

HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel Juin 2017

Table des matières

| | |
|---|-----------|
| Résumé | 5 |
| Action du HCSF | 7 |
| Ch.1 Développements récents | 9 |
| A. Croissance et inflation | 9 |
| B. Évolutions monétaires et financières en 2016 | 10 |
| C. Les marchés de capitaux et de matières premières | 11 |
| Ch.2 Agents non-financiers | 15 |
| A. Ménages | 15 |
| B. Entreprises | 24 |
| Ch.3 Agents financiers | 33 |
| A. Banques | 33 |
| B. Entreprises d'assurance | 40 |
| C. Gestion d'actifs | 44 |
| Ch.4 La politique macroprudentielle face à la transformation du financement de l'économie | 50 |
| A. Une politique macroprudentielle avant tout centrée sur le secteur bancaire | 50 |
| B. L'évolution du modèle de financement de l'économie | 51 |
| C. Adapter les instruments macroprudentiels mobilisables dans le secteur bancaire | 52 |
| D. Conduire la politique macroprudentielle face aux risques non-bancaires | 55 |
| Ch.5 Les enjeux de stabilité financière associés à la gestion d'actifs | 58 |
| A. Les acteurs de la gestion d'actifs présentent des enjeux spécifiques pour la stabilité financière | 58 |
| B. Un renforcement des outils microprudentiels qui constitue une première réponse aux préoccupations macroprudentielles | 63 |

Ce rapport a été adopté par les membres sur Haut Conseil de Stabilité Financière à l'occasion de la séance du 26 juin 2017.

Bruno Le Maire
Ministre de l'Economie 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 *es* qualité

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

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

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

Raphaëlle Bellando
Professeur, Université d'Orléans
Personnalité qualifiée

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

Hélène Rey
Professeur, London Business School
Personnalité qualifiée

La rédaction de ce rapport a été arrêtée au 18 juin 2017.

Ce rapport a été préparé sous la responsabilité de Jean Boissinot et Vichett Oung, secrétaires généraux, par le Pôle d'Analyse Économique du Secteur Financier de la Direction Générale du Trésor et la Direction de la Stabilité Financière de la Banque de France, qui assurent conjointement le secrétariat du Haut Conseil de Stabilité Financière, avec des contributions de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (Direction des Etudes) et de l'Autorité des Marchés Financiers (Division Études, stratégie et risques).

Résumé

Après un bref retour sur les principaux développements économiques et financiers intervenus au cours de l'année passée, 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, ses réflexions sur la conduite de la politique macroprudentielle dans le contexte d'une transformation du modèle de financement de l'économie française, ainsi que son analyse des enjeux de stabilité financière associés à la gestion d'actifs.

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.

Situation du financement de l'économie française

Depuis la publication du dernier rapport annuel, la reprise économique s'est progressivement affermie, portée en particulier par la consommation des ménages et par l'accélération de l'investissement des entreprises et des ménages. Parallèlement, l'inflation s'est légèrement redressée. Dans ce contexte macroéconomique d'accélération de la reprise, marqué néanmoins par une forte incertitude politique internationale, les marchés ont été orientés à la hausse et ont plutôt fait preuve de résilience même s'il convient d'être prudent dans la mesure où la faible volatilité observée contraste avec le niveau de l'incertitude perçue et qu'une correction à la baisse ne peut être exclue.

S'agissant des ménages, cette année a été marquée par une légère baisse du taux d'épargne qui s'établit à 13,9 % dont 4,6 % d'épargne financière, le solde étant constitué d'investissements immobiliers (à savoir, construction et gros travaux d'entretien, hors achat de foncier ou de logements anciens). L'épargne financière correspond au flux net de placements des ménages et à la variation nette de leur endettement (remboursements nets des nouveaux crédits). Sur le premier point, les flux nets de placements se sont stabilisés depuis mi-2015 autour de +95 Md€ (un niveau équivalent à celui observé en 2010-2011) mais aussi largement réorientés vers des dépôts à vue et des livrets - réglementés et fiscalisés - tandis que la collecte sur d'autres type de placements ralentit (en particulier, assurance-vie et PEL dont la collecte avait été assez dynamique depuis 2014).

Parallèlement, l'endettement des ménages poursuit son accélération sur l'année : la production de crédit immobilier a connu des niveaux records (plus de 275 Md€ de crédits nouveaux à l'habitat à fin 2016 alors que les plus hauts historiques observés précédemment restaient inférieurs à 200 Md€), portée par une vague exceptionnelle de rachats et de renégociations (125 Md€) suite à la baisse des taux des nouveaux crédits mais aussi une production (plus de 150 Md€) directement liée à la reprise du marché immobilier dans l'ancien (forte augmentation du volume des transactions et accélération des prix) comme dans le neuf (augmentation des mises en vente, réduction des délais d'écoulement et accélération des prix). Les crédits à la consommation sont eux aussi en forte hausse. Au total, l'encours de crédit aux ménages progresse plus rapidement en France que dans le reste de la zone euro et, si la charge de la dette reste maîtrisée, le ratio de l'endettement rapporté au revenu des ménages poursuit sa progression ininterrompue depuis le début des années 2000 pour atteindre près de 89 %.

Concernant les entreprises, la croissance de la valeur ajoutée se serait stabilisée après une phase d'accélération en 2013-2015, de même que les taux de marge et les principaux indicateurs de leur situation économique et financière. L'endettement des entreprises reste cependant très dynamique alors que le coût de financement par dette s'est globalement stabilisé à un niveau bas : l'endettement financier total accélère pour enregistrer une croissance de +7,5 %, porté par la dynamique du crédit (+5,3 %) et des encours de titres (+11 %). La forte croissance de l'encours de titres de dette conduit à la poursuite du rééquilibrage du mix d'endettement des entreprises entre crédits et titres de marché. En parallèle de cette augmentation de l'endettement, l'augmentation des fonds propres est restée importante et a permis de maintenir les ratios financiers. On observe toutefois des évolutions contrastées au sein de la population d'entreprises.

S'agissant des acteurs financiers, les banques françaises affichent en 2016 un résultat net en légère hausse par rapport à l'année précédente. Elles poursuivent la consolidation de leur bilan et affichent une progression de leurs ratios de fonds propres tandis que leur situation de liquidité reste bonne. Le secteur fait néanmoins face à des défis importants tels que la pression sur les revenus tirés de l'intermédiation dans la banque de détail et d'un cadre réglementaire non encore stabilisé. Cependant, le coût des fonds propres (Cost of Equity) qui traduit le rendement exigé par les investisseurs est en baisse, en lien notamment avec la réduction d'un certain nombre d'incertitudes conjoncturelles et réglementaires. Il reste cependant supérieur au rendement de leurs fonds propres qui est stable.

Le secteur de l'assurance connaît en 2016 une certaine stabilité de son activité : le montant des primes collectées est pratiquement stable et les prestations sont légèrement en hausse en raison d'une augmentation de la sinistralité (en lien avec la forte pluviométrie enregistrée sur l'année). La valeur des actifs détenus augmente mais leur allocation reste globalement stable, en lien avec une politique d'investissement rigoureuse et prudente. L'environnement de taux bas reste cependant un facteur de fragilité même si l'ajustement à la baisse de la rémunération des fonds euro en assurance-vie devrait se traduire par un renforcement de la résilience en cas de remontée des taux.

La gestion d'actifs enregistre un regain d'activité en 2016 : la croissance de la collecte observée en 2015 s'amplifie et, pour la première fois depuis la crise, la croissance des encours est davantage tirée par la collecte que par des effets de valorisation. Cette augmentation de la collecte est portée en particulier par un dynamisme renouvelé des souscriptions de parts de fonds monétaires ainsi qu'à des fonds obligataires et immobiliers.

Chapitres thématiques

Le premier chapitre thématique revient sur les conséquences pour la politique macroprudentielle des évolutions en cours dans le modèle de financement de l'économie. Si le développement de la politique macroprudentielle a, en pratique, été davantage approfondi dans le secteur bancaire, sa conduite doit intégrer le fait qu'un nombre croissant d'acteurs se financent de manière significative auprès de financeurs non bancaires (investisseurs institutionnels en direct ou, indirectement, par le biais d'un fonds géré par une société de gestion spécialisée). Dans ces conditions, une mise en œuvre opérationnelle de la politique macroprudentielle exclusivement centrée sur le secteur bancaire serait peu efficace dans la mesure où elle ne prendrait pas en compte les effets d'arbitrage entre sous-secteurs financiers. Il est ainsi nécessaire soit de répréciser les objectifs assignés aux instruments mobilisables dans le secteur bancaire soit de généraliser ces instruments à l'ensemble des prêteurs potentiels. Par ailleurs, sans remettre en cause le principe fondamental d'une subsidiarité entre l'autorité macroprudentielle et les autorités microprudentielles et la recherche, autant que possible, d'une complémentarité entre les interventions micro- et macroprudentielles, la politique macroprudentielle doit aussi pouvoir disposer d'une gamme plus complète d'instruments pour répondre aux risques systémiques non-bancaires.

Le second chapitre thématique présente l'analyse du HCSF sur les enjeux de stabilité financière associés à la gestion d'actifs. Les acteurs de la gestion d'actifs peuvent être exposés à un risque de liquidité et un risque de levier. Le premier résulte d'un écart de liquidité entre l'actif du fonds et son passif, susceptible de se cristalliser en cas de demandes de retraits intervenant dans un contexte de marché dégradé. Le second est la conséquence d'une exposition démultipliée aux risques des actifs sous-jacents dans le cas où le fonds a recours à un effet de levier en s'endettant ou en s'exposant à ces risques par le biais de produits dérivés. Dans ces deux cas, il s'agit de la traduction pour un fonds de risques assez classiques liés à l'intermédiation. Ces risques font l'objet d'un encadrement réglementaire. Le superviseur microprudentiel compétent s'attache en particulier à ce que les investisseurs aient pleinement conscience de la nature de leurs expositions. Au-delà, certains pouvoirs d'interventions peuvent être utiles pour gérer l'intensité et les conséquences des demandes de rachats. D'autres risques sont propres à la gestion d'actifs. En particulier, le développement de la gestion passive, ainsi que l'importance prise par certains acteurs, peuvent avoir un impact négatif sur le bon fonctionnement des marchés. Enfin, la gestion d'actifs est surtout à l'origine d'un réseau d'interconnexions complexes et variées qu'il convient de comprendre pour mieux anticiper les mécanismes de propagation de certains chocs financiers et leurs conséquences.

Action du HCSF

Le HCSF a tenu quatre séances depuis le mois de juin 2016.

Le HCSF a conduit une analyse approfondie des implications pour la stabilité financière des développements en cours sur le marché de l'immobilier commercial

Suite à la publication, en avril 2016, d'une note présentant l'analyse du HCSF de la situation du marché de l'immobilier commercial en France, le Haut Conseil a recueilli les observations des principales parties prenantes et des observateurs de ce marché et affiné son diagnostic. Une synthèse des réponses à cette consultation a été publiée en septembre 2016.

Le HCSF a parallèlement coordonné un exercice de *stress test* transversal afin d'évaluer les conséquences qu'auraient différents scénarios de corrections fortes des prix sur les établissements de crédit, les organismes d'assurance ainsi que les fonds investis en immobilier susceptibles de faire face à des demandes de rachat. Les résultats de ces *stress tests*, publiés en mars 2017, ne mettent pas en évidence de risques de nature systémique qui appelleraient une action du HCSF.

Ces travaux ont toutefois conduit l'ACPR et l'AMF, dans le contexte d'une forte augmentation de la collecte auprès de particuliers sur des produits financiers immobiliers (SCPI, OPCI, unités de compte immobilière de produits d'assurance-vie), à rappeler aux distributeurs les règles relatives à la commercialisation de ces produits. Ils ont aussi conduit l'AMF et l'ANC à rappeler leurs attentes en matière de valorisation des actifs immobiliers compte tenu notamment de la sensibilité des valorisations aux méthodes et aux hypothèses retenues.

Le HCSF maintient néanmoins un haut niveau de vigilance. Il a, dans ce but, souhaité formaliser ses interactions avec les parties prenantes et observateurs de ce marché et organisera régulièrement des échanges avec ces acteurs.

Le HCSF a maintenu le taux du coussin contracyclique pour les expositions françaises à 0 %

Le HCSF a été conduit à décider à chaque trimestre du niveau du coussin contracyclique (CCyB) pour les expositions françaises. Il a, jusqu'à présent, maintenu le taux du CCyB à 0 %.

Le HCSF a, par ailleurs, décidé de reconnaître les décisions de certaines autorités européennes, notamment le taux de CCyB relevé au-delà du seuil de réciprocité automatique par l'autorité suédoise et le taux du coussin pour risque systémique (SRB) fixé à 1 % par l'autorité estonienne.

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

| Date de la décision | Date d'entrée en vigueur | Outil macroprudentiel | Décision |
|---------------------|--------------------------|-----------------------|--|
| 30/06/2016 | 01/07/2016 * | CCyB | Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 % |
| 30/06/2016 | 01/07/2016 * | CCyB | Reconnaissance des taux des coussins de fonds propres contra-cyclique fixés à 2 % par la Suède applicables aux expositions situées dans ce pays. |
| 01/10/2016 | 01/10/2016 * | CCyB | Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 %. |
| 01/10/2016 | 01/10/2016 | SRB | Reconnaissance des taux du coussin pour risque systémique fixé à 1 % par l'Estonie. |
| 30/12/2016 | 31/12/2016 * | CCyB | Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 %. |
| 31/03/2017 | 01/04/2017 * | CCyB | Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 %. |

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

Autres actions du HCSF

Le HCSF a par ailleurs examiné les conditions de mise en œuvre des nouvelles prérogatives qui lui ont été confiées par la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique du 9 décembre 2016. Il a pris acte de l'intérêt de ces évolutions qui lui permettent d'adapter son action dans le contexte d'une évolution des modalités de financement de l'économie ainsi que de développer une réponse effective à l'apparition possible de risques systémiques hors du secteur bancaire. Il a précisé la manière dont il entendait faire usage de ces nouvelles prérogatives dans une notice publiée en décembre 2016. Cette communication a été l'occasion pour le Haut Conseil de rappeler que son action s'appuie sur une gamme étendue d'instruments qui va de la communication à la mobilisation des pouvoirs contraignants dont la loi l'a doté.

Le HCSF a par ailleurs poursuivi son examen des conséquences de l'environnement de taux durablement bas sur les acteurs et les marchés financiers.

Les travaux du HCSF ont aussi été l'occasion d'une analyse détaillée des évolutions sur le marché de l'immobilier résidentiel et des développements en matière de crédit immobilier (conséquences des vagues de rachats/renégociation, conditions d'octroi, niveau des marges et rentabilité des opérations).

Le HCSF a poursuivi son examen des déterminants, modalités et conséquences de la forte dynamique de l'endettement des entreprises.

Le HCSF a approfondi ses travaux sur les enjeux de stabilité financière associés à la gestion d'actifs. Il a, dans ce contexte, permis la constitution d'une base de données originale, rassemblant l'ensemble des informations dont disposent les différentes autorités et permettant de mieux comprendre les interconnexions entre les fonds, les sociétés de gestion et le reste du secteur financier français.

Enfin, le HCSF a coordonné la préparation de la réponse des autorités françaises à la consultation de la Commission européenne sur le cadre de la politique macroprudentielle au sein de l'Union européenne (octobre 2016).

Ch.1 Développements récents

A. Croissance et inflation

Une poursuite de la reprise en Zone euro et en France

Le PIB de la zone euro a progressé de 1,7 % en 2016, après une croissance de 1,9 % en 2015 et de 1,2 % en 2014. Les différents pays de la zone euro s'inscrivent dans cette tendance commune, marquée par une relative stabilité du taux de croissance en 2016 par rapport à 2015. Le dynamisme du rebond espagnol après la forte récession de 2008–2013 se confirme, avec une croissance de 3,2 %, comme en 2015. L'Allemagne et l'Italie affichent des taux de croissance supérieurs à ceux enregistrés en 2015 (1,8 % après 1,5 % en 2015 en Allemagne, et 1,0 % après 0,7 % en Italie).

En France, la croissance du PIB, corrigée des jours ouvrables, s'est établie à 1,1 % en moyenne annuelle en 2016, après 1,0 % en 2015. La consommation des ménages a augmenté de 2,1 % (après 1,3 % en 2015). L'investissement total a enregistré une nette accélération en 2016 (2,7 %), après une hausse modérée en 2015 (0,9 %) soutenu par l'investissement des ménages (2,4 %), après plusieurs années de contraction prolongée (-2,1 % en 2015) et l'investissement des entreprises non-financières (3,4 % en 2016 après 2,9 % en 2015), en partie grâce aux effets de la mesure de suramortissement, qui a dynamisé l'investissement en biens d'équipement principalement en début d'année.¹ En revanche, l'investissement du secteur public (APU) continue de reculer, à -0,2 % (après -3,1 % en 2015), dans un contexte de consolidation budgétaire. Les exportations ne progressent que légèrement (1,9 % en 2016, après 4,0 % en 2015), dépassées largement par la croissance des importations (4,2 %, après 5,5 % en 2015). La contribution du commerce extérieur à la croissance a par conséquent été négative, à -0,8 point de pourcentage (contre -0,6 point en 2015). La contribution de la demande intérieure (hors stocks) a été de 2,0 points de pourcentage en 2016 (après 1,2 point en 2015).

L'inflation en zone euro s'est légèrement redressée en 2016 : en moyenne annuelle, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a augmenté de 0,2 % en 2016, après 0,0 % en 2015. En glissement annuel, l'évolution de l'IPCH a cependant nettement progressé au cours de l'année 2016. Il a été négatif de février à mai 2016, avec un creux à -0,2 % en avril 2016. L'inflation totale est ensuite progressivement repartie à la hausse, pour atteindre 1,1 % en décembre 2016 en glissement annuel. L'inflation hors produits énergétiques et alimentaires est restée faible en 2016, à 0,9 % en moyenne annuelle, en hausse de seulement 0,1 point par rapport à 2015. Contrairement à l'inflation totale, le profil intra-annuel de l'inflation hors produits énergétiques et alimentaires en glissement annuel est resté relativement stable en 2016, oscillant autour de 0,8 %-0,9 %.

La remontée du prix du baril de pétrole en 2016 explique en grande partie la reprise de l'inflation totale en zone euro en fin d'année. Après avoir atteint un point bas en janvier 2016 (28€/baril), le prix du baril n'a cessé de se redresser au cours de l'année et termine à 55€/baril en décembre 2016. La hausse du prix du baril a un impact positif direct immédiat sur la composante énergétique de l'IPCH par le biais des produits pétroliers directement consommés par les ménages. Les effets indirects sont plus lents à se matérialiser. En moyenne annuelle, du fait des cours du début d'année, l'inflation des prix de l'énergie a été négative en 2016, à -5,1 %, après -6,8 % en 2015. Elle est cependant largement positive en décembre (2,6 % en glissement annuel). Les prix des produits manufacturés ont été légèrement plus dynamiques en 2016, augmentant de 0,4 % en moyenne annuelle, contre une hausse de 0,3 % en 2015. En revanche, les prix des services ont légèrement ralenti en 2016, avec une progression annuelle moyenne s'établissant à 1,1 % contre 1,2 % en 2015. Les prix de l'alimentaire ont également été un peu moins dynamiques que l'année précédente (0,9 % contre 1,0 % en 2015).

¹ La mesure de suramortissement, en place depuis le 15 avril 2015 pour inciter les entreprises à réaliser des investissements productifs, et qui devait s'achever le 14 avril 2016, a été prolongée jusqu'au 14 avril 2017.

Comme dans la zone euro, l'inflation totale (IPCH) en France s'est légèrement redressée en 2016, s'établissant à 0,3 % en moyenne annuelle après 0,1 % en 2015. Comme dans la zone euro, la reprise de l'inflation en fin d'année est principalement due à la remontée des prix des produits pétroliers.

B. Évolutions monétaires et financières en 2016

Légère accélération de la masse monétaire

La croissance annuelle² de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro se renforce légèrement en 2016, à 5,0 %, après 4,7 % en 2015. La composante française de l'agrégat européen M3 accélère plus nettement, à 6,3 % après 3,3 % en 2015. En zone euro, la croissance des dépôts à vue se maintient à un niveau élevé, bien que légèrement moins dynamique qu'en 2015 (9,7 % en 2016, après 11,3 % en 2015). Le faible coût d'opportunité lié à la détention d'actifs liquides continue de soutenir la croissance de la masse monétaire. Par ailleurs, la contraction des autres dépôts monétaires s'atténue (-2,4 %, après -3,3 %), tandis que le taux de croissance des instruments négociables redevient positif (8,3 %, après -3,5 %). L'accélération de la composante française de l'agrégat M3 de la zone euro est principalement portée par la hausse des instruments négociables (5,8 %, après -2,0 %) et des engagements monétaires vis-à-vis du reste de la zone euro (11,2 %, après -14,8 %), tandis que la progression des dépôts à vue ralentit tout demeurant soutenue (10,7 %, après 14,8 %).

Croissance dynamique du crédit aux sociétés non financières

La distribution du crédit est plus dynamique en France que dans les autres grands pays de la zone euro. Les crédits accordés aux sociétés non financières (SNF) françaises ont augmenté au taux annuel de 5,0 % en 2016, après 4,2 % en 2015 (B.Graphique 1). Ce dynamisme résulte de l'accélération des crédits d'investissement (4,4 %, après 3,1 %) et dans une moindre mesure de celle des crédits de trésorerie (7,7 %, après 6,6 %). En 2016, les encours de crédit se contractent de nouveau en Espagne (-0,8 %, après -1,2 %), tandis qu'ils augmentent légèrement en Italie (0,3 %, après -0,5 %) ; en Allemagne, ils accélèrent (3,5 % après 0,8 % en 2015), mais sans progresser aussi rapidement qu'en France.

