de levier</b>	57	362	1 627	118	<b>2 107</b>
<i>dont Collateralised Loans Obligations (CLOs)</i>	~0	183	533	1	717
<b>Obligations High-Yield</b>	65	513	1 038	371	<b>1 922</b>
<b>Total</b>	<b>122</b>	<b>875</b>	<b>2 665</b>	<b>489</b>	<b>4 029</b>

Sources : Bloomberg (à fin décembre 2018) pour les prêts à effet de levier qui regroupent les prêts émis par des sociétés non financières ayant une notation *speculative grade* (inférieure à BBB-) ou dont l'actionnaire principal est une firme de *Private Equity* ou un LBO ou enfin lorsque le taux d'intérêt à l'émission est supérieur au taux Libor +175 points de base pour les émetteurs sans notation, les CLO et les obligations *High-Yield*. Calculs Banque de France.

Note : la localisation correspond en théorie au pays de résidence de l'émetteur.

## D. La répartition des encours par typologie de prêteurs

L'analyse se heurte à des difficultés dues à l'absence de données fiables collectées sur les investisseurs. Néanmoins les informations collectées principalement lors des opérations dans le marché primaire permettent d'observer que les investisseurs institutionnels sont les plus exposés au marché de la dette à effet de levier (ils détiendraient 62 % du stock<sup>66</sup> – voir Tableau 5 et Tableau 6). Les banques le sont moins (avec 38 % du stock). En effet, nombre d'établissements bancaires ont adopté un modèle « *originate to distribute* ». De même on constate que les banques qui finançaient autour de 60 % des nouveaux prêts à effet de levier en 2010 ne pèsent plus qu'environ 20 % en 2018, selon des données fournies par la base LCD.

Parallèlement, les travaux menés établissent que 34 % du stock de prêts à effet de levier est à l'actif de structures émettant des CLO, ici encore souscrits majoritairement par des investisseurs institutionnels. Les structures CLO conduisent à un allongement de la chaîne d'intermédiation avec un rôle des gestionnaires d'actifs mandatés pour la gestion des prêts à effet de levier qui adossent le passif des CLO. Ce dernier est structuré en plusieurs tranches offrant des profils rendements/risques plus ou moins risqués destinés à un spectre large d'investisseurs.

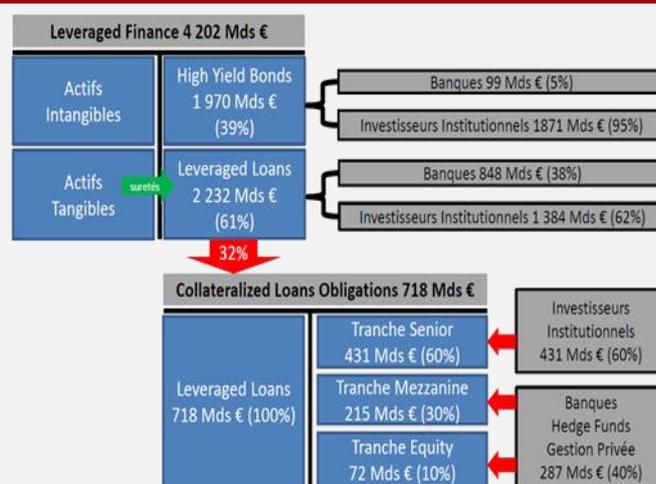
**Tableau 5 : Ventilation de l'encours mondial de dette à effet de levier selon la typologie des prêteurs (en Md€)**

Prêteurs aux Sociétés Non Financières - Au niveau mondial	Encours obligations High-Yield, en Md€	Encours prêts effet de levier, en Md€
Banques	99	848
Assurances, Fonds de Pension	147	42
Autres institutions financières	1724	1342
<i>dont CLOs</i>	0	718
<b>Total classe d'actifs</b>	<b>1970</b>	<b>2950</b>
<b>Total finance à effet de levier</b>	<b>4920</b>	

Source : Bloomberg (au 18/01/2019) pour les prêts à effet de levier, les CLO, les obligations *High-Yield*. Calculs Banque de France.