Le taux de croissance des titres de créance émis par les sociétés non financières françaises augmente fortement, atteignant 7,5 % en 2016, après 4,5 % en 2015. Au total, l'endettement des SNF accélère, à 6,0 % en décembre 2016 après 4,3 % en décembre 2015³. Cette dynamique de l'endettement est concomitante de la baisse du coût des capitaux propres.

La progression des crédits aux particuliers⁴ s'accroît en France (4,5 % en 2016, après 4,0 %), tirée par la plus forte hausse des crédits à l'habitat (4,3 %, après 3,9 %) et des crédits à la consommation (5,1 %, après 4,4 %) (Graphique 2).

Comme les années précédentes, la distribution de crédits aux ménages augmente davantage en France que dans les autres grandes économies de la zone euro (Allemagne : 2,8 % ; Italie : 1,9 % ; Espagne : -1,4 %).

² Dans cette partie, les taux de croissance annuels sont des taux de croissance en glissement annuel. Par ailleurs, les variations d'encours sont corrigées des éventuels reclassements et des effets de valorisation (ainsi que des effets de change pour certaines séries).

³ Pour plus de détails, voir « Evaluation des Risques du Système financier français », Juin 2017, Banque de France

⁴ Pour plus de détails, voir « Evaluation des Risques du Système financier français », Juin 2017, Banque de France

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



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

Graphique 2 - Taux de croissance annuel du crédit aux particuliers, France (en, %)



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

C. Les marchés de capitaux et de matières premières

Des marchés résilients sur fond de divergences, liées au décalage dans le cycle économique, des politiques monétaires des grandes banques centrales et de montée de l'incertitude politique en Europe et aux États-Unis

En 2016, les marchés ont été à la fois largement influencés par les annonces des grandes banques centrales résultant du décalage des cycles économiques des deux côtés de l'Atlantique et par des résultats électoraux peu ou mal anticipés en Europe et aux États-Unis (référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne le 23 juin (Brexit), élection de Donald Trump le 8 novembre, référendum constitutionnel en Italie le 4 décembre).

Brexit : Résilience des marchés britanniques après une forte correction à la baisse

L'environnement des marchés a été résilient au Royaume-Uni malgré l'épisode de forte volatilité en début d'été déclenché par le référendum sur la sortie de l'Union européenne. Les fondamentaux économiques britanniques restant à ce stade peu affectés, le FTSE 100 (indice des cent principales capitalisations boursières au Royaume-Uni) a progressé de près de 15 % sur l'année (Graphique 4), tandis que la courbe des taux souverains britanniques a marqué une translation à la baisse tout en s'aplatissant, le rendement du Gilt (titre souverain à 10 ans) revenant de 1,87 % à 1,23 % sur la période (Graphique 3). Le soutien de la Banque d'Angleterre dans le cadre des programmes d'achats a joué un rôle non négligeable dans le maintien de taux bas. Seule la livre sterling est apparue durablement fragilisée, perdant près de 16 % face au dollar américain et à l'euro sur l'année, les parités sterling/dollar et euro/sterling atteignant respectivement 1,23 et 0,85 en fin d'année.

États-Unis : élection de Donald Trump et « reflation », hausse des taux directeurs de la Fed

Après avoir reculé face à l'euro et au yen au premier semestre, le dollar s'est ensuite progressivement renforcé. Ce mouvement haussier s'est accéléré suite à l'élection de Donald Trump le 8 novembre et à la décision de hausse des taux de la Réserve Fédérale le 14 décembre, qui a été considérée comme annonciatrice de plusieurs hausses supplémentaires en 2017 (dont une hausse de ¼ de point le 15 mars). La parité euro/dollar a évolué entre un plus haut à 1,15 début mai et un plus bas à 1,04 en fin d'année. La parité dollar/yen a évolué entre un plus haut à 121,1 en début d'année, un plus bas à 99,9 mi-août et un retour vers 117,0 en fin d'année. Dans le même temps, les marchés actions (S&P 500) ont gagné 9,5 % (C.Graphique 4) sur la période et les rendements des Bons du Trésor américain à 10 ans, après avoir atteint 1,36 % en juillet, sont remontés à 2,44 % en fin d'année, dans un mouvement de redressement de la pente de la courbe des taux souverains (C.Graphique 3). Les analystes ont porté une attention particulière aux thématiques relatives au protectionnisme, à la baisse de la taxation des

entreprises et à la perspective de vastes projets d'infrastructure, clés de voûte d'un programme perçu comme étant de nature à favoriser une remontée de l'inflation (« reflation »).

Zone euro : entre résilience des marchés et montée du risque politique

En mars 2016, la Banque Centrale Européenne (BCE) a abaissé ses trois taux directeurs : le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (-5 points de base, pdb, à 0,00 %), celui de la facilité de prêt marginal (-5 pdb à 0,25 %) et celui de la facilité de dépôt (-10 pdb à -0,40 %). Concernant les programmes d'achats de titres, le volume mensuel a été porté de 60 Md€ à 80Md€ jusqu'à fin mars 2017, tandis que les obligations d'entreprises non bancaires ont fait l'objet d'un nouveau programme spécifique à cette classe d'actifs⁵. Au 31 décembre 2016, le stock des titres acquis par l'Eurosystème a atteint un montant de 1 511,5 Md€⁶, dont notamment 1 254,6 Md€ d'obligations souveraines dans le cadre du *Public sector purchase programme* (PSPP) et 51,1 Md€ d'obligations d'entreprises non bancaires au titre du *Corporate sector purchase programme* (CSPP). De nouvelles opérations trimestrielles de refinancement ciblées à long terme (TLTRO II – *Targeted Long Term Refinancing Operations*) ont complété ces ajustements du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème. La partie III de ce rapport revient en détail sur les différents éléments de la politique monétaire conduite par la BCE.

Dans ce contexte très accommodant, les courbes des taux des titres souverains de la zone euro ont poursuivi leur aplatissement, accompagné d'une baisse des rendements sur l'ensemble des maturités, favorisant ainsi le maintien de conditions de financement extrêmement favorables pour la plupart des États de la zone euro. Le rendement du titre souverain allemand à 10 ans (Bund) est ainsi tombé de 0,63 % en début d'année à 0,21 % en fin d'année (-42 pdb), après avoir évolué en territoire négatif de fin juin à mi-octobre, tandis que le rendement de l'Obligation Assimilable du Trésor français (OAT) à 10 ans s'est replié de 0,99 % en début d'année à 0,69 % en fin d'année (-30 pdb) (Graphique 3). Dans les pays du sud de l'Europe, le rendement du titre souverain à 10 ans espagnol a diminué de 39 pdb, pour atteindre 1,38 % en fin d'année. En revanche, les rendements des titres souverains de l'Italie et du Portugal, pénalisés par un environnement politique et une situation du secteur bancaire considérés comme défavorables par les participants de marché, se sont inscrits en hausse (respectivement +22 pdb et +125 pdb) pour atteindre en fin d'année 1,82 % et 3,76 %.

Émergents : retour prudent des investisseurs et poursuite de l'internationalisation du renminbi

Malgré une année 2016 en demi-teinte, les économies émergentes ont regagné en attractivité, du fait de l'amélioration de leurs perspectives économiques pour 2017 (croissance encore soutenue en Chine, inflation tendant à être contenue en Amérique latine), des réformes structurelles engagées (Argentine, Brésil) ainsi que du fait de la remontée des cours des matières premières. Ces facteurs ont contribué à un retour prudent des investisseurs sur les actifs de ces pays offrant des rendements supérieurs à ceux des pays développés. En Chine, le renminbi a quelque peu conforté son statut de monnaie internationale, intégrant en octobre le panier des Droits de Tirage Spéciaux (DTS) du FMI aux côtés du dollar, de l'euro, du yen et du sterling, même si son utilisation a diminué du fait de sa dépréciation. En effet, la monnaie chinoise s'est dépréciée de 7 % face au dollar américain en 2016 et de 6 % en termes effectifs.

⁵ Pour plus de détails, voir le rapport annuel 2016 de la Banque de France

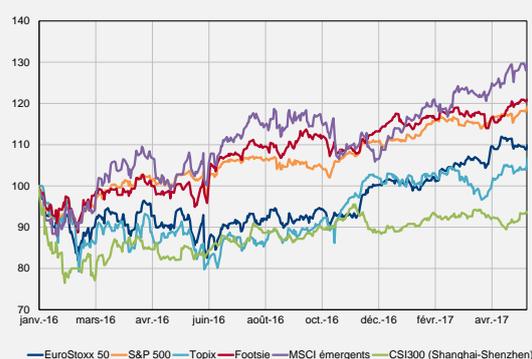
⁶ Chiffres présentés sur le site Internet de la [BCE](#) en valeur comptable au 31 décembre 2016 au coût amorti

Graphique 3 - Évolution des rendements des titres souverains à 10 ans



Source : Bloomberg. Dernier point : 1^{er} juin 2017.

Graphique 4 - Évolution de quelques indices boursiers depuis janvier 2016



Source : Bloomberg, Morgan Stanley. Base 100 au 1^{er} janvier 2016. Dernier point : 1^{er} juin 2017.

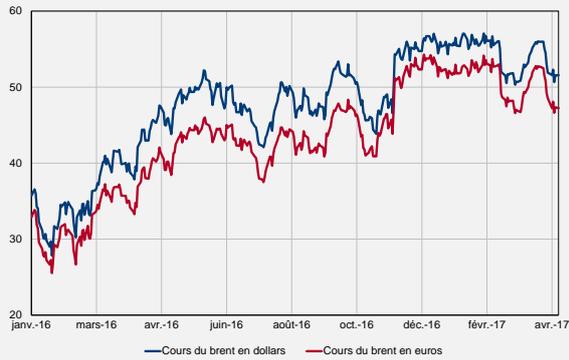
En 2016, les cours des matières premières se sont significativement appréciés, sous l'effet combiné d'une demande mondiale plus élevée qu'attendue, en provenance des pays émergents et de la Chine en particulier, et d'une évolution de l'offre plus faible.

Après avoir atteint un point bas en début d'année, le prix du pétrole brut Brent a progressé d'environ 70 % entre janvier et décembre 2016, passant de 32 dollars le baril à 55 dollars en moyenne mensuelle (Graphique 5). Cette hausse du cours du Brent en 2016 résulte principalement de la hausse intervenue entre janvier et juin 2016, due notamment à de nombreuses ruptures d'approvisionnement en provenance du Nigéria et de la Libye. Malgré une relative stabilité entre juin et septembre 2016, les cours ont fortement augmenté en fin d'année (16 % en décembre 2016) alimentés par un accord de réduction de la production entre les pays membres et non-membres de l'OPEP. Les cours des autres matières premières énergétiques ont suivi cette tendance haussière en 2016 : le prix du gaz naturel américain a progressé de 80 % sur un an en décembre 2016, tandis que le prix du charbon australien a progressé de 60 %.

S'agissant des matières premières agricoles, les nombreuses intempéries en Argentine ont soutenu le prix du soja jusqu'en milieu d'année. À l'inverse, les prix du cacao et du sucre ont reculé, dans un contexte de surabondance des récoltes. Dans l'ensemble, l'indice des prix des matières premières agricoles a enregistré une modeste progression d'environ 4 % sur l'ensemble de l'année (Graphique 6).

En ce qui concerne les métaux de base, très sensibles à la demande industrielle mondiale, la croissance soutenue de l'économie chinoise a contribué à l'augmentation de l'ensemble des marchés en 2016. Malgré une période relativement stable en début d'année, l'indice global du prix des métaux était en hausse d'environ 20 % en glissement annuel en décembre 2016. Cette hausse a été tirée en particulier par les prix du zinc et du cuivre. Dans un contexte économique et politique incertain, les prix des métaux précieux, ont, du fait de leur statut de valeur refuge, très nettement progressé sur la période.

Graphique 5 - Cours du Brent



Source : Datastream. Dernier point : mai 2017.

Graphique 6 - Indice des prix des métaux industriels et des matières premières agricoles



Source : S&P GSCI. Prix en dollars, base 100=janvier 2016. Dernier point : juin 2017.

Ch.2 Agents non-financiers

A. Ménages

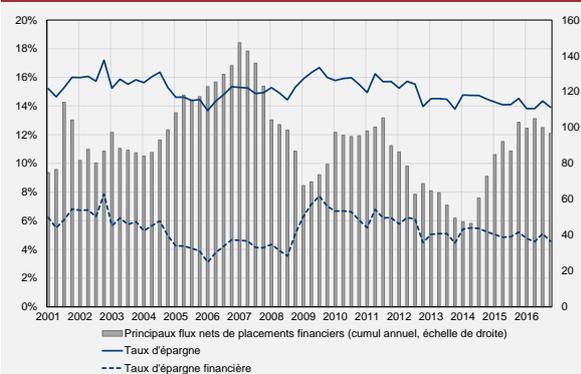
Le taux d'épargne des ménages se maintient à un niveau élevé en 2016

Après une baisse sensible en 2012 et 2013, le redémarrage du pouvoir d'achat⁷ des ménages amorcé en 2014 s'est confirmé depuis (respectivement +1,6 % en 2015 puis +1,9 % en 2016)⁸. Dans ce contexte d'accélération des revenus, le taux d'épargne des ménages⁹ s'établit à 13,9 % en 2016. En légère baisse sur l'année, le taux d'épargne conserve un niveau proche de sa moyenne de long terme (15,2 % en moyenne entre 1995 et 2016), et demeurerait supérieur à la moyenne de la zone euro (12,3 %). Ce taux d'épargne se compose d'une épargne financière¹⁰ à hauteur de 4,6 % et, pour le reste, d'investissements immobiliers (principalement l'achat de logements neufs¹¹) et d'autres opérations en capital significatives (Graphique 7).

Les flux nets de placements financiers des ménages sont stables en 2016

Après avoir fortement fléchi en 2013 et 2014, les flux nets des principaux placements financiers des ménages¹² se sont redressés en 2015 et se maintiennent depuis à un niveau proche de celui observé avant le décrochage intervenu début 2012 (+95 Md€ en cumul annuel à fin 2016, après +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€ avant la crise, Graphique 7).

Graphique 7 - Taux d'épargne et principaux flux nets de placements financiers des ménages



Sources : Banque de France, Insee. Dernier point : T4 2016.

Graphique 8 - Taux créditeurs sur les placements des ménages



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

⁷ Le pouvoir d'achat s'entend usuellement comme le pouvoir d'achat du revenu disponible brut. Le revenu disponible représente la part du revenu qui reste à la disposition du ménage pour consommer et épargner, une fois déduits les prélèvements sociaux et les impôts. Il est mesuré sur le champ des « Ménages, y compris entrepreneurs individuels ».

⁸ Cette hausse du pouvoir d'achat bénéficie à la fois de l'accélération des revenus d'activités (contribution de +1,0 point sur 2015) et d'une faible inflation (+0,2 % sur l'indice de prix à la consommation en 2016, après une croissance nulle en 2015).

⁹ Le taux d'épargne est le rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut. Définitions et données issues du Compte de revenu des ménages, base 2010, INSEE, chiffres non définitifs pour 2016. Données Eurostat pour la zone euro.

¹⁰ Flux nets de placements financiers, nets de l'évolution de l'endettement. Ainsi, toute chose égale par ailleurs, une accélération de l'endettement des ménages contribue ponctuellement à la baisse du taux mais l'augmentation durable de la charge des remboursements tend plutôt à le soutenir.

¹¹ En comptabilité nationale, l'investissement immobilier des ménages comprend l'achat de logements neufs, les acquisitions nettes de logements anciens auprès d'autres secteurs institutionnels, ainsi que les dépenses de gros entretien du logement.

¹² Le champ comprend les numéraires et dépôts, les titres hors actions non cotées et autres participations, les actifs de crédit, les droits sur les provisions techniques d'assurance-vie et d'épargne retraite. La catégorie statistique retenue est celle des « Ménages et Institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM) ».

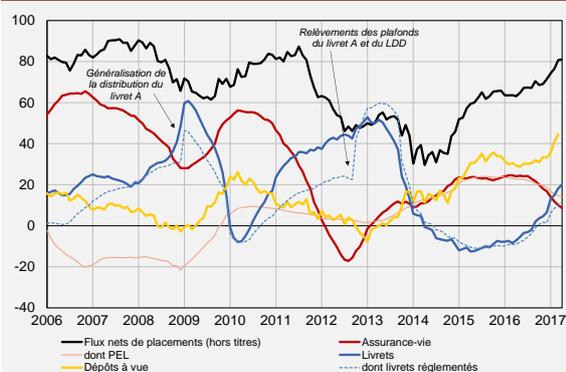
Dans un contexte de taux d'intérêt bas persistant (Graphique 8), les tendances d'allocation de portefeuille observées en 2014 et 2015 se sont poursuivies en 2016 avec une préférence des ménages pour des placements peu risqués (dépôts, livrets, épargne contractuelle, assurance vie en support euro).

Néanmoins, par rapport à l'année 2015, on assiste à un regain d'intérêt pour les placements les plus liquides (Graphique 9) :

- la progression des dépôts à vue se poursuit, le coût d'opportunité de la détention de tels actifs étant nettement réduit par le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt à court terme ;
- les livrets d'épargne ont enregistré une collecte nette positive, avec un redressement des dépôts sur les livrets réglementés.

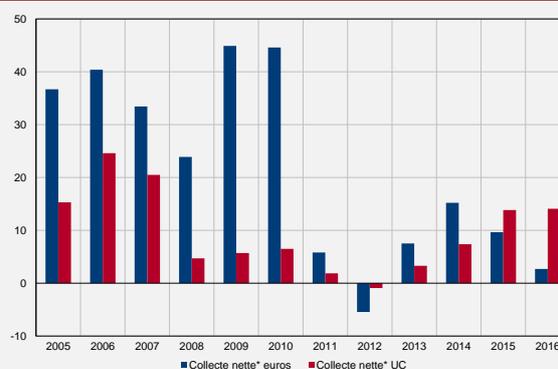
A contrario, les collectes nettes sur les plans d'épargne logement (PEL) et les supports en euros des contrats d'assurance-vie ont fléchi par rapport à leur rythme antérieur, dans un contexte de baisse de leur rémunération. S'agissant des contrats d'assurance-vie, la collecte s'est largement réorientée vers des supports en unités de compte (Graphique 10 et encadré sur l'assurance-vie ci-dessous).

Graphique 9 - Flux nets des principaux placements financiers des ménages hors titres, cumul sur 12 mois (en Md€)



Sources : Banque de France. Dernier point : avril 2017.

Graphique 10 - Collecte nette en assurance-vie sur les supports euros et unités de compte



Source : Fédération Française de l'Assurance, calculs DG Trésor. Dernier point : 2016.

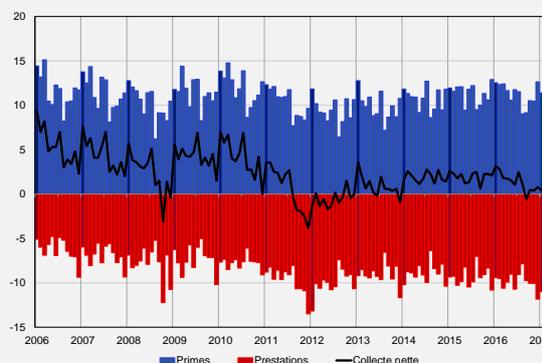
* Cotisations moins prestations.

Évolution de la collecte en assurance-vie

Un essoufflement de la collecte sur la deuxième moitié de l'année 2016

La collecte nette d'assurance-vie s'est établie à 16,8 Md€ en cumul annuel (champ FFA¹³) contre 23,5 Md€ fin 2015, soit une baisse de près de 30 %. Ce recul reflète une forte augmentation des prestations à partir de la fin de l'été 2016. Cette baisse de la collecte s'inscrit dans le contexte d'une diminution des rendements moyens des contrats d'épargne à capital garanti (« fonds euros ») et reflète la volonté des entreprises d'assurance de favoriser les contrats en unités de compte. Par ailleurs, les travaux législatifs portant sur la capacité du HCSF à prendre, en cas de crise et à l'échelle de l'ensemble du secteur de l'assurance, des mesures conservatoires jusqu'alors uniquement à la disposition de l'ACPR sur une base individuelle (voir chapitre 3) ont aussi pu alimenter les rachats réalisés par certains ménages.

Graphique 11 - Collecte mensuelle de contrats d'assurance-vie (en Md€)



Source : Fédération Française de l'Assurance. Dernier point : avril 2017.

Un rendement des fonds euros revu à la baisse en 2016

En écho aux appels répétés du HCSF et de l'ACPR à davantage de prudence dans la fixation des rendements des produits d'épargne, la diminution du taux de rendement offert sur les contrats en fonds euro a été plus nette en 2016, avec un rendement moyen estimé à 1,93 % par l'ACPR¹⁴. Cette évolution s'explique par la baisse du rendement des actifs détenus par les assureurs, mais aussi par une mise en réserve d'une partie des profits distribuables. Cette mesure de prudence devrait permettre aux assureurs de limiter leur perte de compétitivité par rapport à des placements de moins long terme en cas de remontée rapide des taux d'intérêt. En effet, une hausse brutale des taux ferait potentiellement peser des risques sur le modèle économique des fonds en euros si, ne disposant plus de réserves permettant de lisser dans le temps les rendements servis, les assureurs n'étaient plus en mesure de servir des rendements compétitifs. Or, les taux de marché semblent avoir amorcé une trajectoire de remontée, même si dans son ampleur actuelle, la hausse des taux observée depuis le mois de novembre 2016 ne semble pas de nature à perturber la stabilité de l'activité d'assurance vie.