Note : la catégorie « Autres institutions financières » regroupe une large gamme d'investisseurs non-institutionnels ainsi que les dettes pour lesquelles l'investisseur final n'est pas renseigné dans la base Bloomberg.

**Tableau 6 : Répartition des encours mondiaux de dette à effet de levier (en Md€)**



Source : Bloomberg (au 18/01/2019) pour les prêts à effet de levier, les CLO et les obligations *High-Yield*. Calculs Banque de France.

S'agissant plus spécifiquement de la France, les cinq grands groupes bancaires français<sup>67</sup> sont soumis à un *reporting* trimestriel défini par le Mécanisme de surveillance unique (MSU) pour le suivi de leurs activités de dette à effet de levier. Il permet de disposer de données sur le stock des expositions et la production trimestrielle. Ce *reporting* révèle que l'exposition des banques françaises reste contenue puisque ces dernières affichent 162 Md€ d'encours, concentrés à hauteur de 149 Md€ sur les prêts à

<sup>66</sup> Sur la base des chiffres Bloomberg de détention d'obligations *high yield* et prêts à effet de levier.

<sup>67</sup> BNPP, SG, GCA, BPCE et GCM.

effet de levier, soit entre 7 % et 12 % des expositions des principaux groupes bancaires hexagonaux aux entreprises.

Ces chiffres, rapportés aux encours mondiaux de dette à effet de levier détenus par des acteurs bancaires (issus des données Bloomberg), impliqueraient une exposition de l'industrie française relativement forte à cette classe d'actif : 17 % des encours bancaires mondiaux proviendraient des 5 grands groupes français. Il convient néanmoins de rappeler que les périmètres comparés ne recouvrent pas une définition homogène des opérations relevant de la finance à effet de levier, et ne sont à ce titre, pas directement comparables.

## Éléments d'estimation de l'exposition des fonds français à la finance à effet de levier

Il est possible d'estimer l'exposition des fonds français à la finance à effet de levier à partir des données Banque de France concernant les détentions des fonds français, et des données de *reporting* des organismes de titrisation (OT), en les croisant avec des référentiels privés (*Reuters* et *Bloomberg*).

Si cette approche montre des limites, (elle ne capture pas l'exposition aux prêts à effet de levier, ne considère que les titres isinés, et est fondée sur des bases de données non-exhaustives), elle permet de fournir un minorant de l'exposition des fonds français.

Selon cette analyse, l'exposition des acteurs français de la gestion d'actif serait contenue, puisqu'ils détiendraient 21 Md€ d'encours de dette *high-yield*, et seraient exposés à hauteur de 400 M€ aux CLO (pour un actif net évalué à 1 455 Md€).

Plus précisément, 961 fonds français seraient exposés au segment *high-yield*, à travers la détention de 2032 titres de dettes référencés comme *speculative grade* par une des trois principales agences de notations. De plus, la comparaison de la base de détention des fonds et de la liste des codes ISIN identifiés comme CLO selon la base Bloomberg fait ressortir 31 fonds français exposés aux CLO via 143 véhicules différents.

# Lexique

---

ABE / EBA : Autorité Bancaire Européenne / *European Banking Authority*

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

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

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

AES / ESA : Autorités Européennes de Supervisions / *European Supervisory Authorities*. Il s'agit de l'Autorité Bancaire Européenne (ABE / EBA) pour le secteur bancaire, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF / ESMA) pour les marchés financiers, et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP / EIOPA) pour le secteur assurantiel. Avec le Comité européen du risque systémique (CERS / ESRB), elles forment le système européen de supervision financière (SESF / ESFS).