Une réallocation des flux vers des unités de compte

Dans ce contexte, on observe aussi un renforcement des unités de compte (UC) dans les souscriptions nettes d'assurance-vie, dont la proportion dans la collecte nette est passée de 33 % en 2014 à 84 % en 2016 (respectivement de 16 % à 20 % sur la collecte brute). La seconde moitié de l'année 2016 a été marquée, pour la première fois depuis 2013, par une collecte nette en UC supérieure à la collecte nette en supports euros. Ainsi les encours des fonds euros ont augmenté d'environ 2 % entre fin 2015 et fin 2016 alors que dans le même temps l'encours des supports en unités de comptes a progressé de plus de 8 % (source FFA).

Outre une recherche accrue de rendement de la part d'une partie des épargnants, l'environnement de taux bas et l'impact prudentiel en norme Solvabilité II amènent également les assureurs à prendre des mesures pour limiter la collecte sur les fonds en euros et à favoriser la commercialisation d'UC ou à pousser les assurés à arbitrer leurs fonds vers ces supports sur lesquels le client porte le risque de marché.

¹³ Le champ de la Fédération Française de l'Assurance (FFA) couvre les sociétés d'assurance relevant du code des Assurances et les mutuelles d'assurances relevant du code de la Mutualité. Les données n'incluent pas la participation aux bénéfices.

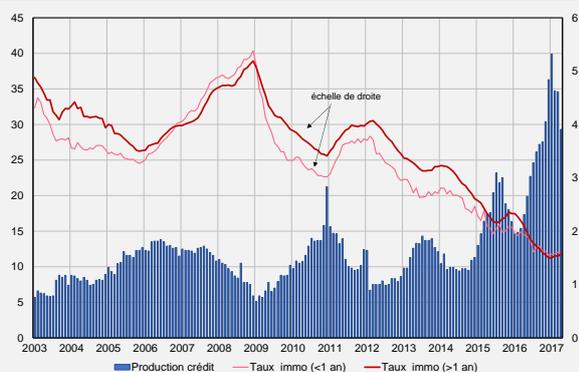
¹⁴ ACPR « Analyse des taux de revalorisation des contrats individuels d'assurance-vie en euros en 2016 », *Analyses et Synthèses*.

L'endettement des ménages poursuit son accélération en 2016

La production de crédits à l'habitat a nettement accéléré sur l'ensemble de l'année 2016 et atteint des records historiques (277 Md€ en 2016 dont 36 Md€ pour le seul mois de décembre, Graphique 12). Cette dynamique s'explique par une nouvelle vague exceptionnelle de rachats et renégociations de crédits immobiliers au cours de l'année : encouragées par la baisse continue des taux d'intérêt des nouveaux crédits (Graphique 12), ces opérations ont nettement augmenté sur l'ensemble de l'année 2016 et représentent 125 Md€ (Graphique 13).

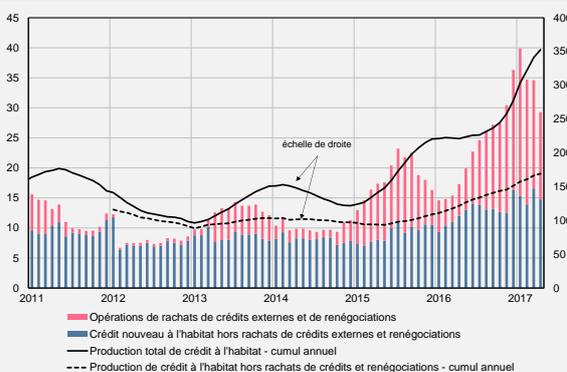
Mais la forte accélération de la production résulte également d'une reprise de la production directement attachée à des transactions immobilières, qui représente 152 Md€ en cumul sur l'année 2016, en ligne avec la reprise du marché immobilier dans l'ancien¹⁵ mais aussi dans le neuf, où l'activité repart fortement et la hausse des prix est encore plus marquée que dans l'ancien (voir encadré sur l'immobilier résidentiel). Dans ce contexte, la production mensuelle hors rachats et renégociations a retrouvé des niveaux historiquement élevés et contribue à ce que la croissance de l'encours, qui atteint pratiquement 1 000 Md€ en fin d'année, augmente fortement (+4,2 % en glissement annuel à fin 2016, Graphique 14).

Graphique 12 - Production de crédits à l'habitat aux ménages (y.c. rachats renégociations, en Md€) et taux d'intérêt



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

Graphique 13 - Production de crédits à l'habitat, avec décomposition des rachats de crédits externes et des renégociations (en Md€)



Source : Banque de France, calculs DG Trésor, estimation à partir des séries recouvrant la catégorie statistique des particuliers. Dernier point : avril 2017.

Graphique 14 - Encours de crédits aux ménages (en Md€)



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

Graphique 15 - Taux de croissance annuelle des crédits aux ménages en comparaison européenne



Sources : Banque de France et BCE, calculs Banque de France. Note : crédits aux ménages corrigés de la titrisation. Dernier point : avril 2017.

¹⁵ Redressement du volume des opérations immobilières depuis 2014 jusqu'à enregistrer en 2016 un plus haut historique, et inflexion à la hausse des prix en 2016 après quatre années d'érosion progressive.

Le crédit à la consommation (173 Md€ à fin 2016) a, quant à lui, connu une période de profonde mutation ces dernières années. Après une phase d'ajustement liée aux réformes mises en œuvre depuis 2010, la reprise du crédit à la consommation des ménages, amorcée mi-2014, se conforte en 2015 et 2016 : la croissance des encours en rythme annuel accélère sensiblement (+5,0 % à fin 2016, après +4,1 % à fin 2015, +2,2 % à fin 2014 et -2,0 % à fin 2013), bénéficiant de l'amélioration de la conjoncture économique. Parallèlement, les ménages ont pu bénéficier d'une baisse significative des taux d'intérêt sur les deux dernières années, d'une ampleur supérieure en France en comparaison européenne (1,51 % en France en avril 2017 sur les prêts immobiliers et 1,82 % en zone euro, contre respectivement 2,55 % et 2,47 % à fin 2014), allégeant de fait la charge d'intérêts des emprunteurs.

Dans l'ensemble, les flux d'emprunts totaux des ménages augmentent sensiblement en 2016 (+40,6 Md€, après +39,4 en 2015 ; +21,3 Md€ sur les quatre premiers mois de 2017) tout en restant encore inférieurs aux niveaux enregistrés avant la crise (+86,4 Md€ en 2007). En comparaison européenne, les crédits aux ménages conservent un rythme de croissance annuelle supérieur à celui des autres pays de la zone euro (Graphique 15).

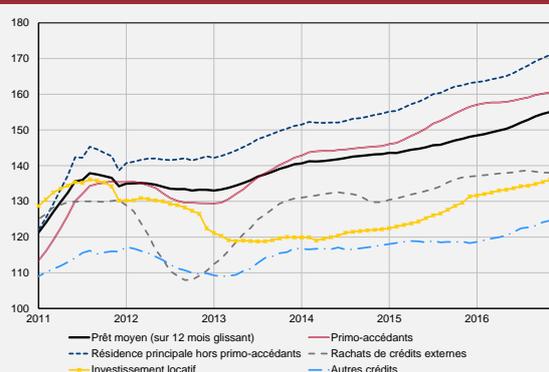
D'une manière générale, la situation financière des ménages français dans leur ensemble apparaît structurellement solide. L'augmentation des flux nets totaux de placements financiers reste supérieure à celle enregistrée sur les emprunts bancaires. Si l'endettement des ménages poursuit sa progression ininterrompue depuis le début des années 2000 pour atteindre 88,7 % du revenu disponible brut à fin 2016, les ménages français détiennent un patrimoine net financier qui représente 2,4 années de revenu disponible (comparable aux 2,4 pour la zone euro en 2016).

Le risque de crédit des ménages reste contenu

Le dynamisme de la production de crédits immobiliers traduit un recours à un effet de levier plus important de la part d'emprunteurs souhaitant tirer parti de la faiblesse du coût du crédit. Ainsi, le montant du prêt moyen (hors rachats) a augmenté de 3,6 % en 2016 pour atteindre 160 400€ (+21,9 % par rapport à 2012). Cette hausse s'est accompagnée d'une baisse de l'apport personnel des emprunteurs, autrement dit d'une progression du rapport entre le montant du prêt et la valeur du bien (*loan-to-value* – LTV) pour l'ensemble des catégories d'emprunteurs, le ratio moyen (hors rachats) atteignant 84,7 % en 2016, après 84,1 % en 2015. La hausse de la production immobilière – hors rachats et renégociations – est portée en 2016 par les primo-accédants (dont la part a progressé de 1,4 point par rapport à 2015 à 28,1 %) et par les propriétaires bailleurs (l'investissement locatif, dont la part dans la production annuelle hors rachats s'établit à 15,7 % fin 2016, a augmenté de 1,1 point sur un an). La part des prêts relais est également en légère hausse sur l'année, du fait d'un pic à l'été 2016 au moment où les taux étaient les plus bas, mais demeure à un niveau très en-deçà de celui observé en 2012.

De manière générale, la dette immobilière des ménages français repose sur une politique de distribution de crédit globalement prudente. En particulier, la prévalence des taux fixes protège les ménages du risque de remontée de taux, tandis que les critères d'octroi de prêts à l'habitat des banques françaises, fondés sur la solvabilité de l'emprunteur, permettent de contenir la charge de la dette pour la grande majorité des emprunteurs. En outre, les conditions de la production récente de crédits, et notamment la baisse des taux, ont permis de restaurer le pouvoir d'achat immobilier des ménages (voir encadré sur l'immobilier résidentiel).

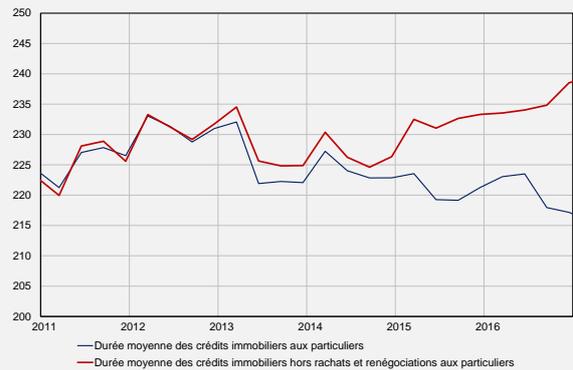
Graphique 16 - Montant moyen des prêts à l'habitat sur 12 mois glissants, en milliers d'euros



Source : ACPR. Dernier point : décembre 2016.

On assiste toutefois à une légère dégradation des pratiques d'octroi sur l'année 2016, et notamment au cours des trois premiers trimestres (enquête BLS de la Banque de France), avec une évolution à la hausse du montant moyen de prêt à l'habitat plus rapide que celle des revenus. Ceci se traduit par une forte poussée du montant de prêt rapporté au revenu depuis début 2014 : ce ratio a augmenté de 7,7 % sur un an pour atteindre 4,7 ans en décembre 2016, soit un point haut depuis janvier 2011. Cette augmentation résulte de l'allongement de maturité permis par la baisse des taux (Graphique 17). Cependant, malgré la baisse des taux d'intérêt, qui contribue à alléger la charge de la dette des nouveaux emprunteurs, le taux d'effort financier moyen¹⁶ à l'octroi apparaît en légère hausse en 2016 (29,6 % contre 29,4 % en 2015), quoiqu'en-deçà des niveaux atteints en 2011. Par ailleurs, si les paramètres moyens de la production connaissent certaines dérives, les pratiques les plus à risque ne semblent pas se généraliser de manière trop marquée en 2016¹⁷.

Graphique 17 - Durée moyenne des crédits immobiliers aux particuliers



Source : Banque de France. Dernier point : T4 2016.

Comme en 2015, la vague de rachats et renégociations a permis à de nombreux emprunteurs de réduire le coût de leur dette contractée dans le passé. Au niveau agrégé, sur l'ensemble de la population, on observe une diminution du ratio de service de la dette des ménages français en 2016 (Graphique 18). Les ménages français affichent toutefois un niveau de charge de la dette immobilière relativement élevé en comparaison avec leurs voisins européens (Graphique 19) ; la charge de la dette totale demeure toutefois relativement plus faible qu'à l'étranger pour les ménages modestes (Graphique 20).

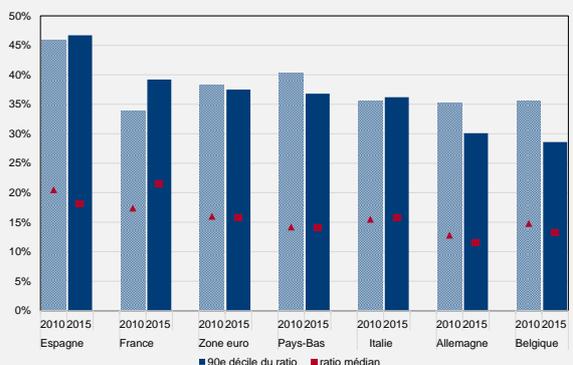
Graphique 18 - Ratio du service de la dette des ménages français, en % du RDB



Sources : Banque Centrale Européenne, INSEE, Banque des Règlements Internationaux ; calculs Banque de France. Dernier point : T4 2016.

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

Graphique 19 - Poids de la charge de la dette immobilière par rapport au revenu des ménages ayant un prêt à l'habitat

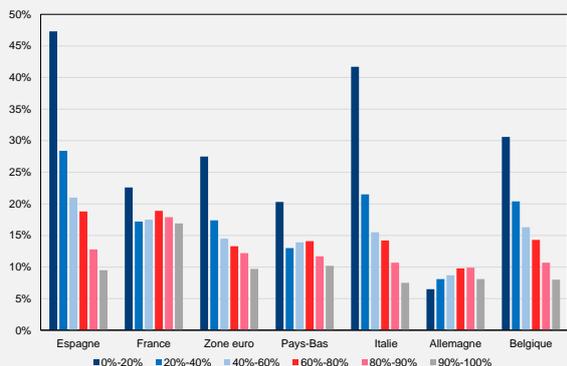


Source : Banque Centrale Européenne, *Household Finance and Consumption Survey*, 2010 pour la première vague et 2014-2015 pour la deuxième vague.

¹⁶ Défini comme le rapport de la dépense des remboursements des charges financières d'un ménage à son revenu

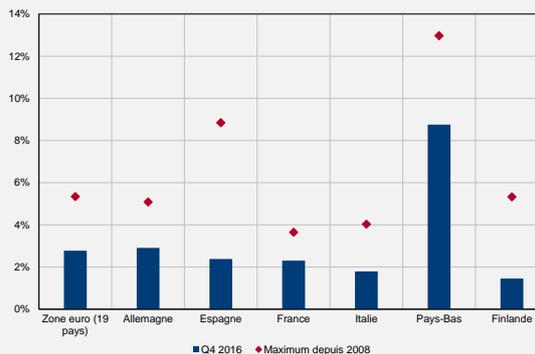
¹⁷ Un panorama complet des pratiques d'octroi des prêts à l'habitat des ménages sur l'année 2016 sera disponible dans l'enquête annuelle sur le financement à l'habitat précitée, dont la publication est prévue en juillet 2017.

Graphique 20 - Poids de la charge de la dette par rapport au revenu des ménages ayant un prêt, par quantile de revenus (2015)



Source : Banque Centrale Européenne, *Household Finance and Consumption Survey*, 2015.

Graphique 21 - Charges d'intérêt des ménages, en % du RDB

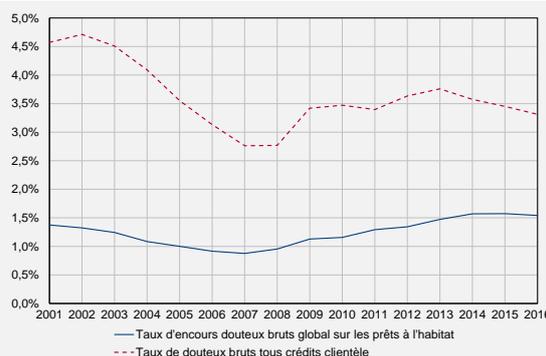


Sources : Banque Centrale Européenne, Eurostat. Dernier point : T4 2016.

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

Enfin, selon des données provisoires de l'ACPR, la sinistralité sur les prêts à l'habitat des ménages, qui progressait depuis la crise financière, enregistre en 2016 un repli de 3 points de base à 1,54 %. De plus, le taux des encours douteux des crédits à l'habitat reste faible comparativement à celui observé sur l'ensemble des crédits à la clientèle non bancaire (3,31 %). Quant au coût du risque, il demeure contenu, à un peu moins de 6 points de base à fin 2016 contre une moyenne de 14,1 points de base pour l'ensemble de l'activité des banques concernées. *In fine*, malgré un recours accru à l'emprunt en 2016, le niveau de dette des ménages reste soutenable et porté par un public d'emprunteurs ayant, dans l'ensemble, la capacité de faire face à leurs engagements de remboursement.

Graphique 22 - Poids des encours douteux dans l'encours des crédits à l'habitat aux ménages



Source : ACPR. Dernier point (provisoire) : 2016.

Les statistiques du surendettement font ainsi état d'une amélioration de la situation. En diminution de 6 % en 2015, le nombre de dossiers déposés poursuit son recul en 2016 avec une baisse de 11 % du nombre de saisines sur l'année par rapport à 2015 (194 194 dossiers contre 217 302 en 2015).

Évolution du marché immobilier résidentiel

Le redémarrage de l'activité se confirme en 2016

Après une phase d'ajustement entre 2012 et 2014 avec une contraction du volume des opérations et une baisse continue et graduelle des prix, l'activité du marché immobilier résidentiel s'est progressivement redressée au cours de l'année 2015 et la reprise s'est confirmée en 2016.

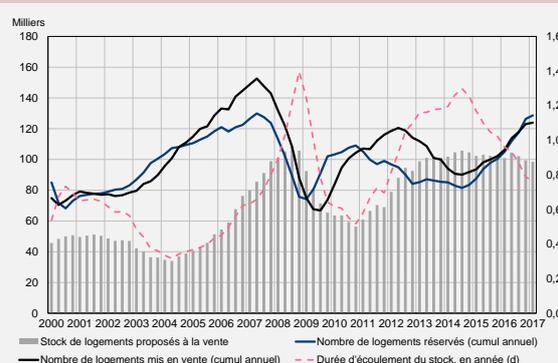
Le nombre de transactions de logements anciens a accéléré pour atteindre près de 850 000 à fin 2016, dépassant les niveaux observés entre 2000 et 2007 (+6 % sur un an – Graphique 23) ; l'amélioration s'est également observée sur le marché du neuf avec une progression des ventes de logements neufs aux particuliers (+26 % en 2016 par rapport à 2015 sur le secteur de la promotion, Graphique 24).

Graphique 23 - Volume de transactions des logements anciens en France



Source : CGEDD d'après DGFIP et bases notariales.
Dernier point : avril 2017.

Graphique 24 - Mises en vente et réservations de logements neufs (auprès de promoteurs)



Sources : enquête ECLN, SOeS, MTES, calculs DG Trésor. Dernier point : T1 2017. Champ : permis de 5 logements et plus destinés à la vente aux particuliers.

La durée d'écoulement du stock est calculée comme le ratio des stocks (cumul annuel) sur le nombre de logements réservés sur l'année glissante.

La baisse des taux d'intérêt a contribué au rétablissement du pouvoir d'achat immobilier

Dans ce contexte de reprise des transactions, les prix des logements sont repartis à la hausse depuis le 3^e trimestre 2015. L'inflexion observée sur les prix, qui s'est amplifiée au cours de l'année 2016 (+1,5 % sur les prix des logements anciens), marque la fin de l'ajustement qui était en cours jusqu'au 1^{er} semestre 2015. Les risques liés au niveau des prix immobiliers résidentiels français apparaissent contenus :

- le marché du crédit à l'habitat français repose sur des pratiques d'octroi de prêt prudentes, déterminées par la capacité des ménages emprunteurs à rembourser leur emprunt (cf. *supra*) ;
- les taux d'intérêt des prêts à l'habitat ont sensiblement baissé depuis la crise, jouant à la hausse sur la capacité d'achat des ménages qui s'était érodée avec la hausse des prix avant la crise. À titre illustratif, le taux d'effort d'une acquisition standardisée d'un bien financé par emprunt est actuellement au même niveau qu'à la fin des années 1990 (Graphique 25)¹⁸.

Afin d'apprécier le rôle joué par l'évolution des conditions d'octroi de crédit, il est possible de décomposer les évolutions de la capacité d'achat¹⁹ des ménages en fonction de ses principaux déterminants : taux d'apport, revenu moyen, taux d'effort financier²⁰, taux d'intérêt et maturité

¹⁸ Lalliard, A., Détecter autrement les tensions sur le marché immobilier résidentiel, Bulletin de la Banque de France n°210

¹⁹ Pour plus de détail sur la méthodologie, voir rapport annuel du Corefris de 2011.

²⁰ Poids du remboursement du crédit immobilier dans le revenu de l'emprunteur. Les établissements de crédit ont adopté une norme de place, selon laquelle l'ensemble des remboursements de crédits ne doit pas excéder, de façon générale, le tiers des revenus de l'emprunteur.