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

BCE / ECB : Banque Centrale Européenne / *European Central Bank*

DRRB / BRRD : Directive 2014/59/UE établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ; dite *Bank Recovery and Resolution Directive*, directive sur le redressement et la résolution. [Lien EUR-Lex](#).

Bâle 3 : cf. Comité de Bâle.

BRRD 2 : projet de révision de la directive BRRD.

CAPE : *cyclically adjusted price earnings ratio*, est une métrique de valorisation de valeurs boursières, et correspond au ratio cours sur dividendes ajusté du cycle.

CCP : *central counterparty*, chambre de compensation.

CCyB : *countercyclical capital buffer*, coussin de fonds propres contra-cyclique. Cf. page consacrée au CCyB sur le site du HCSF ([lien](#)), ainsi que la notice ([lien](#)) et la note détaillée ([lien](#)) de 2015 sur sa mise en œuvre.

CDC : Caisse des Dépôts et Consignations

CERS / ESRB : Comité Européen du Risque Systémique / *European Systemic Risk Board*. Créé en 2010 par un règlement européen ([lien EUR-Lex](#)), ce comité est en charge de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE. Il contrôle et évalue les risques systémiques, et peut émettre des alertes et des recommandations.

CET1 : *Common Equity Tier 1*, fonds propres de base de catégorie 1. À la suite des accords dits « Bâle 3 », le règlement CRR a défini une classification des fonds propres des établissements de crédit selon leur « qualité », classification utilisée pour les exigences réglementaires en capitaux. Dans un ordre croissant de qualité, le capital est ainsi divisé en « Tier 2 », « *Additional Tier 1* » (AT1) et « *Common Equity Tier 1* » (CET1). Les fonds propres CET1, définis à l'article 50 du CRR, sont constitués du capital social et primes d'émission associées, des réserves, des résultats non distribués et des fonds bancaires pour risques bancaires généraux. L'ABE publie et met régulièrement à jour une liste des instruments autorisés en tant que CET1 dans les différents pays ([lien](#) pour la publication de juillet 2018). Le « ratio CET1 » est un ratio prudentiel qui désigne la valeur des fonds propres CET1 divisés par la valeur des actifs pondérés selon leur niveau de risques (*risk-weighted assets*). Cf. notice 2018 de l'ACPR sur le calcul et la publication des ratios prudentiels ([lien](#)).

CLO : *collateralized loan obligation*, véhicule de titrisation de prêts à effet de levier

CoE : *Cost of Equity*, coût des fonds propres. C'est l'estimation du rendement attendu par un investisseur pour acquérir ou conserver les actions d'une entreprise compte tenu de leur risque. Il dépend d'une modélisation, et n'est pas directement observable.

Comité de Bâle (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS) : comité rassemblant les superviseurs de 27 pays, chargé de renforcer la solidité du système financier mondial. Son secrétariat est situé à la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Ses travaux doivent ensuite être transposés dans les législations nationales et européennes, par ex. dans le « paquet bancaire » (CRD V, CRR II...). L'ACPR et la Banque de France sont membres du Comité de Bâle. L'accord dit « Bâle 3 » (*Basel III*) de 2010, ainsi que les travaux de mise en œuvre consécutifs, visent à renforcer le système financier après la crise de 2007-2009. Ses exigences sont regroupées en 3 piliers : le Pilier 1 recouvre des exigences communes à toutes les banques (en particulier, des planchers de ratios prudentiels), le Pilier 2 concerne la surveillance prudentielle par des autorités de supervision, et le Pilier 3 s'appuie sur la discipline de marché, avec des obligations de transparence et relatives à la communication financière. Cf. site de la BRI ([lien](#), et [tableau synthétique](#) de Bâle 3).

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

CRD V : Directive (UE) 2019/878 modifiant la directive CRD en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières holding, les compagnies financières holding mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres. [Lien EUR-Lex](#). La plupart des dispositions s'appliqueront à partir du 28 juin 2021. CRD V et CRR II sont souvent désignées conjointement par le terme de « paquet bancaire », parfois en y joignant d'autres textes comme les projets de directive BRRD 2 et SRMR (*Single Resolution Mechanism Regulation*, ou Mécanisme de Résolution Unique, MRU). Il s'inscrit dans la démarche en vue de la construction d'une « union bancaire » (cf. Union bancaire). Voir encadré Développements réglementaires.

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

CRR II : Règlement (UE) 2019/876, modifiant le règlement CRR en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et le règlement EMIR. [Lien EUR-Lex](#). La plupart des dispositions s'appliqueront à partir du 28 juin 2021. Voir NSFR, et encadré Développements réglementaires.

CVS : corrigé des variations saisonnières.

DSTI : *Debt Service to Income*, ratio du service de la dette sur les revenus, aussi appelé taux d'effort.

EBE : excédent brut d'exploitation

EBITDA : *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*, ou bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements.

EMIR : Règlement (UE) 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux ; dit EMIR pour *European Market Infrastructure Regulation*, Réglementation européenne des infrastructures de marché. [Lien EUR-Lex](#).

EMIR 2 : revue en cours du règlement EMIR, devant conduire à l'adoption d'un nouveau règlement ; cf. encadré Développements réglementaires

ENE : excédent net d'exploitation. Il se calcule comme l'EBE diminué des dotations aux amortissements.

ERS : Évaluation des risques du système financier français, publiée deux fois par an (décembre et juin) par la Banque de France.

ETI : entreprise de taille intermédiaire. Entreprise qui n'appartiennent pas à la catégorie des PME, et qui, d'une part occupe moins de 5 000 personnes, d'autre part a un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 000 millions d'euros. Voir PME et GE.

FIA : Fonds d'Investissement Alternatifs. Ce terme regroupe une catégorie de fonds, distincte des OPCVM (cf. [site de l'AMF](#)) ; certains ne sont pas des OPC.

FSAP : *Financial Sector Assessment Program* du Fonds Monétaire International (FMI) ; en français : programme d'évaluation du secteur financier, PESF

g.a. : glissement annuel.

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

JOUE : Journal officiel de l'Union européenne

LAB-FT : lutte anti-blanchiment et financement du terrorisme

LBO : *Leveraged Buyout*, ou rachat avec effet de levier

LCR : *Liquidity Coverage Ratio*, ratio de couverture des besoins de liquidités, pour un établissement de crédit. Il se calcule comme le ratio de l'encours d'« actifs liquides de haute qualité » (HQLA, pour High-Quality Liquid Assets) sur le total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours calendaires suivants (défini selon un certain scénario de tension). Le Règlement délégué (UE) 2015/61 ([lien EUR-LEX](#)), transposant une exigence de Bâle 3, a fixé des exigences croissantes de LCR minimal pour les banques, jusqu'au niveau exigé de 100 % à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2018. Cela vise à favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une grave crise qui durerait 30 jours. Voir la notice 2018 de l'ACPR relative au calcul des ratios prudentiels ([lien](#)), le rapport de l'ABE de mars 2019 sur les mesures de liquidité ([lien](#)), ou le document du Comité de Bâle de janvier 2013 sur les ratios de liquidité à court terme ([lien](#)). Voir également NSFR.

LTV : *Loan-to-Value*, ratio prêt/valeur d'un bien

MREL : *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, Exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles, pour le renflouement interne. Cette exigence est imposée à toutes les banques par la directive BRRD.