(Graphique 26). De cette analyse, il ressort que la capacité d'achat des ménages emprunteurs (c'est-à-dire l'évolution du montant moyen emprunté par opération²¹) a été préservée au prix d'une évolution des conditions de financement (augmentation des maturités, augmentation du taux d'effort et réduction du taux d'apport). Par ailleurs, dans la mesure où la capacité d'achat a évolué de manière moins dynamique que les prix, les ménages ont, malgré un effort financier accru, dû faire des concessions sur la qualité des biens (surface ou localisation) et/ou la population des accédants a pu se déformer au fil du temps.

Entre 2008 et 2015, la capacité d'achat est restée globalement stable, soutenue principalement par la baisse des taux. L'érosion des prix a permis de rétablir progressivement le pouvoir d'achat. En 2016, la baisse des taux a plus que compensé la légère accélération des prix de sorte que l'écart qui existait entre l'évolution de la capacité d'achat et l'évolution des prix depuis 2003 a été résorbé (correspondant au fait que le pouvoir d'achat des ménages est bien revenu à son niveau de 2003).

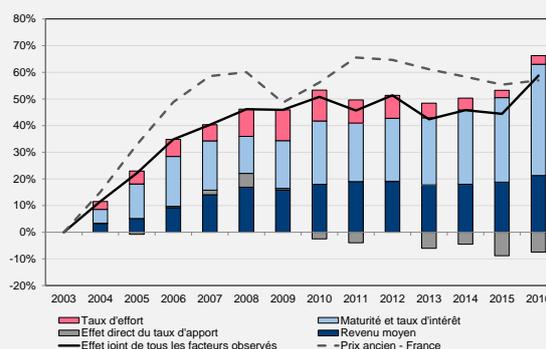
Deux types de facteurs d'augmentation peuvent être dissociés : des facteurs qui tendent à réduire le risque de crédit, comme l'augmentation du revenu et du taux d'apport ; des facteurs comme l'augmentation du taux d'effort ou l'allongement de la maturité (à taux d'intérêt constant) qui l'amplifient. Le statut du taux d'intérêt est moins clair : sa baisse induit une diminution du coût du crédit (et donc celui du risque), mais autorise également un allongement de maturité à coût du crédit constant.

Graphique 25 - Taux d'effort d'une acquisition standardisée d'un bien financé par emprunt, aux prix et conditions de marché (en % du RDB)



Sources : Banque de France, INSEE ; calculs Banque de France, sous l'hypothèse d'un achat d'une surface fixe de 50 m², pour un taux d'apport nul et une maturité constante de 20 ans. Dernier point : T4 2016.

Graphique 26 - Évolution de la capacité d'achat immobilière



Sources : Insee, Banque de France, ACPR ; calculs DG Trésor. Dernier point : 2016.

²¹ Evolution des montants moyens empruntés compte tenu de l'évolution des conditions moyennes observées sur le marché (taux, maturité, apport initial et taux d'effort).

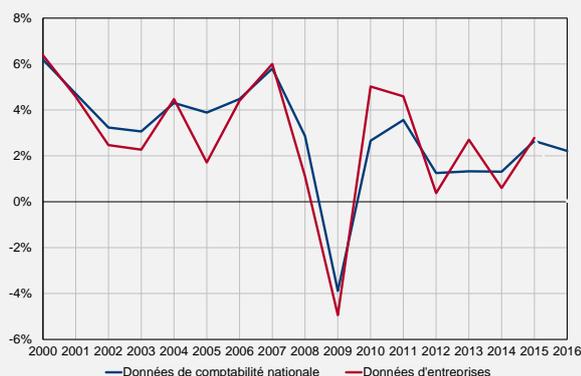
B. Entreprises

Les données 2015 ainsi que les premiers signes pour 2016 témoignent d'une amélioration des comptes des SNF dans leur ensemble mais aussi d'une montée importante de l'endettement, en particulier dans les grandes entreprises

Après un ralentissement sur la période de 2012 à 2014, la création de richesse des SNF, mesurée par la progression de leur valeur ajoutée (VA), a sensiblement accéléré en 2015 (B.Graphique 27). Les données de comptabilité d'entreprises permettent de calculer une croissance de la valeur ajoutée de +2,8 % cette année-là, largement supérieure à la moyenne des trois années précédentes (+1,2 %). Cette bonne tenue se confirme pour toutes les tailles d'entreprise, et en particulier pour les plus grandes (+3,8 %). Les données de comptabilité nationale indiquent que la croissance de la VA serait globalement similaire en 2016.

Dans le même temps, l'excédent brut d'exploitation (EBE) a également augmenté par rapport à 2014. D'après la comptabilité d'entreprise, le taux de marge s'est amélioré en 2015 et atteint son niveau le plus élevé depuis 2011, et ce pour toutes les tailles d'entreprise (B.Graphique 29 et B.Graphique 30). Ainsi en 2015, le taux de marge des SNF s'est établi pour les petites et moyennes entreprises (PME) à 21,3 % de la valeur ajoutée, à 24,1 % pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et 24,8 % pour les grandes entreprises (GE). Ces chiffres témoignent d'une hétérogénéité des situations entre entreprises de tailles différentes, avec des niveaux voire des évolutions de taux de marge assez disparates. Il est à noter qu'une hétérogénéité des marges et des structures financières existe également au sein de ces catégories.

Graphique 27 - Taux de variation de la valeur ajoutée (en %)



Sources : Insee, BdF FIBEN. Derniers points : 2015 et 2016.

Graphique 28 - Taux de variation de la valeur ajoutée par taille d'entreprise (en %)



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

Graphique 29 - Taux de marge des SNF (en % de la VA)



Sources : Insee, Banque de France FIBEN. Derniers points : 2015 et 2016.

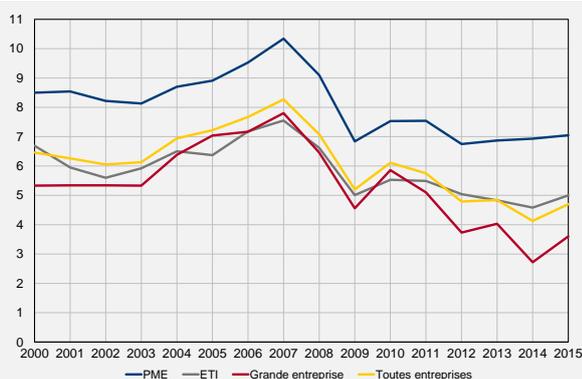
Graphique 30 - Taux de marge des SNF par taille d'entreprise (en % de la VA)



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

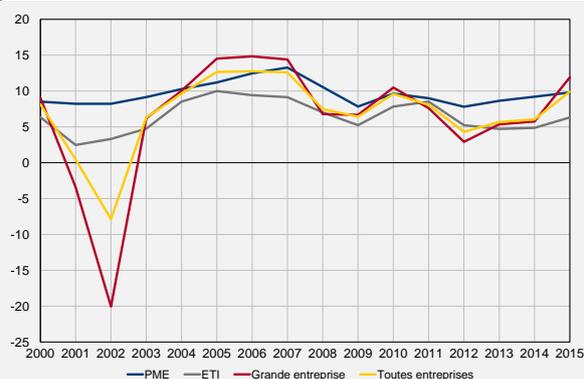
Bien qu'en deçà de son niveau d'avant crise, la rentabilité économique a ainsi progressé en 2015, pour atteindre 4,7 % (Graphique 31). Cette hausse concerne toutes les tailles d'entreprise. Il en est de même pour la rentabilité financière, même si celle-ci est avant tout tirée par la progression de la rentabilité financière des GE (Graphique 32).

Graphique 31 - Rentabilité économique (excédent net d'exploitation²² / capital d'exploitation), en %



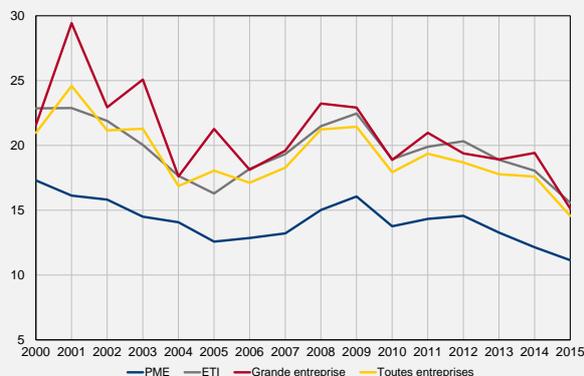
Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

Graphique 32 - Rentabilité financière (capacité nette d'autofinancement / capital d'exploitation), en %



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

Graphique 33 - Poids des intérêts dans le résultat brut



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

Le lien entre l'évolution de la rentabilité économique et celle de la rentabilité financière provient notamment de la décroissance de la charge d'intérêt des SNF depuis 2011 (Graphique 33). Sous l'effet de la baisse du coût de l'endettement, et malgré la progression des encours d'endettement (*cf. infra*), les charges d'intérêt ont diminué depuis 2012, et ce pour toutes les tailles d'entreprise. La capacité d'autofinancement a donc progressé sur la même période, augmentant par la même occasion la capacité d'endettement des SNF. La forte progression de la capacité d'autofinancement des GE coïncide d'ailleurs avec la baisse plus marquée du poids de leurs charges d'intérêt par rapport aux autres tailles d'entreprise.

Le redressement récent des marges s'inscrit dans un contexte d'amélioration du climat des affaires, comme le montrent de nombreux indicateurs conjoncturels. À titre d'exemple, les enquêtes menées par la BCE permettent d'étayer ces constats pour les PME françaises en ce qui concerne le coût du travail, les charges d'intérêt, le chiffre d'affaires ou les profits (Graphique 34). Pour chacun de ces indicateurs, on constate une amélioration générale sur les dernières années. De même, l'indice de climat des affaires a progressé en mai dernier pour atteindre son plus haut niveau depuis près de 6 ans.

²² L'excédent net d'exploitation correspond à l'EBE diminué des amortissements comptables.

Graphique 34 - 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. Calculs DG Trésor. Dernier point : S2 2016.

Graphique 35 - Nombre de défaillances cumulé sur douze mois



Source : Banque de France. Dernier point : avril 2016

Dans le même temps, les défaillances d'entreprises²³ recensées par la Banque de France sont en fort recul sur la période récente (Graphique 35). La forte baisse constatée durant toute l'année 2016 a permis d'effacer une partie de la forte augmentation des défaillances constatées dans le sillage de la crise et d'atteindre, début 2017, le nombre de 57 000 défaillances cumulées sur un an pour la première fois depuis 2008. D'une moindre ampleur, le recul des défaillances pour les entreprises hors TPE se vérifie également depuis la mi-2015.

Des incertitudes persistent quant à l'orientation récente de l'investissement des SNF. Les données de comptabilité d'entreprise mettent en lumière une diminution du taux d'investissement en 2015 (-8,3 %). Toutefois, il serait globalement stable à la même période, et en hausse en 2016 d'après les données de comptabilité nationale, ce qui est cohérent avec les évolutions conjoncturelles observées et anticipées par l'Insee. De manière générale, le taux d'investissement des SNF françaises a moins reculé ces dernières années que dans les pays voisins, ce qui explique probablement leur moindre désendettement ; et ce malgré les capacités d'autofinancement qu'elles ont dégagées. Ainsi, les crédits d'investissement, ainsi que les titres de dette de moyen et long terme ont-ils été particulièrement dynamiques en 2016.

Graphique 36 - Crédits d'investissement et endettement de marché de moyen et long terme



Source : Banque de France. Dernier point : avril 2016. Les données d'encours sont en pointillés

²³ Dans les publications de la Banque de France, le concept de défaillances couvre les redressements et les liquidations judiciaires en date de jugement, mais pas les procédures de sauvegarde (qui ne donne pas lieu au dépôt d'une déclaration de cessation de paiement).

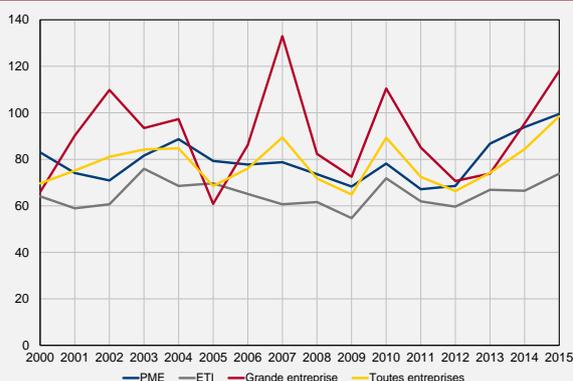
Il est à noter que la progression de ce type de crédit et de ces titres peut être liée à celle des investissements financiers – et notamment des rachats d’entreprises – qui ne sont pas inclus dans la mesure de l’investissement en comptabilité nationale. Ce phénomène a pu contribuer à l’augmentation des besoins de financement des entreprises, et donc de leur endettement, en particulier pour les plus grandes entreprises (à ce sujet, voir le bulletin 206 de la Banque de France sur la situation des plus grands groupes français). Pour les 80 plus grands groupes, en 2016, le flux lié aux acquisitions d’immobilisations financières est en progression de 57 % en glissement annuel²⁴.

Graphique 37 - Taux d’investissement (investissement / VA)



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

Graphique 38 - Taux d’autofinancement (autofinancement / investissement)

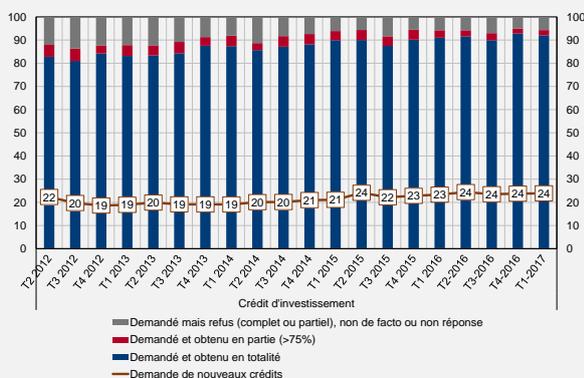


Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

Dans un contexte d’accès et de taux favorable, la dynamique d’endettement des entreprises accélère

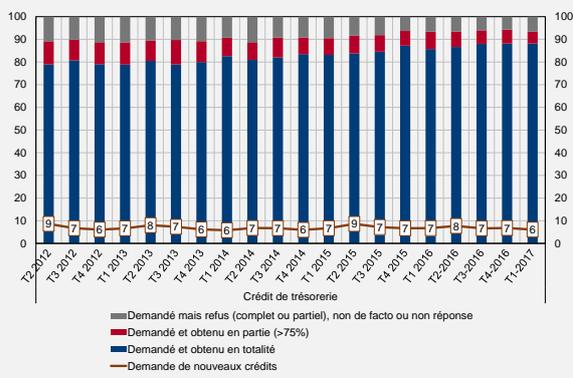
Portée par de bonnes conditions d’accès et de taux, la demande de nouveaux crédits des entreprises reste élevée sur les derniers trimestres. À fin 2016, l’indicateur publié par la Banque de France sur l’octroi des crédits aux PME (à savoir le pourcentage des demandes de crédit ayant été satisfaites totalement ou pour au moins 75 % de leur montant) a atteint son maximum, tant pour les crédits de trésorerie (94 %) que pour les crédits d’investissement (95 %) (Graphique 39 et Graphique 40). Bien qu’en léger retrait au premier trimestre 2017, ces indicateurs issus des enquêtes qualitatives témoignent d’une bonne tenue de l’accès au crédit par les entreprises en France, et en particulier pour les PME.

Graphique 39 - Demande et obtention de nouveaux crédits d’investissement par les PME (%)



Source : Banque de France. Dernier point : T1 2017.

Graphique 40 - Demande et obtention de nouveaux crédits de trésorerie par les PME (%)



Source : Banque de France. Dernier point : T1 2017.

²⁴ Source : Bulletin de la Banque de France, Novembre-Décembre 2016, p. 49

La publication la plus récente de l'enquête SAFE par la BCE illustre la forte demande de financements extérieurs par les PME françaises, qui est proche du pourcentage maximal constaté dans les pays de la zone euro (Graphique 41). Symétriquement, le pourcentage de PME françaises qui ne sollicitent pas de financements extérieurs car elles disposent de fonds suffisants est parmi les plus bas de la zone euro (Graphique 42). Par ailleurs, dans cette même enquête, l'accès au financement est considéré comme le problème le moins important auquel les PME françaises sont confrontées.

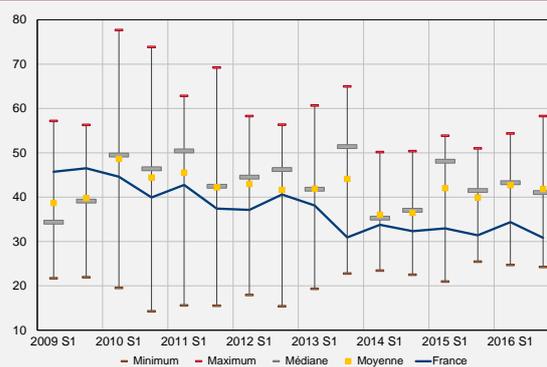
Graphique 41 - Pourcentage des PME françaises et de la zone euro ayant demandé un financement externe durant les six derniers mois



Note de lecture : Au 2^{ème} semestre 2016, 41,5 % des PME françaises interrogées ont sollicité un financement externe durant les six derniers mois, ce qui correspond au pourcentage maximal pour un pays de la zone euro. En moyenne, les PME de la zone euro sont 27,0 % à avoir demandé un tel financement. Le pourcentage minimal est de 13,2 %, constaté aux Pays-Bas.

Source : BCE, enquête SAFE. Dernier point : S2 2016.

Graphique 42 - 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 2^{ème} semestre 2016, 30,8 % 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 de la zone euro sont 41,9 % dans ce cas. Le pourcentage minimal est de 24,3 % (constaté en Grèce) et le pourcentage maximal de 58,3 % (constaté aux Pays-Bas).

Source : BCE, enquête SAFE. Dernier point : S2 2016.

Dans le même temps, et notamment portés par la politique accommodante de la BCE, les taux des crédits facturés aux entreprises ont fortement diminué depuis 2011 : le coût du crédit a ainsi atteint un plus bas historique à 1,4 % à fin 2016. Même si les taux facturés décroissent avec la taille de l'entreprise, ce coût moyen est proche de celui facturé aux PME, également aux alentours de 1,4 % à fin 2016. Les GE ont, quant à elles, vu leurs conditions de taux descendre sous la barre symbolique de 1,0 %. Les ETI se trouvent dans une situation intermédiaire avec un coût du crédit compris entre 1,2 et 1,3 % en moyenne à la fin 2016 (contre 2,7 % à fin 2011). Le coût du crédit pour les TPE est plus élevé, à 1,8 % en moyenne à fin 2016.

Le coût du financement par le marché, qui concerne les plus grandes entreprises, a suivi la même tendance à la baisse, passant sous le taux des crédits bancaires durant l'année 2013. Après le plus bas historique d'août 2016 (0,6 %), ce coût a repris une dynamique légèrement haussière lors des derniers mois pour atteindre environ 1 % en mars 2017.

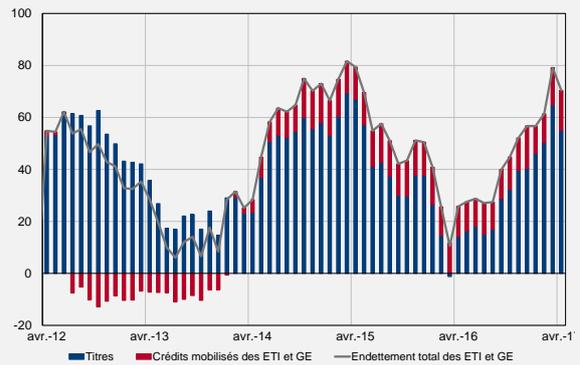
Autre conséquence détaillée précédemment, le poids de la dette mesuré par le montant des intérêts payés dans l'excédent brut global (EBG) a baissé dans les comptes des entreprises pour s'établir à 14,6 % en 2015, après 19,4 % en 2011. Cette baisse fut moins importante (de 14,3 % à 11,1 %) pour les PME que pour les plus grandes entreprises (ETI et GE), mais le poids des intérêts qu'elles supportent reste plus faible que pour les autres catégories (*cf. supra*).

Graphique 43 - Coût de financement par dette des SNF



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

Graphique 44 - Financement des GE et des ETI : flux nets cumulés sur 12 mois (en Md€)



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

Dans ce contexte, l'endettement total (crédit bancaire et endettement obligataire) des SNF s'établit à 1 536 Md€ en mars 2017, en hausse de 7,5 % (en glissement annuel). Les encours de crédit bancaire (927 Md€) progressent à un rythme soutenu (5,3 % en glissement annuel). Globalement stables sur les derniers mois, la croissance annuelle des encours de crédits des PME et ETI s'établit respectivement à 3,1 % et +2,6 % en mars 2017. À l'inverse, la progression des encours de crédits mobilisés par les GE accélère assez fortement sur la période récente (8,0 % en glissement annuel en mars). Elles bénéficient aussi du faible coût de la dette de marché, dont les encours progressent très fortement sur la dernière année. Ainsi, si la dette des entreprises reste dominée par le crédit bancaire, la part des titres de créances est en croissance régulière, portée par la forte accélération des encours de titres (11,0 % en glissement annuel en mars pour atteindre 609 Md€).

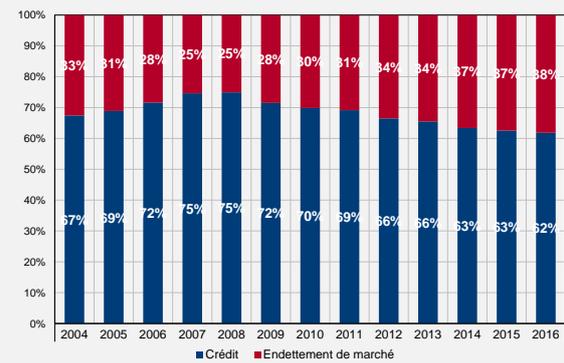
Cette forte croissance conduit à la poursuite du rééquilibrage – entamé au sortir de la crise – du *mix* d'endettement des SNF entre crédits et titres de marché. La part des titres dans l'endettement des SNF atteint ainsi 38 % à fin 2016, contre 62 % pour les crédits.

Graphique 45 - Crédit par catégorie de SNF



Sources : Banque de France. Dernier point : avril 2017.

Graphique 46 - Évolution de la structure d'endettement des SNF



Source : Banque de France. Dernier point : 2016

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. 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, 128,5 % du PIB à fin 2016) 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 (BIS). 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 dettes contractées 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 crédits 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 niveau d'imposition.

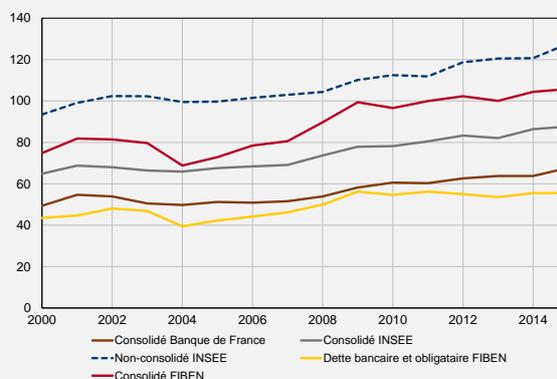
La dette des SNF consolidée à l'échelle du secteur constitue une mesure restreinte de l'endettement des SNF qui permet de contourner le problème du double comptage. Sur le principe, elle vise à exclure totalement les crédits effectués entre SNF du calcul du taux d'endettement total des SNF.

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 : 90,1 % du PIB à fin 2016) 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 crédits au passif des SNF la totalité des crédits à l'actif des SNF, à tous les secteurs, y compris le reste du monde. Cette mesure ne nécessite pas de disposer de données « de qui à qui ».

Graphique 47 - Mesures de du taux d'endettement des SNF (% du PIB)



Sources : Insee, Eurostat, Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015

- La troisième (consolidation Banque de France – fin 2016 : 71,3 % du PIB) comptabilise uniquement les crédits qui figurent à l’actif des établissements de crédit de crédits résidents et non-résidents. Ce mode de calcul élimine l’ensemble des crédits contractés entre SNF.

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 (fin 2016 : 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** (55,7 % du PIB à fin 2015), mesure restreinte pour lequel la consolidation à l’échelle du groupe n’est pas nécessaire ;
- **l’endettement financier brut des SNF** (105,8 % du PIB à fin 2015), 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 €, SARL dont le capital est inférieur à 30 500 €, etc.).

Dans le même temps, la progression des fonds propres permet une amélioration de la structure financière des PME et des ETI

Outre la progression de la capacité d’autofinancement et la diminution du poids des intérêts, un autre signe de l’amélioration de la structure financière des PME et des ETI provient de l’augmentation de leurs fonds propres (Graphique 49). Cette augmentation est continue depuis 2013 pour les PME (d’environ 7 % par an en moyenne), et a été particulièrement importante pour les ETI en 2015 (7,7 %). Comme les années précédentes, l’accumulation des résultats constitue la source principale des fonds propres des SNF, en particulier en ce qui concerne les PME et les ETI. Jusqu’en 2015, l’apport de capitaux externes n’a que faiblement contribué à cette progression des fonds propres. En 2016, le coût des fonds propres des SNF cotées en France a fortement décru et, même s’il reste sensiblement plus élevé que pour le financement par dette (Graphique 48).

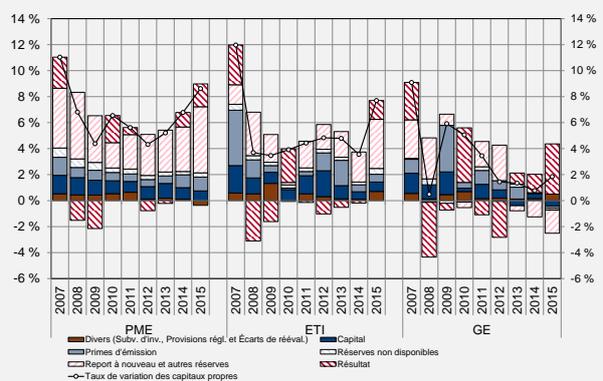
Plus atypique, le comportement récent des GE ne semble pas participer de cette amélioration de la structure bilancielle des SNF : leurs fonds propres ont continûment diminué de 2010 à 2014, et la progression enregistrée en 2015 a été moindre que celle de l’endettement, ce qui a conduit à la forte hausse de leur taux d’endettement financier (Graphique 50). Ainsi, entre 2011 et 2015, le poids des capitaux propres dans le total du bilan a augmenté pour les PME (de 34,8 % à 37,2 %) et les ETI (de 29,2 % à 31,5 %), alors qu’il a diminué pour les GE (de 31,9 % à 28,0 %).

Graphique 48 - Coûts de financement des SNF : fonds propres et dette



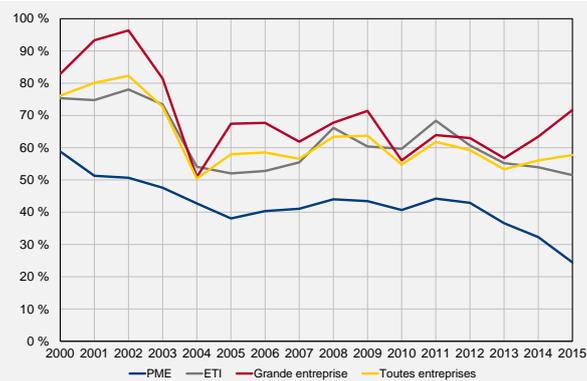
Sources : Banque de France, Thomson Reuters Financial DataStream, Insee, calculs DG Trésor. Dernier point : avril 2017.

Graphique 49 - Ventilation de la variation des capitaux propres



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015.

Graphique 50 - Taux d'endettement financier net²⁵



Source : Banque de France FIBEN. Dernier point : 2015

²⁵ Endettement financier net / capitaux propres appelés.

Ch.3 Agents financiers

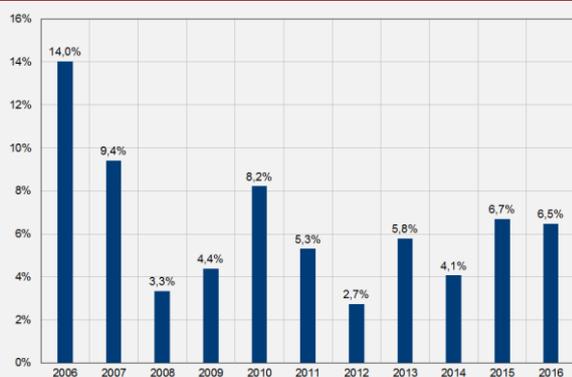
A. Banques

A.1. Des résultats contrastés pour les banques françaises

Sur l'ensemble de l'année 2016, les six principaux groupes bancaires français²⁶ affichent un résultat net part du groupe cumulé de 24,3 Md€. Ce résultat est en légère hausse par rapport à l'année 2015 (+3,1 %) malgré une contraction du produit net bancaire (PNB) (-0,3 %) ainsi qu'une hausse des frais de gestion (+1,2 %). Le coefficient d'exploitation se dégrade en conséquence et augmente d'un 1 point à 67,5 %. La reprise économique permet au secteur d'afficher un coût du risque substantiellement en baisse (-20 %). Ramené au total d'actifs, ce dernier poursuit donc sa diminution sans discontinuité depuis 2011.

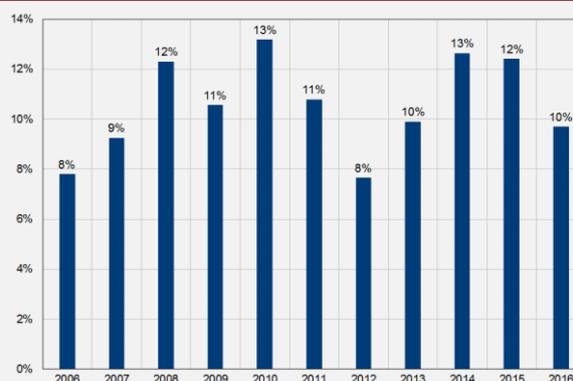
Le rendement sur fonds propres (*Return on Equity* ou RoE) dégagé par les groupes bancaires français reste quasi-stable (6,5 % – Graphique 51). En comparaison, le coût des fonds propres (*Cost of Equity* ou CoE) qui traduit le rendement exigé par les investisseurs sur les marchés financiers se réduit de 2 points en 2016 (10 % – Graphique 52) mais continue de se situer au-dessus du RoE. Nonobstant les défauts associés à la méthodologie d'estimation du CoE, cet écart négatif peut refléter : (i) la difficulté pour les investisseurs d'apprécier la valorisation des banques ; (ii) les incertitudes sur la réglementation (finalisation de Bâle III) et (iii) les modèles d'affaire qui peuvent influencer sur la capacité des banques européennes à générer des résultats. La persistance d'un tel écart pourrait engendrer un cercle vicieux dans lequel la hausse du coût de financement compliquerait le redressement de la rentabilité des établissements, ce qui alimenterait encore la défiance des investisseurs.

Graphique 51 - *Return on Equity* des principales banques françaises



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

Graphique 52 - *Cost of equity* des principales banques françaises



Source : Reuters, calculs DG Trésor. L'échantillon de cette estimation comporte BNPP, SG, CASA et Natixis. Les données affichées sont des moyennes annuelles. Voir *ECB Financial Stability Review* de Mai 2015 pour la méthodologie.

Comme l'année précédente, les revenus de la banque de détail en France ont continué de souffrir de l'effet de l'environnement de taux bas et de l'aplatissement de la courbe des taux, qui compriment les marges nettes d'intérêt des établissements de crédit. Le PNB de la banque de détail française a reculé pour tous les principaux groupes en 2016 (-3,3 %). En parallèle, les revenus tirés des frais et commissions ont été stables. De la même manière, les résultats de l'activité de détail internationale, bien qu'en hausse, ont également été sous pression. Malgré un fort regain de volatilité au cours du 1^{er} semestre (notamment lié aux secteurs de l'énergie et des matières premières puis au Brexit), les revenus de la banque de financement et

²⁶ 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 à fin 2016, voir « ACPR Analyses et Synthèses – La situation des grands groupes bancaires français à fin 2016 ».

d'investissement et les financements spécialisés ont légèrement progressé en 2016, soutenus par un redressement des anticipations quant à la reprise économique mondiale et la remontée des taux sur le marché obligataire à partir de septembre 2016, mais ont été hétérogènes entre banques. De même, les revenus de l'activité de gestion d'actifs et d'assurance ont été quasiment stables, la faiblesse de la première ayant été compensée par la bonne tenue de la seconde. Dans ce contexte, seuls les financements spécialisés se distinguent avec une progression du produit net bancaire (PNB) de 3,4 %.

L'année 2016 a mis en exergue les défis auxquels va devoir face la banque de détail (voir encadré). Bien que la récente remontée des taux ait un effet positif à terme sur les revenus tirés de la transformation de maturité, leur niveau toujours relativement bas continue de peser sur la rentabilité de cette ligne d'activité. A ces facteurs cycliques s'ajoutent également des évolutions plus structurelles dans le secteur, à savoir la digitalisation et la concurrence de nouveaux acteurs non-bancaires.

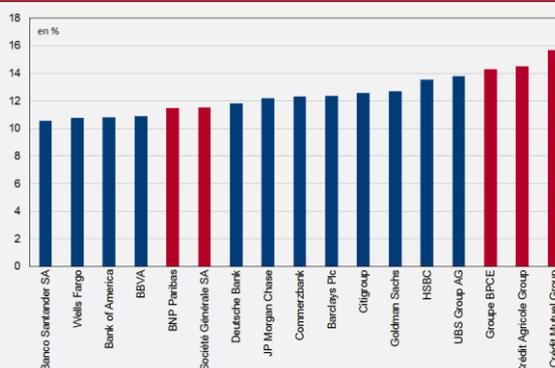
Comme en 2015, les principales banques françaises ont encore renforcé leur solvabilité au cours de l'année 2016. En amont de l'entrée en vigueur des exigences de capital de Bâle 3, elles satisfont déjà l'exigence de ratio CET1, avec des ratios de solvabilité Bâle 3 *fully loaded* compris entre 11,5 et 15,7 % (13,2 % au niveau agrégé en hausse de 60 pb – Graphique 53 et Graphique 54) fin décembre 2016. Cette amélioration de la solvabilité des banques françaises reflète tout d'abord une progression continue de leurs fonds propres, à travers notamment la mise en réserve régulière d'une part importante de leurs résultats, ainsi qu'une progression maîtrisée des risques pondérés. Cette augmentation de leurs fonds propres a également permis aux banques françaises d'afficher fin 2016 des ratios de levier supérieurs à 4 %, en hausse par rapport à fin 2015 (entre 4,2 % et 6,1 % pour les six principales banques françaises).

Graphique 53 - Évolution du ratio de fonds propres CET1 (Bâle 3 complet) des principales banques françaises



Source : ACPR « Analyses et Synthèses - la situation des grands groupes bancaires français à fin 2016 »

Graphique 54 - Ratio de solvabilité fin 2016 (CET1, Bâle 3 complet)



Source : publications officielles et communiqués de presse des banques, au 31 décembre 2016.

A.2. Les banques françaises continuent d'améliorer leur situation de liquidité et continuent d'afficher un bilan de bonne qualité

Dans le prolongement des années précédentes, les établissements nationaux ont continué de limiter leur recours aux marchés *wholesale* de court-terme et poursuivi leurs efforts de collecte de dépôts qui reste vigoureuse, notamment auprès des entreprises, malgré un léger ralentissement comparé à 2015 (7,3 % après 10,5 %). Dans un contexte de croissance des encours de crédit (3,8 % pour la clientèle non-financière), le ratio de prêts sur dépôts (Graphique 55) est encore parvenu à se réduire de 1,5 point pour atteindre 118,4 % fin 2016.

Par ailleurs, le ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*), qui 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 faire face à une situation de stress d'une durée de 30 jours, a continué d'augmenter et atteint à présent 130,1 % (contre 126,5 % fin 2015)²⁷. Ces dernières vérifiaient donc largement l'exigence minimale de 70 % en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016 et se conforment d'ores et déjà à celle de 80 % qui s'applique depuis le 1^{er} janvier 2017.

De plus, le ratio structurel de liquidité à long terme (*Net Stable Funding Ratio – NSFR*), qui a pour but de réduire le risque de financement sur une période plus longue (≥ 1 an) en imposant aux banques de financer leurs activités grâce à des sources suffisamment stables, progresse de 4 points (105,8 % fin 2016)²⁸ et a fait l'objet d'une proposition législative de la Commission européenne (*cf. infra*).

Enfin, globalement stable depuis la crise, la qualité des actifs bancaires en France a continué de s'améliorer en 2016. Le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux entreprises non financières résidentes a ainsi baissé de 5 pbs pour atteindre 1,86 % (Graphique 56). 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 1,52 % fin 2016 (- 8 pb sur un an). Ce taux d'encours dépréciés reste faible en comparaison européenne tandis que d'autres secteurs bancaires en Europe continuent de pâtir du poids des créances douteuses dans leur bilan (Graphique 57).

Graphique 55 - Ratio de prêts sur dépôts de la banque de détail



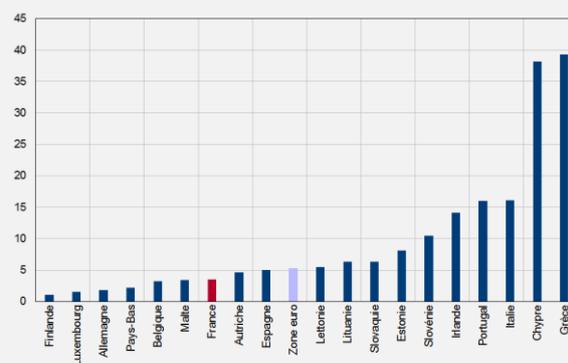
Source : Banque de France, calculs DG Trésor (dernier point février 2017). Le ratio est défini comme le rapport entre l'encours de crédits des agents non-financiers (ménages et sociétés non-financières) sur leur encours de dépôts.

Graphique 56 - Taux bruts et nets de créances douteuses des crédits aux ménages et SNF résidents (en % des crédits)



Source : Banque de France. La variable est définie comme le ratio de l'encours de créances douteuses ou litigieuses (brutes ou nettes de provisions) sur l'encours de crédit correspondant dans le bilan des institutions de crédit.

Graphique 57 - Taux brut d'encours dépréciés (en % des crédits)



Source : Banque Centrale Européenne. Dernier point : T3 2016. Le ratio affiché est le rapport entre les instruments de dette bruts non-performants et le total des instruments de dette bruts.

²⁷ Source : ACPR, « Analyses et Synthèses – la situation des grands groupes bancaires français à fin 2016 »

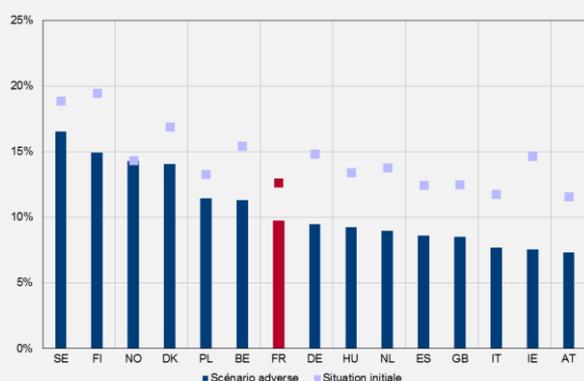
²⁸ Source : ACPR « Analyses et Synthèses – la situation des grands groupes bancaires français à fin 2016 »

Les stress tests menés en 2016 par l'Autorité Bancaire Européenne

Des stress tests qui montrent la bonne tenue des banques françaises

Comme en 2014, l'Autorité Bancaire Européenne (*European Banking Authority* ou EBA) a conduit un test de résistance (« stress test ») sur un échantillon comprenant 51 groupes bancaires européens représentant environ 70 % du total d'actifs bancaires de chaque Etat membre et à travers l'Espace Economique Européen. L'exercice a permis de fournir un cadre analytique comparable pour évaluer la résilience des établissements de crédit européens face à des chocs très défavorables. Comme indiqué dans le Graphique 58 les six groupes bancaires français testés en 2016 ont confirmé leur solidité avec un ratio de fonds propres CET1 (phasé) de 9,74 % dans le scénario adverse (en partant d'un niveau initial phasé de 12,60 %).

Graphique 58 - Ratio de fonds propres CET1 (phasé) fin décembre 2015 et à la fin du scénario adverse de stress en 2018



Source : EBA, SNL, calculs DG Trésor.

Graphique 59 - Coût du risque cumulé à la fin du scénario adverse en 2018 rapporté à la base de fonds propres CET1 à fin décembre 2015



Source : EBA, SNL, calculs DG Trésor.

Des résultats agrégés qui illustrent une meilleure résilience mais aussi des faiblesses localisées en Europe

A un niveau agrégé, le secteur bancaire européen résiste également bien aux chocs considérés dans le scénario adverse de l'EBA avec un ratio de fonds propres CET1 passant de 13,20 % à 9,40 %. Néanmoins, certains secteurs bancaires restent vulnérables, l'environnement macroéconomique difficile de ces dernières années ayant nourri les stocks de créances douteuses qui compromettent la situation de solvabilité des établissements. Le test de résistance réalisé en 2016 montre ainsi que quelques secteurs bancaires affichent des vulnérabilités liées à la qualité de leur portefeuille d'actifs et verraient ainsi leur solvabilité se dégrader substantiellement (Graphique 59). C'est notamment le cas en Italie ou en Irlande où la dégradation du risque de crédit dans le scénario adverse entraînerait une hausse du coût du risque d'une ampleur significative par rapport à la capitalisation initiale des institutions.

A.3. Un cadre réglementaire en consolidation

L'année 2016 a été marquée par l'entrée en vigueur de la directive 2014/59/UE établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (dite « BRRD »). Cette dernière introduit le mécanisme de bail-in conçu pour éviter que les deniers publics soient utilisés pour renflouer des banques en faillite. Les établissements européens, notamment français, devront disposer d'une capacité d'absorption des pertes dite MREL (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities) qui constitue une exigence de passifs combinant des fonds propres et de la dette, et facilite une résolution ordonnée des banques en cas de crise.

Le quatrième trimestre 2016 a aussi été marqué par une actualité législative dense au niveau européen. La Commission a ainsi publié le 23 novembre dernier un paquet volumineux révisant le cadre législatif pour les banques, touchant à la fois aux règles de supervision (CRR/CRD) et de résolution (BRRD/MRU). Ce paquet s'inscrit dans l'agenda d'achèvement de l'Union bancaire et propose une voie pour avancer sur la réduction des risques. Côté CRR/CRD, il transpose pour l'essentiel les derniers éléments de « Bâle 3 », à

savoir : ratio de liquidité de long terme (*Net Stable Funding Ratio* ou NSFR), ratio de levier, régime grands risques, traitement du risque de taux dans le portefeuille bancaire, mais aussi la revue fondamentale du *trading book* (*Fundamental Review of the Trading Book* ou FRTB). La Commission a également apporté des clarifications fortement attendues des marchés et des autorités concernant le déclenchement des restrictions des dividendes, coupons et bonus lorsque la solvabilité d'une banque se détériore et les exigences prudentielles supplémentaires que le superviseur peut imposer au cas par cas aux établissements en fonction de leur niveau de risque (mesures dites de « Pilier 2 »).