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

NSFR : *Net Stable Funding Ratio*, ratio de financement stable net, ou ratio structurel de liquidités à long terme. Il se définit comme le ratio du financement stable disponible (défini par la somme des passifs et fonds propres pondérés selon leur stabilité présumée, les pondérations allant de 0 % pour les catégories de passif réputées les moins stables à 100 % pour les plus stables), sur le financement stable requis (défini par la somme des actifs et expositions hors bilan pondérés selon leur liquidité présumée, les actifs les plus liquides ayant une pondération de 0 % et les moins liquides de 100 %). Voir document du Comité de Bâle d'octobre 2014 qui lui est consacré ([lien](#)). Le règlement CRR II fixe une exigence de NSFR minimum à 100 %, avec pour but de réduire le risque de tensions sur le financement sur une période longue ( $\geq 1$  an) en imposant aux banques de financer leurs activités grâce à des sources suffisamment stables. Cette exigence ne sera contraignante qu'à partir de l'application de CRR II, le 28 juin 2021 Voir également LCR.

OAT : obligation assimilable du Trésor, principal titre de dette émis par l'État français ([lien](#) vers le site de l'Agence France Trésor). Les maturités à l'origine vont de 2 à 50 ans, mais l'OAT à 10 ans sert souvent de référence en matière de taux.

OPC : organisme de placement collectif. Ce sont soit des OPCVM, soit des FIA (cf. [site de l'AMF](#)).

OPCVM : organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ce terme regroupe les SICAV et les FCP (cf. [site de l'AMF](#)).

PACTE (loi) : Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises, désignation de la Loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, cf. encadré Développements réglementaires.

PME : petites et moyennes entreprises. Une PME est une entreprise qui occupe moins de 250 personnes, et qui a un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros. Voir GE et ETI.

PNB : Produit Net Bancaire.

Ratio de levier / leverage ratio : ratio fonds propres / financement total. Pour les banques, il se définit avec les fonds propres de catégorie 1, divisé par le total des expositions (actifs) au bilan et hors bilan. Le règlement CRR impose aux banques de publier leur ratio de levier. Utilisé d'abord dans le cadre du « pilier 2 » (c'est-à-dire d'exigences calibrées spécifiquement pour chaque banque par l'autorité de supervision), les accords de Bâle III fixent un ratio de levier minimum de 3 % en tant que norme « pilier 1 » depuis 2018 (c'est-à-dire commune à toutes les banques) ; cette exigence a été ensuite transposée en législation européenne par le « paquet bancaire ».

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

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

SESF / ESFS : système européen de supervision financière / *European System of Financial Supervision*. Cf. encadré Développements réglementaires.

SCR : *Solvency Capital Requirement*, capital de solvabilité requis dans le cadre de la directive Solvabilité 2 qui s'applique au secteur de l'assurance.

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

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

Union bancaire : démarche visant à une plus grande intégration du système bancaire européen, et en particulier celui de la zone euro. Elle a initiée par la « Feuille de route pour une union bancaire » de septembre 2012 (communication de la Commission, [lien](#)), qui intervenait à la suite de la publication du rapport des présidents du Conseil européen, de la Commission, de l'Eurogroupe et de la BCE du 26 juin 2012, « Vers une véritable union économique et monétaire » ([lien](#)). Elle s'est traduite par plusieurs textes, dont ceux instaurant le Mécanisme de Supervision Unique (MSU) ainsi que le Mécanisme de Résolution Unique (MRU / SRMR) ; de même que le « paquet bancaire » (CRR II, CRD V principalement) et certains des textes qui l'ont précédé, ainsi que ceux relatifs au système de garantie des dépôts. Cf. site de la Commission ([lien](#)), site du Parlement européen ([lien](#)), site du Conseil ([lien](#)), et site du MSU ([lien](#)).

UMC / CMU : Union des marchés de capitaux / *Capital Markets Union*. Projet initié par la Commission européenne en 2015, avec un plan d'action à horizon 2019, qui vise à intégrer davantage les marchés de capitaux européens et de stimuler l'investissement ([lien](#)). Cette démarche a débouché sur un ensemble de textes législatifs (voir encadré Développements réglementaires). Elle est complémentaire du projet d'« Union bancaire » ; les deux initiatives participent d'une même démarche d'approfondissement de l'Union économique et monétaire.

VA : valeur ajoutée