Du côté de la BRRD et du règlement MRU, le paquet harmonise les exigences de capacité d'absorption de pertes de la TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*) agréée au G20 avec le MREL européen sur la résolution des banques systémiques. La Commission européenne entame la création d'une nouvelle catégorie de titres de dette non sécurisée « junior », qui reprend en tout point la réforme française incluse dans la loi dite « Sapin II ». Cette disposition permet ainsi de créer une nouvelle classe de dette senior non-préférée permettant de satisfaire à l'exigence TLAC.

La proposition de la Commission prévoit aussi de nombreuses autres mesures importantes moins directement rattachées à la réduction des risques (règles de rémunération des banquiers, structure des implantations des banques étrangères, allègements notamment en matière d'obligations d'information et de déclaration pour les petites banques, etc.).

Au niveau mondial, la finalisation des réformes dites de Bâle III a été au centre des préoccupations en 2016. Dans l'objectif de réduire toute variabilité excessive et induite dans la détermination des actifs pondérés des risques, le Comité de Bâle a notamment proposé des changements s'agissant de l'approche fondée sur les modèles internes (IRB) pour le risque de crédit consistant à : (i) supprimer l'option IRB pour certaines catégories d'expositions ; (ii) instaurer des seuils minimaux (*floors*) pour certains paramètres des modèles internes ; (iii) mieux guider les pratiques d'estimation de paramètres de modèles. Enfin, le Comité de Bâle a également proposé d'introduire un seuil minimal pour les pondérations de risque obtenues sous l'« approche standard ». Bien que les travaux du comité visent à restaurer la confiance dans le cadre prudentiel en limitant toute variabilité excessive des RWA, certaines des modifications envisagées sont susceptibles de réduire la sensibilité aux risques des pondérations et d'avoir un impact substantiel sur les exigences de fonds propres des banques européennes. Ces dernières, dont les établissements français, font usage des modèles internes afin d'assurer une cohérence maximale entre les pondérations et les risques effectivement portés dans le bilan. Dans ce contexte, le groupe des gouverneurs de banques centrales et des directeurs de supervision (ou GHOS – l'organe de surveillance du Comité de Bâle) a souligné à plusieurs reprises que ces réformes ne devaient en aucun cas conduire à une hausse significative des exigences en capital pour le système bancaire.

La banque de détail en France

Plusieurs mesures de la rentabilité des banques existent

Au niveau groupe, la rentabilité des principaux établissements français a substantiellement baissé depuis la période pré-crise (Graphique 60).

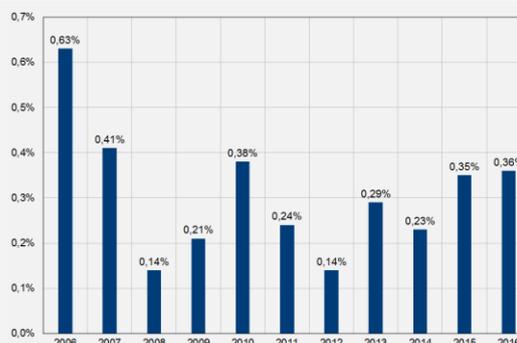
La banque de détail en France est la principale contributrice aux résultats des grandes banques françaises, avec en 2016 un produit net bancaire (PNB) représentant 43,8 % des revenus totaux et un résultat net avant impôt s'établissant à 16,2 Md€ soit 43,1 % du résultat avant impôt des groupes. Au-delà de son poids dans les revenus, la banque de détail en France est également un socle de stabilité pour les banques en termes de rentabilité, avec un coût du risque faible et en diminution ces dernières années, et des bénéfices nets des frais de gestion particulièrement stables sur la période.

Un réseau d'agences plus dense en France

La banque de détail en France se caractérise par un maillage très dense de ses agences. Les banques françaises disposaient en 2015 d'un réseau de 37 567 agences sur le territoire français et d'environ 371 600 collaborateurs, ce qui correspond à une agence pour 1 770 habitants. La masse salariale du réseau de banque de détail en France correspondrait à 13 Md€, soit approximativement 14 % de leurs frais de gestion totaux.

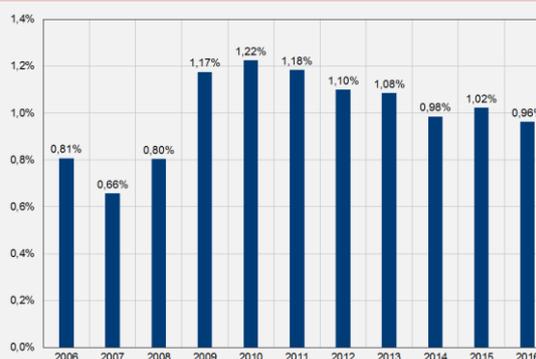
A l'échelle européenne, les coûts engendrés par la structure du réseau des banques françaises ne sont pas négligeables : dans une vision consolidée, leur coefficient d'exploitation est ainsi supérieur de presque 5 points à celui du secteur bancaire de la zone euro dans son ensemble (68,2 % contre 63,3 % respectivement). Sur un échantillon de banques européennes d'envergure internationale (zone euro et hors zone euro), le coefficient des principaux groupes français se situe en revanche dans la médiane²⁹. Le réseau de banque de détail des banques françaises est un facteur parmi d'autres. Celui-ci serait plus dense mais composé d'agences légèrement plus petites que chez leurs pairs européens. En effet, la densité des agences (nombre d'agences au km², y compris Banque Postale) est plus importante en France que chez nos voisins européens (8,5 % supérieure à la moyenne de la zone euro), tandis qu'elles affichent un nombre d'employés plus faible (15,4 % inférieure à la zone euro). L'alignement de la densité d'agences bancaires avec celle de la zone euro dans son ensemble permettrait de réduire le coefficient d'exploitation des banques de détail françaises de 2 points (de 68,7 % à 66,6 %).

Graphique 60 - Résultat net rapporté au total du bilan des principales banques françaises (hors Groupe Crédit Mutuel)



Source : ACPR « Analyses et Synthèses – la situation des grands groupes bancaires français à fin 2016 »

Graphique 61 - MNI des banques françaises rapportée au total de bilan



Echantillon : BNPP, SG, GCA, BPCE, LBP, GCM.
Source : SNL, calculs DG Trésor.

²⁹ Source : ACPR, « Analyses et Synthèses – la situation des grands groupes bancaires français à fin 2016 »

Des défis à surmonter dans les années à venir

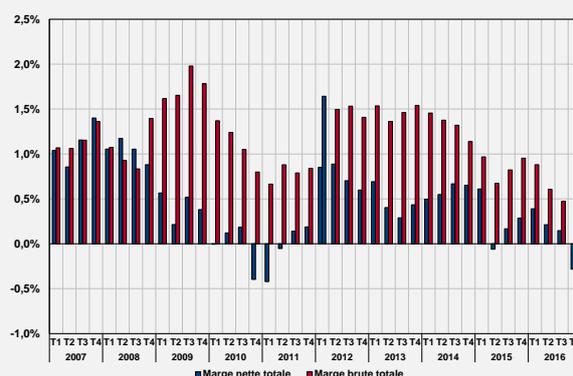
La faible croissance économique ainsi qu'une concurrence forte se traduit par une évolution assez modeste de leurs revenus, qui ont progressé moins rapidement que le PIB depuis 2010. L'environnement de taux bas, qui découle de cette situation macroéconomique, pèse sur la rentabilité, notamment celle de la banque de détail, en réduisant sa marge nette d'intérêt (Graphique 61).

Les banques ont également dû faire face à d'importants rachats de crédits externes ou demandes de renégociation de leurs propres clients. Si l'impact est limité à court terme (du fait des indemnités de remboursement anticipé et de la facturation de frais administratifs), à moyen terme, ceux-ci induisent une baisse non anticipée du taux moyen des crédits au bilan et affectent négativement la rentabilité de l'encours des portefeuilles de prêts.

Par ailleurs, la recherche accrue de rendement a intensifié la concurrence pour les banques sur le secteur des prêts aux entreprises. Enfin, les banques doivent s'adapter à l'évolution technologique et à la concurrence de nouveaux acteurs non-bancaires. Si le développement de ces nouveaux acteurs, que ce soit pour effectuer des paiements ou pour accéder aux comptes du client et offrir de nouveaux services ou dans l'activité de crédit aux entreprises, crée une concurrence forte pour les banques et pourrait remettre en partie en question le modèle traditionnel de la banque de détail (forte implantation locale, synergies de l'offre, etc.). Il pourrait également être une source d'opportunités pour les banques, grâce à des partenariats et au développement de technologies.

Dans un environnement macroéconomique en redressement, les revenus de la banque de détail sont depuis 2014 sous pression et ont subi un recul notable durant l'année 2016 (-3,3 %). Malgré une croissance relativement soutenue des encours de crédit accordés aux particuliers et aux entreprises ainsi qu'un apport bienvenu des revenus issus des frais et commissions, les taux très bas observés sur ces produits mettent sous pression les marges (Graphique 62). La concurrence intense sur les crédits immobiliers et la cristallisation d'une part importante des portefeuilles à des faibles niveaux de rendements au fur et à mesure que l'encours se renouvelle conduisent à une baisse des revenus d'intérêt sur l'encours. En tenant compte de la structure et du coût du passif, les marges nettes d'intérêt sur l'encours poursuivent progressivement leur baisse, et ce, malgré la couverture du risque de taux mise en place pour figer les marges à la production.

Graphique 62 - Marges sur la production de crédits immobiliers dans le secteur bancaire français



Source : Banque de France, Reuters, calculs DG Trésor. La marge sur la production est calculée comme la somme d'une marge de crédit et d'une marge de dépôts. La première est la différence entre le taux d'un crédit et le taux de refinancement à court terme sur le marché interbancaire (approché par l'Euribor 3 mois)³⁰ en soustrayant aussi le « coût de transformation de maturité » (différence entre le taux d'intérêt fixe d'une maturité correspondante à celle du prêt et d'un taux variable dans le cadre d'un swap receveur variable). La marge sur dépôts est calculée comme le solde entre le taux du marché interbancaire et un taux reflétant la rémunération des dépôts, le coût du financement obligataire et du capital.

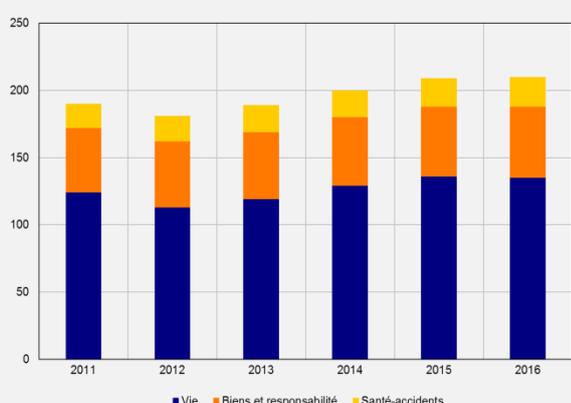
³⁰ Par conséquent, cette ressource interbancaire est donc prise à son coût marginal *spot* et non en coût moyen sur l'encours total de passif interbancaire.

B. Entreprises d'assurance

B.1. Le marché français de l'assurance est le premier de la zone euro en termes de primes collectées

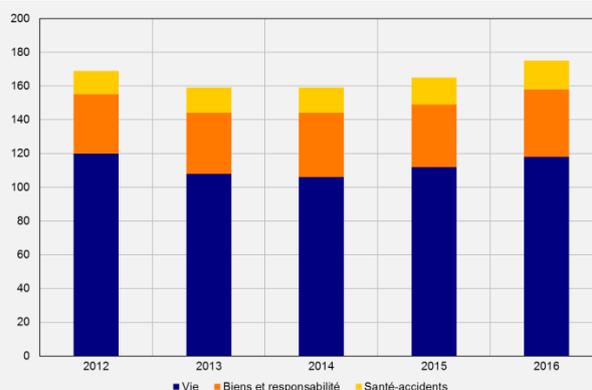
Le montant des primes en 2016 collectées par les organismes relevant du code des assurances a atteint 210 Md€ en 2016 répartis entre 135 Md€ de vie, 22 Md€ en santé et 53 Md€ en biens et responsabilité (Graphique 63). Ces chiffres sont stables par rapport à 2015 (129 Md€, 21 Md€ et 52 Md€ respectivement). Les prestations, rachats et sinistres ont quant à eux totalisé 175 Md€ soit + 6 % par rapport à l'année précédente (Graphique 64, 118 Md€ en vie, 17 Md€ en santé et 40 Md€ en biens et responsabilité). Une sinistralité accrue notamment pour cause de forte pluviométrie explique en majeure partie cette hausse.

Graphique 63 - Cotisations du marché français, affaires directes (en Md€)



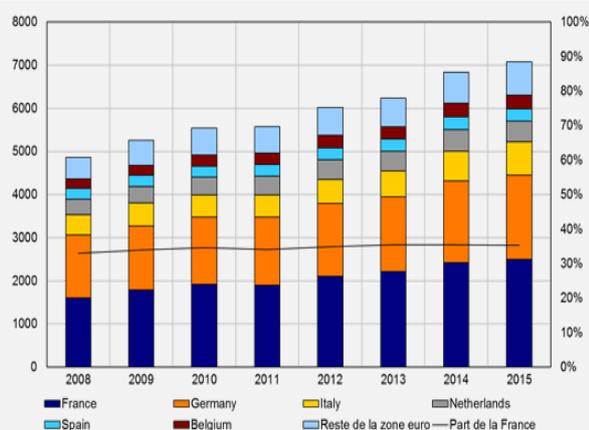
Source : Fédération Française des Assurances. Dernier point : 2016.

Graphique 64 - Prestations, rachats et sinistres du marché français, affaires directes (en Md€)



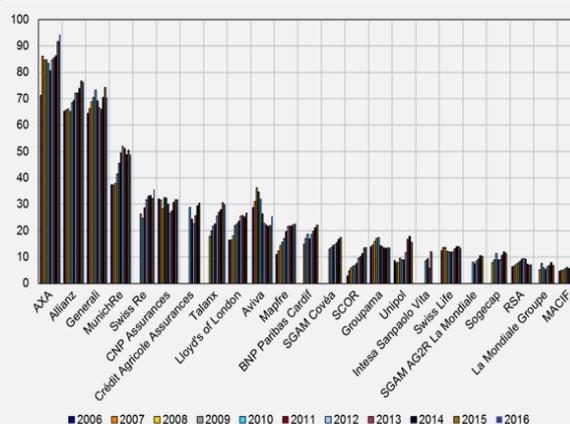
Source : Fédération Française des Assurances. Dernier point : 2016.

Graphique 65 - Actifs totaux des sociétés d'assurance, par pays de domiciliation en zone euro (en Md€)



Source : Banque Centrale Européenne. Dernier point : 2015.

Graphique 66 - Classement des principaux assureurs européens, par montant des primes (en Md€)



Source : SNL Financial. Dernier point : 2016.

L'industrie française figure parmi les premiers acteurs de la zone euro avec des actifs consolidés de près de 2 498 Md€ soit environ 35 % du total d'actifs, une part stable au cours des dernières années (Graphique 65). Le marché français est également le premier de la zone euro sur le plan des primes où il représente le

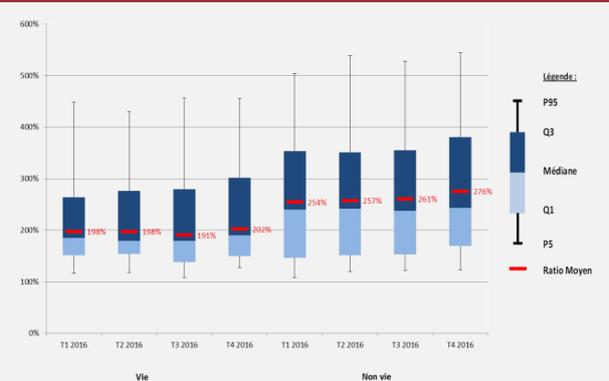
quart du marché. Sur le plan des acteurs, les assureurs français confirment leur importance au niveau européen (Graphique 66).

B.2. Les assureurs français affichent une solvabilité robuste et contribuent au financement de l'économie

La solidité des bilans des assureurs français a permis une transition sans heurts à l'entrée en application du régime Solvabilité 2

Sur le plan prudentiel, l'ensemble de l'industrie européenne et française des assurances a opéré avec succès sa transition au régime prudentiel Solvabilité 2 (voir encadré). En ligne avec la moyenne européenne, la France dispose d'un taux de couverture moyen de 222 %³¹ (tant pour les groupes que pour les organismes solos, toutes lignes d'activités confondues). Dans ce contexte, à fin 2016, aucun groupe européen majeur n'affiche une couverture du SCR inférieure à 160 %. Les principaux groupes d'assurance français affichent à la fin 2016 des niveaux de solvabilité solides vis-à-vis des standards de marché, à 197 % pour Axa, 177 % pour CNP, 289 % pour Groupama et 225 % pour SCOR. Les bancassureurs affichent quant à eux des niveaux de capitalisation plus faibles du fait de leur intégration dans un groupe qui pourrait recapitaliser la filiale d'assurance en cas de difficulté.

Graphique 67 - Taux de couverture du SCR par type d'organisme solo établi en France (vie et non-vie)



Source : ACPR. Dernier point : T4 2016.

Solvabilité 2 en quelques mots

Entré en application le 1er janvier 2016, le régime prudentiel Solvabilité 2 a introduit :

- un cadre de solvabilité fondé sur une valorisation économique du bilan et le respect de deux exigences en fonds propres : (i) le SCR (*solvency capital requirement*), calculé selon une approche fondée sur les risques ; (ii) le MCR (*minimum capital requirement*), minimum absolu de fonds propres à détenir et devant être couvert par des fonds propres de très bonne qualité ;
- des règles de gouvernance plus contraignantes, introduisant un cadre de gestion des risques et l'obligation pour l'organisme d'assurance de rattacher à la direction opérationnelle des responsables de fonctions clés en charge de la conformité, de la gestion des risques, de l'actuariat et de l'audit ;
- des règles d'information financière renforcées vis-à-vis du superviseur et du public.

Les assureurs jouent un rôle essentiel dans le financement de l'économie

Le portefeuille de placements financiers des assureurs atteint 2 522 Md€ à fin 2016. Ce montant est investi à hauteur de 48 % en France et à 25 % dans la zone euro et les titres de créances en représentent la majorité (75 %), suivis par les actions (14 %) et les parts de fonds (8 %). Les seuls assureurs domiciliés en France détiennent ainsi près de 15 % des dettes et actions cotées des acteurs résidents. Des sources

³¹ ACPR, Analyses et Synthèses, La situation des assureurs soumis à Solvabilité II en France au quatrième trimestre 2016. Ce chiffre inclut l'impact des mesures dites « branches longues ». Hors paquet « branches longues » et sur le périmètre des *stress tests* EIOPA de 2016 (à savoir les assureurs-vie les plus importants du marché), et pour les organismes utilisant au moins une mesure du paquet branches longues, le ratio de couverture du SCR à fin 2015 revient de 193% à 121% (-72 points) au niveau européen et de 196% à 152% (-43 points) pour la France.

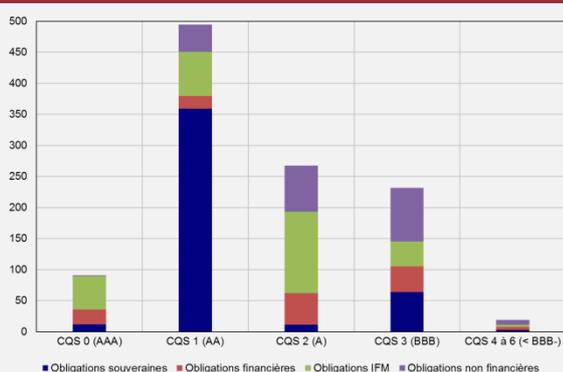
complémentaires³² permettent d’apprécier le développement des investissements dans certaines classes d’actifs plus spécialisées. Ainsi, ces investissements (hors retraite-prévoyance et fonds propres) seraient réalisés vers le capital-investissement (0,92 % en 2015) ou les infrastructures (0,24 %).

B.3. La persistance de l’environnement de taux bas ne cause pas de réallocation notable du portefeuille d’investissement

Les grands équilibres de l’allocation d’actifs des assureurs restent stables, témoignant d’une politique d’investissement rigoureuse et prudente

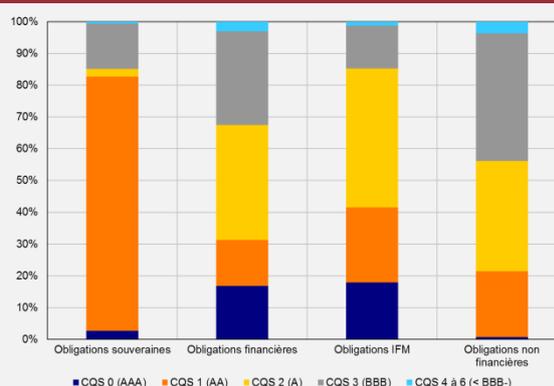
Les grandes masses de l’allocation du portefeuille d’investissement dans les actifs obligataires (Graphique 68 et Graphique 69) pour le T4 2016 montrent que près de 8 % des actifs obligataires investis possèdent une notation AAA, 45 % une notation AA, 24 % une notation A et enfin 21 % une notation BBB. Les actifs obligataires notés AA (qui totalisent environ 495 Md€) correspondent à 72 % à des émetteurs Souverains, les autres notes affichent des profils d’émetteurs plus diversifiés.

Graphique 68 - Notation des obligations détenues par les assureurs avant mise en transparence au quatrième trimestre 2016 (en Md€)



Source : ACPR, Analyses et Synthèses, La situation des assureurs soumis à Solvabilité II en France au quatrième trimestre 2016

Graphique 69 - Ventilation de la notation des actifs obligataires des assureurs français au quatrième trimestre 2016

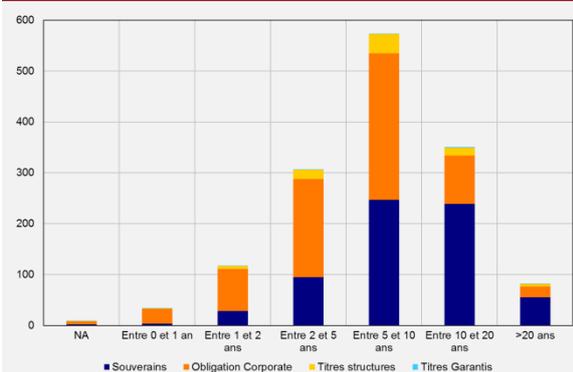


Source : ACPR, Analyses et Synthèses, La situation des assureurs en France au regard des premières remises Solvabilité II en 2016

La ventilation de la maturité des titres obligataires du portefeuille d’investissement (Graphique 70 et Graphique 71) laisse transparaître que les actifs investis disposant d’une maturité entre 5 et 10 ans constituent 39 % du portefeuille obligataire. Les autres actifs se répartissent essentiellement et de manière équilibrée sur les maturités résiduelles comprises entre 10-20 ans (24 %) et 2-5 ans (21 %). Il est également notable que les Souverains sont à 44 % investis sur des maturités résiduelles supérieures à 10 ans, contre 16 % pour les titres corporate.

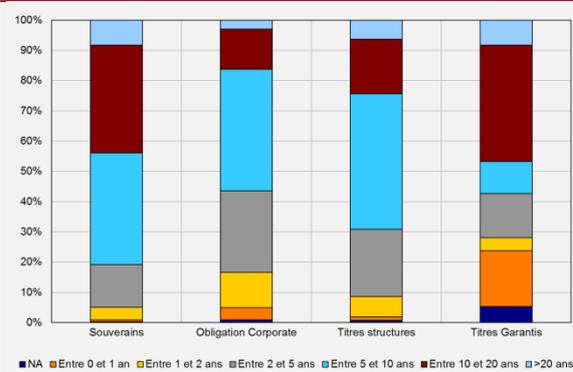
³² Enquêtes réalisées par la FFA et l’AF2I. Des enjeux méthodologiques et de périmètre empêchent toutefois une comparabilité parfaite entre les différentes sources.

Graphique 70 - Maturité résiduelle des obligations détenues par les assureurs avant mise en transparence au quatrième trimestre 2016 (en Md€)



Source : ACPR

Graphique 71 - Ventilation de la maturité résiduelle des catégories de titres détenus par les organismes d'assurance individuels au quatrième trimestre 2016



Source : ACPR

En complément, il apparaît que les allocations d'actifs par nature et par zone géographique n'ont pas connu de modification substantielle depuis 2011. Sur le plan de la notation des actifs, le phénomène de dégradation progressive du portefeuille d'investissement visible à l'échelle de l'ensemble de l'industrie en Europe au cours de la dernière décennie est davantage imputable aux dégradations de la note de certains acteurs souverains qu'à des prises de risques délibérées des acteurs du secteur. Les assureurs ne semblent donc généralement pas accroître significativement leur exposition à certains actifs en vue d'une prime de rendement supérieure même si l'ensemble de l'industrie présente une hétérogénéité dans cette situation.

Le comportement de distribution du résultat des assureurs s'infléchit dans le sens d'une plus grande prudence dans le contexte de taux toujours bas

L'environnement de taux bas³³ a persisté tout au long du 1^{er} semestre 2016 avant un léger redressement de la courbe des taux au cours de la 2nde moitié de l'année. La persistance de cet environnement de taux bas a continué de comprimer la rémunération des supports euros qui est passé de 2,27 % en 2015 à 1,93 % en 2016 selon l'enquête de l'ACPR sur les contrats individuels³⁴. Le rendement net moyen des supports en unités de compte a quant à lui été de 3,9 %, profitant ainsi de la bonne performance de la plupart des marchés boursiers au cours de l'année. Le niveau de revalorisation des fonds euros est toujours significativement supérieur au taux sans risque à la même date. Cette surperformance s'explique par l'historique de la constitution des portefeuilles d'actifs des assureurs vie qui conduit ces compagnies à détenir des actifs obligataires à haut rendement, résultant d'investissements réalisés dans un environnement de taux plus élevés.

Cette forte baisse s'explique en partie par la baisse du rendement des actifs détenus par les assureurs du fait des réinvestissements obligataires réalisés à un taux facial faible (ainsi que l'investissement des sommes collectées sur les contrats) mais également par la mise en réserve prudente des bénéfices distribuables aux assurés par le mécanisme de la provision pour participation aux bénéfices qui permet de différer, jusqu'à huit ans, les paiements dus aux assurés. En cas de remontée rapide des taux d'intérêt, la distribution de cette réserve pourrait permettre aux assureurs vie de prévenir un accroissement des rachats en limitant la perte de compétitivité de l'assurance vie dont les rendements pourraient être dynamisés par les reprises de cette réserve. L'absence de vague de rachats en période d'inversion rapide de tendance des taux d'intérêt est cruciale car elle permet de réduire les liquidations d'actifs en moins-values latentes et donc les pertes financières pour les assureurs.

³³ Les conséquences d'un tel environnement ont été discutées dans l'édition 2015 du rapport annuel du HCSF.

³⁴ ACPR « Analyse des taux de revalorisation des contrats individuels d'assurance-vie en euros en 2016 », *Analyses et Synthèses*.

C. Gestion d'actifs

C.1. Panorama de la gestion d'actifs française

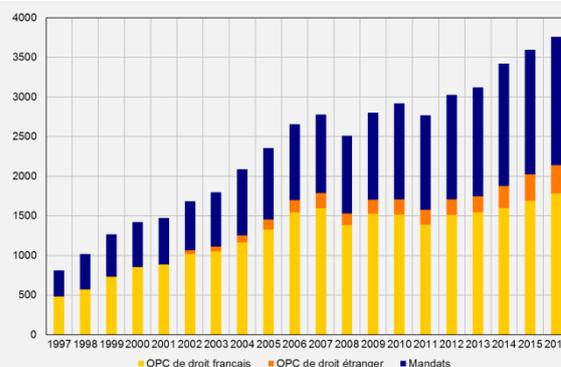
L'industrie en France de la gestion d'actifs gérait en 2016 un encours de 3764 Md€ selon l'Association Française de Gestion (AFG). Ces montants seraient répartis à hauteur de 1784 Md€ d'OPC de droit français auxquels s'ajoutent 1620 Md€ de gestion sous mandat et 360 Md€ d'OPC de droit étranger (Graphique 72).

La gestion collective (1497 Md€ à la fin 2016, +6,4 % par rapport à 2015) recouvre les placements collectifs régulés constitués des Organismes de placement collectifs (OPC), qui sont l'ensemble des Organismes de Placements Collectifs en Valeur Mobilières (ou OPCVM, régulés par la directive du même nom) (789 Md€ en 2016, +4,6 %) et des Fonds d'Investissement Alternatifs (ou FIA) (707 Md€ en 2016, +8,5 %).

Au sein des OPC, les OPCVM ont des encours le plus souvent concentrés vers les actifs dits « traditionnels » comme les actions ou les obligations. Les FIA sont quant à eux présents aussi bien sur les actifs traditionnels, par les fonds à vocation générale ou l'épargne salariale qui représentent les deux catégories les plus importantes (48,9 % et 16,8 % des encours des FIA respectivement), que réels à travers des fonds immobiliers et de capital-investissement qui représentent 10,1 % et 7,3 % des encours des FIA respectivement. Les FIA sont le plus souvent souscrits par le biais de fonds ouverts à des investisseurs non professionnels, à hauteur de 75 % (Graphique 73 et Graphique 74).

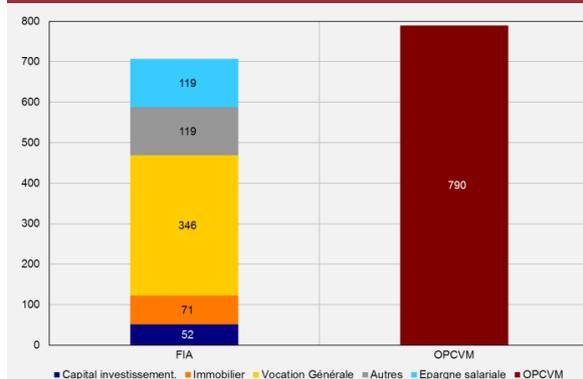
La gestion sous mandat (1 620 Md€ en 2016 selon l'AFG) correspond à des investisseurs, le plus souvent institutionnels, confiant la gestion d'avoirs à des gestionnaires selon des critères définis contractuellement (notamment de limites de prise de risques). Les mandataires sont majoritairement des établissements de crédit et des assureurs.

Graphique 72 - Actifs sous gestion en France (en Md€)



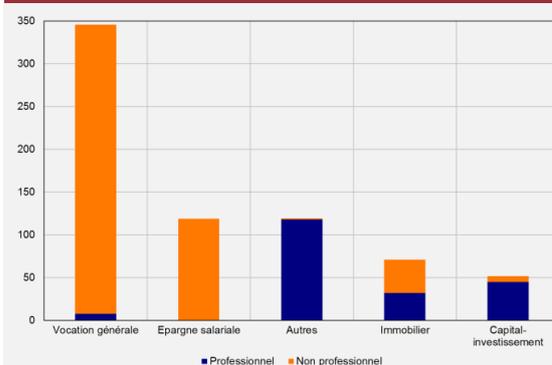
Source : Association Française de Gestion

Graphique 73 - Ventilation des encours des OPCVM et des FIA de droit français en 2016 (en Md€)



Source : Autorité des Marchés Financiers

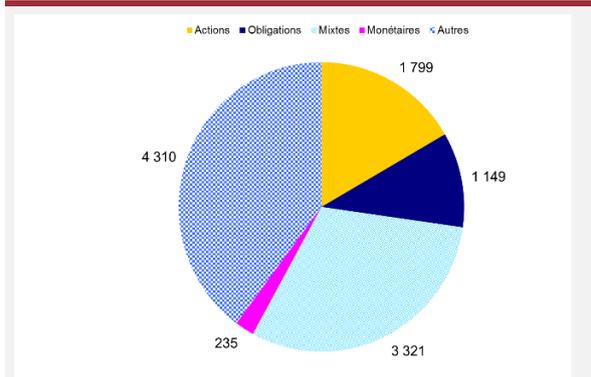
Graphique 74 - Ventilation des encours des FIA de droit français en 2016, par type de souscripteur (en Md€)



Source : Autorité des Marchés Financiers

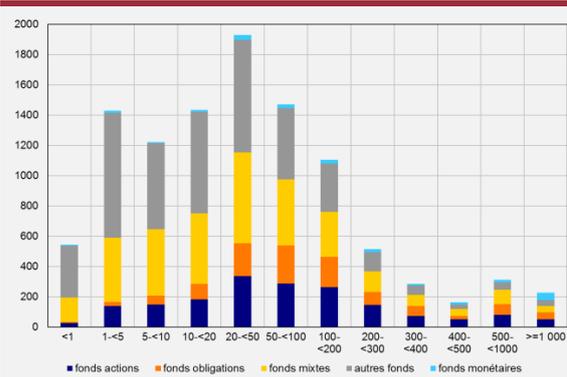
Les fonds domiciliés en France sont au nombre de 3 164 OPCVM et 5 239 FIA à la fin 2016. La ventilation du nombre d'OPC par type, visible dans le Graphique 75, montre que les « Autres fonds » représentent la première catégorie, suivis des fonds mixtes et des fonds actions. La ventilation du nombre d'OPC par leur actif net en Graphique 76 montre que la majorité des fonds concentrent des encours en deçà de 100 M€ tandis qu'environ 200 fonds disposent d'encours supérieurs à 1 Md€.

Graphique 75 - Ventilation des fonds domiciliés en France en 2016, par type (en nombre)



Source : Banque de France

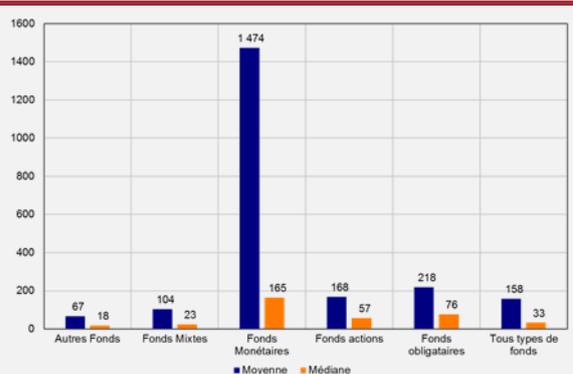
Graphique 76 - Ventilation du nombre de fonds par leur actif net en 2016 (en M€)



Source : Banque de France

La distribution des OPC domiciliés en France montre une forte hétérogénéité de la moyenne et de la médiane des encours (Graphique 77). Les fonds monétaires disposent des encours moyens et médians les plus élevés parmi tous les types de fonds. Les fonds actions et obligataires montrent des indicateurs proches tandis que les autres fonds affichent les encours moyens et médians les plus faibles.

Graphique 77 - Ventilation du nombre de fonds par leur actif net en 2016 (en M€)



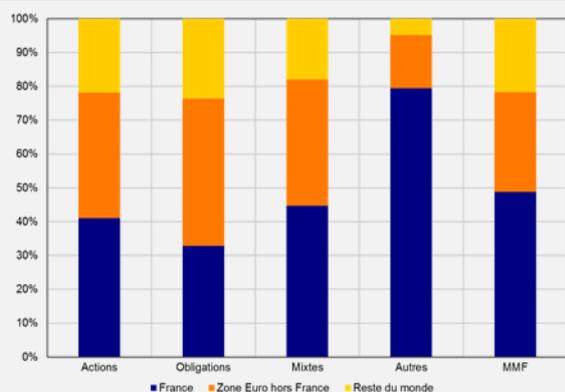
Source : Banque de France

C.2. Les OPC domiciliés en France sont internationalisés dans leurs actifs comme dans leur base d'investisseurs au passif

Les actifs des OPC domiciliés en France montrent une grande disparité entre fonds selon les secteurs investis et les zones géographiques des contreparties. En effet, les fonds monétaires investissent à hauteur de 80 % auprès d'établissements de crédits tandis que les fonds actions n'y investissent que 10 % de leurs avoirs. A contrario, les SNF constituent la première catégorie de contrepartie d'investissement pour les fonds actions et autres (Graphique 78). Sur le plan géographique, les OPC possèdent un fort degré d'internationalisation vers des actifs domiciliés en Union européenne hors France mais également envers le Reste du Monde qui représente environ 20 % des actifs investis pour les fonds actions, obligations et monétaires (Graphique 79).

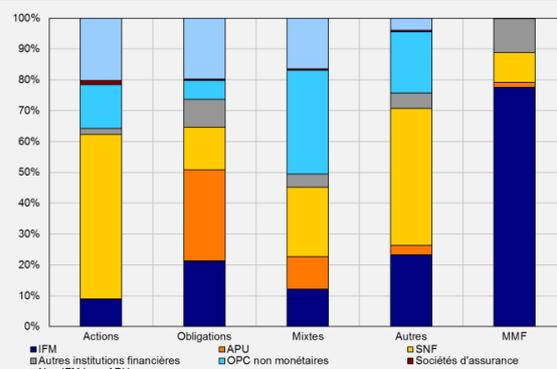
A l'exception des fonds « Autres », les contreparties des actifs détenus par les fonds ne sont désormais que minoritairement résidentes (elles représentent désormais moins de la moitié du total des investissements ; leur part représente seulement 31 % pour les fonds obligataires par exemple). Le déclin de la part des contreparties résidentes est un phénomène continu depuis 2005 à l'exception d'un épisode de repli vers des actifs nationaux durant la crise de la zone euro, tout particulièrement pour les fonds monétaires.

Graphique 78 - Ventilation des montants investis en 2016 par zones de contrepartie des OPC domiciliés en France (en %)



Source : Banque de France

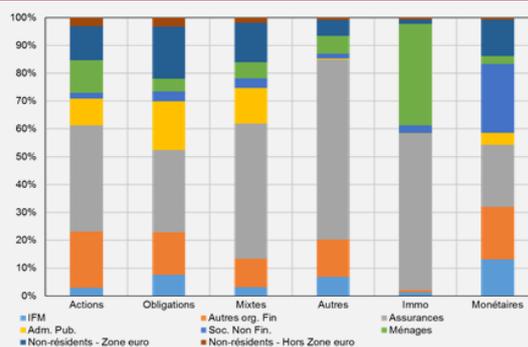
Graphique 79 - Ventilation des montants investis en 2016 par secteurs de contreparties des OPC domiciliés en France (en %)



Source : Banque de France; retraitements DG Trésor

Au passif, les détenteurs des parts des fonds affichent une grande diversité, avec une proportion importante de détenteurs de parts d'OPC non-résidents en France pouvant atteindre 20 % pour les fonds obligataires. Le secteur financier (assureurs en tout premier lieu) reste la première catégorie d'investisseurs dans la plupart des types de fonds. Les autres organismes financiers représentent également une part importante des investisseurs ce qui soulève des enjeux relatifs aux interconnexions découlant de la gestion d'actifs pour le secteur financier (Graphique 80).

Graphique 80 - Ventilation des montants investis par détenteurs de parts de fonds domiciliés en France en 2016, par type de fonds (en %)



Source : Banque de France ; retraitements DG Trésor

C.3. La dynamique de collecte nette positive amorcée en 2015 s'est confirmée en 2016

Pour la première fois depuis 2007, la croissance des encours des OPC domiciliés en France est davantage tirée par des flux de souscriptions que par des effets de valorisation (Graphique 81 et Graphique 82). Selon la Banque Centrale Européenne, les fonds domiciliés en France ont collecté en termes nets près de 37 Md€ en 2016 (+ 6,4 % par rapport à 2015). Il s'agit de la deuxième année de collecte nette positive après cinq années de décollecte (2010-2014). Les encours totaux des OPC domiciliés en France ont ainsi atteint fin 2016 près de 1 175 Md€³⁵.

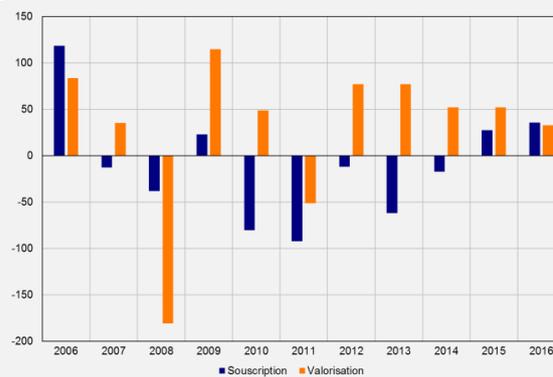
³⁵ Source BCE ; ce montant diffère de celui de la base GECO de l'AMF car il exclut les fonds nourriciers et les fonds dédiés. En les incluant, les fonds domiciliés en France atteindraient 1 497 Md€.

Graphique 81 - Flux cumulé des facteurs de variation des OPC domiciliés en France (en Md€)



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

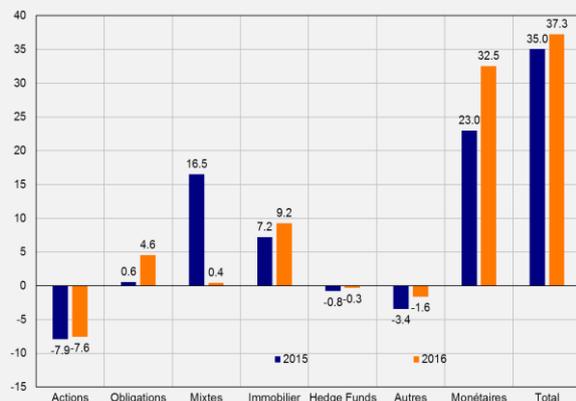
Graphique 82 - Flux cumulés des facteurs de variation des OPC domiciliés en France, par année (en Md€)



Source : Banque de France. Dernier point : 2016.

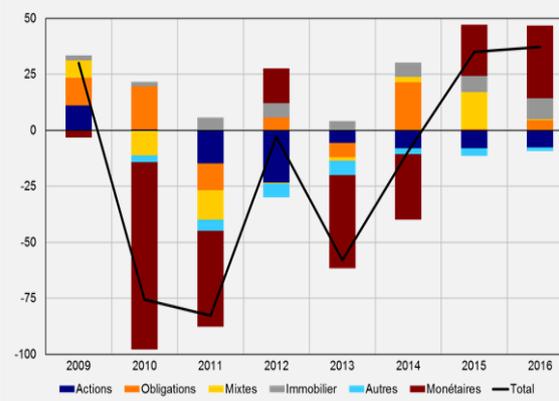
Cette collecte est principalement portée par les fonds monétaires qui renouent comme en 2015 avec une collecte nette positive (+32,5 Md€) après un cycle de décollecte initié en 2010 et, plus marginalement, les fonds immobiliers (+9,2 Md€) et obligataires (+4,6 Md€). Les fonds actions ont parallèlement accusé une décollecte de près de 7,6 Md€, pour la 6^e année d'affilée. La collecte des fonds mixtes se stabilise et rompt avec la dynamique de 2015 (+400 M€ après +16,5 Md€ - Graphique 83 et Graphique 84).

Graphique 83 - Flux de souscription nets des OPC domiciliés en France par type de fonds en 2015 et 2016 (en Md€)



Source : Banque Centrale Européenne

Graphique 84 - Flux de souscription net cumulés des OPC domiciliés en France, par type de fonds (en Md€)



Source : Banque Centrale Européenne. Dernier point : 2016

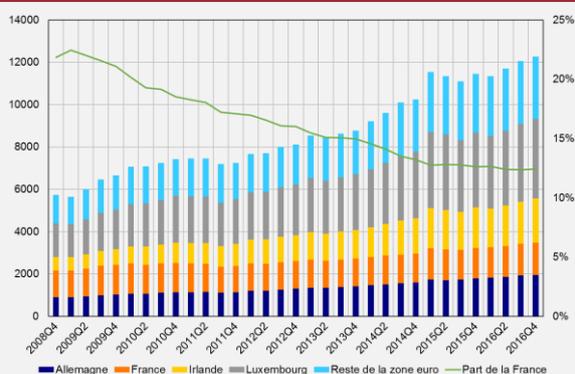
La gestion passive confirme quant à elle sa progression en France, comme ailleurs dans le monde : les fonds indiciels, gérés de manière passive (Exchange Traded Funds), sont passés de 83 Md€ à fin 2015 à près de 100 Md€ fin 2016³⁶.

³⁶ Les enjeux relatifs à son essor dans le marché français ont pu être passés en revue par l'AMF dans une publication récente ; voir Lettres & cahiers de l'AMF ; Les ETF : caractéristiques, état des lieux et analyse des risques - Le cas du marché français ; 14 février 2017

C.4. Malgré le déclin relatif de la part de marché des fonds domiciliés en France, les sociétés de gestion françaises confirment leur dynamisme

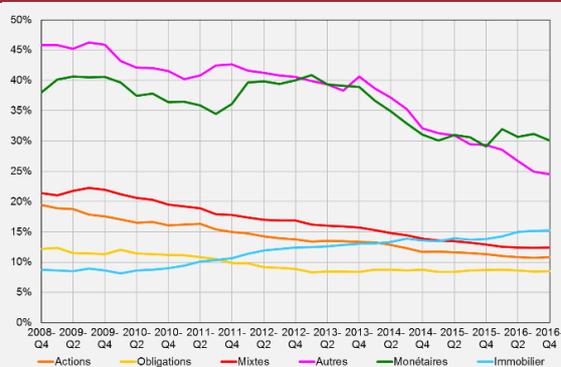
En proportion des encours, la part de marché des fonds de droit français continue de se réduire par rapport au total des encours des fonds domiciliés dans la zone euro et confirme l'érosion observée depuis 2009. Sur le total des encours des fonds domiciliés, les fonds de droit français représentent ainsi 12,4 % à la fin 2016 contre 21,9 % à la fin 2008 (Graphique 85). Cette érosion s'observe sur la quasi-intégralité des segments à l'exception notable des fonds immobiliers domiciliés en France dont la part de marché passe de 8,7 % fin 2008 à 15,2 % des encours de la zone euro à la fin 2016. Pour les fonds monétaires, la part de marché des fonds domiciliés en France est passée sur la même période de 38 % à 30 % (Graphique 86).

Graphique 85 - Encours des fonds domiciliés en zone euro, par pays de domiciliation (en Md€)



Source : Banque Centrale Européenne. Dernier point : T4 2016.

Graphique 86 - Part des fonds domiciliés en France par rapport à la zone euro



Source : Banque Centrale Européenne. Dernier point : T4 2016.

L'industrie française de la gestion d'actifs se caractérise par le très fort dynamisme de ces sociétés de gestion. En effet, il existe un flux soutenu de création de sociétés entrepreneuriales depuis ces dernières années, tout particulièrement dans le capital investissement. Pour la seule année 2016, 35 nouvelles sociétés de gestion ont pu recevoir un agrément, portant, compte tenu des retraits d'agrément, le nombre total de SGP en France à 630 (Graphique 87). Ces nouvelles sociétés de gestion coexistent avec des acteurs historiques dont les têtes de groupe figurent parmi les acteurs d'envergure internationale. A ce titre, quatre groupes français figurent dans le top 20 mondial des encours sous gestion (Graphique 88 : Amundi, Axa, BNP et Natixis).

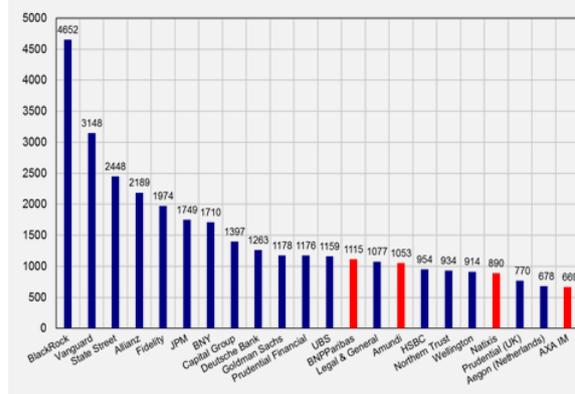
Près de 18,1 % des encours sous gestion en France auraient une SGP dont la maison mère est étrangère selon l'AFG. Les parts des fonds domiciliés en France restent cependant massivement libellés en euros : seuls environ 2 % des parts des fonds sont libellés en devise étrangère. L'industrie française de la gestion d'actifs reste la deuxième d'Europe en termes d'actifs sous gestion, derrière les acteurs du Royaume-Uni selon l'AFG.

Graphique 87 - Nombre de SGP enregistrées auprès de l'AMF et flux d'agrèments/retraits



Source : Autorité des Marchés Financiers. Dernier point : 2016.

Graphique 88 - Classement des principales sociétés de gestion mondiales par actifs sous gestion en 2015



Source : communication financière des acteurs concernés

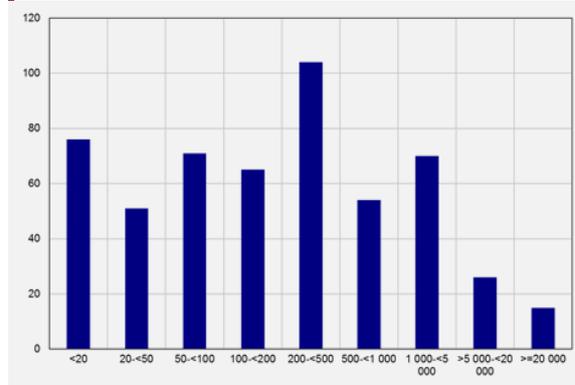
L'industrie française de la gestion française est également marquée par un fort degré de concentration. Alors que la moyenne des encours des OPC domiciliés en France gérés des SGP françaises est de 85 M€, la médiane est seulement de 21 M€. En effet, 5 sociétés de gestion détiennent près de 48 % des encours et gèrent environ 29 % du nombre des fonds domiciliés en France. A ce titre, près de 70 % des sociétés de gestion françaises gèrent moins de 10 fonds domiciliés en France tandis que 15 en gèrent plus de 200 (Graphique 89). De même, 15 sociétés de gestion gèrent plus de 20 Md€ de fonds domiciliés en France (Graphique 90).

Graphique 89 - Distribution du nombre de fonds par société de gestion à la fin 2016



Source : Banque de France

Graphique 90 - Ventilation des encours par société de gestion à la fin 2016 (en M€)



Source : Banque de France

Ch.4 La politique macroprudentielle face à la transformation du financement de l'économie

En s'assignant un objectif de prévention et de limitation du risque systémique (c'est-à-dire du risque de « perturbations majeures dans la fourniture de services financiers ayant des conséquences sérieuses sur l'économie réelle »³⁷), la politique macroprudentielle s'est d'emblée fixée un champ d'application large et a retenu pour son périmètre d'analyse et d'intervention l'intégralité du secteur financier³⁸. Cependant, le cadre de réflexion sur lequel s'est appuyé le développement implicite³⁹ puis explicite de la politique macroprudentielle a accordé une place prédominante aux enjeux liés à la dynamique du crédit et au secteur bancaire, de sorte que les instruments « contraignants » de la politique macroprudentielle développés au niveau international comme au niveau des différents pays ayant mis en œuvre une approche de ce type présentent un « biais » bancaire.

En pratique, si les banques jouent généralement un rôle central dans le financement des économies avancées, en particulier européennes et française, ce rôle n'est ni prédominant ni incontournable et ce constat est renforcé par les évolutions en cours de notre modèle de financement de l'économie.

Ce contexte conduit à revisiter la conduite de la politique macroprudentielle en obligeant à reconsidérer certains des objectifs poursuivis dans la mise en œuvre des instruments « contraignants » applicables au secteur bancaire et justifie de mettre en place, dans certains cas, une capacité d'intervention au-delà du secteur bancaire.

A. Une politique macroprudentielle avant tout centrée sur le secteur bancaire

Historiquement, la politique macroprudentielle a été développée avec pour référence le secteur bancaire. En effet, un grand nombre des crises systémiques que la politique macroprudentielle doit pouvoir éviter prennent source dans ce secteur sous la forme, entre autres, d'un développement non soutenable du crédit ou de paniques bancaires. Plus de 40 % des crises financières (crises bancaires et/ou de change et/ou souveraines) intervenues entre 1970 et 2011 impliquent une crise bancaire (tandis que près de 45 % sont des « pures » crises de change) et les crises bancaires ont souvent précédé des crises de change et/ou souveraines (voir Laeven et Valencia, 2012⁴⁰).

C'est dans ce contexte d'une sensibilité particulière de la stabilité financière aux développements bancaires et en lien avec la forte croissance du crédit dans certains pays en développement que la notion de « surveillance macroprudentielle » voit le jour à la fin des années 70, notamment au sein de différents comités de la Banque des règlements internationaux (BIS). L'approche macroprudentielle telle que définie par Crockett (2000)⁴¹ part initialement d'une supervision microprudentielle centrée sur la solvabilité des

³⁷ Committee on the Global Financial System (CGFS), 2012, « Operationalising the selection and application of macroprudential instruments », Paper No 48.

³⁸ Pour plus de détails, voir le [rapport 2015](#) du HCSF ainsi que la [stratégie](#) publiée en décembre 2014

³⁹ Elliott, Feldberg & Lehnert, 2013, « The History of Cyclical Macroprudential Policy in the United States », *Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series* 2013-29

⁴⁰ Laeven & Valencia, 2012, « Systemic Banking Crises Database: An Update », *IMF Working Paper* 163

⁴¹ A. Crockett, 2000, « Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability », *BIS speeches*, septembre 2000. Andrew Crockett était alors le Directeur général de la BIS.

établissements bancaires qui est ensuite élargie pour prendre en compte les coûts sur l'ensemble de l'économie.

A la suite de la crise financière de 2008-2009, les autorités en charge de la stabilité financière ont pris conscience de la nécessité de mettre en œuvre cette approche macroprudentielle et ont commencé à la formaliser conceptuellement et pratiquement. Les accords de Bâle III ont ainsi prévu l'existence de coussins macroprudentiels prolongeant de manière relativement directe la logique des coussins microprudentiels tout en leur assignant explicitement un rôle lié à la situation macrofinancière et non plus d'abord à la situation propre de l'établissement. L'élaboration des exigences de liquidité a aussi poursuivi en partie une logique macroprudentielle tandis que, dans un certain nombre de pays, a été défini un pouvoir de moduler les conditions d'octroi de crédit par les établissements a aussi contribué au renforcement du cadre prudentiel bancaire avec une perspective ce de type.

B. L'évolution du modèle de financement de l'économie

Suite à la crise, le modèle de financement de l'économie française connaît aussi une évolution progressive. Trois facteurs concourent à ces changements : (i) les établissements bancaires ont fait évoluer leurs *business model* pour tirer les enseignements de la crise et pour s'adapter aux évolutions du cadre prudentiel, (ii) les investisseurs institutionnels s'intéressent à de nouvelles classes d'actifs alors que l'environnement macro-financier s'est caractérisé par un rendement faible sur les actifs obligataires (iii) les agents non financiers ont cherché, lorsque c'était possible, à diversifier leur modèle de financement avec en particulier un recours accru au financement direct public (*via* un marché organisé) ou privé (mis en place de manière bilatérale avec un nombre restreint d'investisseurs).

Ces développements relèvent à la fois d'une évolution structurelle et d'une logique de coûts relatifs, les deux phénomènes se renforçant mutuellement. Dès lors que les entreprises et les investisseurs ont payé les « coûts d'accès » à ces marchés, l'arbitrage pour une entreprise entre un financement bancaire et un financement direct repose principalement sur une comparaison des coûts marginaux des différentes options.

Ainsi, lorsque le taux obtenu dans le cadre d'un financement obligataire par des entreprises ayant une surface et une capacité suffisante pour accéder au marché est proche du taux de refinancement du secteur bancaire (qui n'intègre pas encore la marge d'intermédiation du secteur bancaire), le financement *via* des titres est plutôt privilégié. C'est ainsi que l'on observe sur la période post-crise une progression plus rapide de l'endettement obligataire que de l'encours des sociétés non-financières (Graphique 91).

La prépondérance grandissante du financement en titres de dette *via* notamment les fonds d'investissement et le secteur assurantiel constitue une lame de fond majeure du financement de l'économie française et européenne. Cette évolution se déroule de manière concomitante avec le développement de la gestion d'actifs : les fonds d'investissement obligataires jouent par exemple un rôle de plus en plus important dans le financement des entreprises.

Avec 2 500 Md€ en 2007, l'encours des actifs sous gestion en France est passé à 3 764 Md€ en 2016⁴², soit un bond d'environ 50 %. Bien qu'en grande partie due à un effet de valorisation, l'importance croissante de ce type d'acteurs dans le financement de l'économie réelle ne vient pas sans risques pour la stabilité financière. Les régulateurs s'intéressent ainsi aux risques posés par la gestion d'actifs pour la stabilité financière⁴³, et ce dans un contexte de transformation de maturité et d'appétit grandissant pour le risque chez les fonds d'investissement obligataires.

Si l'on se réfère à une vision élargie du secteur non-bancaire utilisée au niveau international⁴⁴, c'est-à-dire l'ensemble des institutions financières à l'exception des banques, des assureurs et des fonds de pension (à noter que cette classe d'entité est totalement capturée en France par un cadre de supervision⁴⁵), on constate au niveau national un accroissement de 21 % entre 2012 et 2016 du total d'actifs qui atteint 2125 Md€ tandis que le secteur bancaire n'a cru que de 4 % (9 113 Md€ fin 2016).

Au niveau de la zone euro, ces évolutions sont plus marquées. L'encours de ces entités a atteint 31 000 Md€ au 4^{ème} trimestre 2016, soit une croissance de presque 40 % entre 2012 et 2016 alors que

⁴² Ces chiffres incluent la gestion sous mandat – voir chapitre III.C

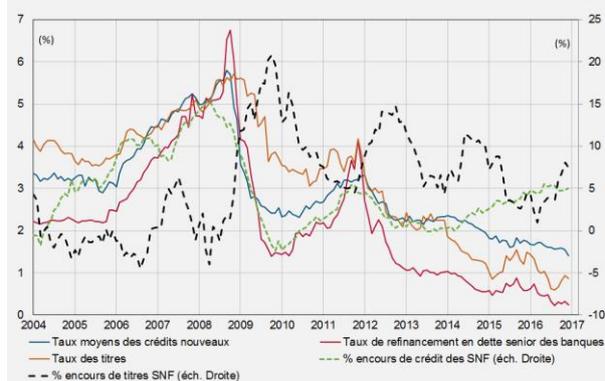
⁴³ Pour de plus amples détails, voir le chapitre thématique dédié de ce rapport

⁴⁴ Voir *ESRB Shadow Banking Monitoring n°2*, Mai 2017.

⁴⁵ Voir chapitre 3.C du Rapport Annuel du HCSF de Juin 2015

dans le même temps, les actifs du secteur bancaire ont décliné de 6 % sur la même période. Ils représentent ainsi 109 % du total d'actifs des établissements de crédit.

Graphique 91 - Coût et dynamique de l'endettement des SNF



Ces développements posent la question de la pertinence d'une conception de la politique macroprudentielle centrée principalement sur le secteur bancaire. D'une part, à mesure que s'accroît l'implication directe de nouveaux acteurs dans le financement de l'économie, l'importance systémique potentielle d'acteurs non bancaires augmente également. D'autre part, dans un contexte où les différents instruments de financement s'avèrent largement substituables, le recours à des instruments contraignants ne portant que sur certains acteurs ou certains instruments tend plutôt à accentuer les mouvements de substitution sans impact sur la dynamique de l'endettement dans son ensemble.

Dans ce contexte, la conduite de la politique macroprudentielle est appelée à évoluer suite à un réexamen des objectifs qu'il convient

d'assigner aux instruments macroprudentiels contraignants mobilisables dans le secteur bancaire et une meilleure compréhension des risques posés par d'autres secteurs et de la manière de la prévenir dans une perspective macroprudentielle.

C. Adapter les instruments macroprudentiels mobilisables dans le secteur bancaire

Les pouvoirs macroprudentiels contraignants dont disposaient jusqu'à présent les autorités macroprudentielles relèvent de deux familles distinctes. On trouve, d'une part, un ensemble d'instruments développés initialement dans un cadre microprudentiel et adaptés en vue d'un usage macroprudentiel et, d'autre part, des dispositions permettant la fixation de conditions d'octroi de crédit.

La première famille d'instruments compte principalement la définition de nouveaux coussins de fonds propres (dans le cadre des accords de Bâle III avec quelques compléments mis en œuvre dans le cadre de CRR/CRD 4)⁴⁶ qui peuvent être utilisés avec des logiques distinctes :

- le relèvement des exigences de fonds propres peut également viser à resserrer les conditions de financement dans l'économie afin d'atténuer et prévenir une expansion du crédit et un effet de levier excessifs, ce qui a pour conséquence de limiter l'accumulation de déséquilibres financiers au niveau sectorielle (e.g. en visant que des expositions relevant de l'immobilier résidentiel) ou macroéconomique (a.) ;
- en accroissant l'exposition financière des actionnaires (« *skin in the game* »), les exigences additionnelles de fonds propres peuvent avoir pour objectif de limiter l'impact systémique d'incitations inappropriées en réduisant l'aléa moral de la part de certains acteurs (b.) ;
- ils peuvent viser à renforcer la résilience des établissements bancaires en augmentant leur capacité d'absorption des chocs (c.).

Ces trois approches ne sont pas mutuellement exclusives mais elles mettent l'accent sur différents objectifs : ralentissement de la dynamique de l'endettement et réduction du risque d'un point de vue macro (a. et b.), incitation du secteur bancaire à un comportement davantage prudent (b. et c.), réduction de l'exposition au risque des établissements (a. et c.), limitation de l'impact d'un choc (c.). La calibration de ces coussins peut d'ailleurs être le résultat de *stress tests*, qui sont à la frontière entre la gestion des

⁴⁶ On peut citer en complément les contraintes de liquidité qui peuvent être définies et mises en œuvre avec une double logique micro et macroprudentielle.

risques au niveau micro-prudentiel (qui met l'accent sur la résilience des banques individuelles face à des chocs macroéconomiques, pas uniquement liés au développement du crédit) et macro-prudentiel (qui affectent le système financier dans son ensemble). Les *stress tests* menés par les superviseurs ont notamment été mobilisés aux Etats-Unis afin de rétablir la confiance dans le système bancaire et inciter à des recapitalisations bancaires (exercices SCAP en 2009 et CCAR 2011⁴⁷).

On peut d'ailleurs noter que certains des objectifs des instruments macroprudentiels (réduction du risque d'un point de vue macro, incitation à un comportement davantage prudent) peuvent aussi être poursuivis, plus directement, par le biais de la fixation de critères d'octroi de crédit.

Cette pluralité d'objectif est bien illustrée par l'analyse de la diversité des doctrines d'emploi du coussin de fonds propres contracyclique (*Countercyclical Capital Buffer* ou CCyB) développées par différents acteurs. Si le CCyB est toujours vu dans une perspective préventive pour agir à contre-courant du cycle financier, certains suggèrent de poursuivre un objectif d'atténuation du cycle quand d'autres insistent davantage sur l'atténuation des conséquences d'un choc négatif sur le secteur bancaire. Le CGFS et l'ESRB présentent ainsi le CCyB comme un instrument visant à agir sur le cycle du crédit (implicitement et plus exactement, le cycle de l'endettement). S'inscrivant dans cette démarche, la stratégie du HCSF⁴⁸ mentionne explicitement que le Haut Conseil voit le CCyB comme un outil mobilisé en vue d'« atténuer et prévenir une expansion du crédit et un effet de levier excessifs ». D'autres autorités mettent davantage l'accent sur un objectif de résilience. Le *Financial Policy Committee* de la Banque d'Angleterre (autorité macroprudentielle britannique) assigne ainsi au CCyB comme objectif primaire de « s'assurer que le système bancaire est capable de résister à des stress sans restreindre l'accès à des services financiers » et l'autorité précise bien que « restreindre la croissance du crédit n'est pas l'objectif primaire »⁴⁹.

Le débat sur les approches trouve aussi un écho dans la mise en œuvre pratique du CCyB. Comme l'illustrent Couaillier et Idier (2017)⁵⁰, le taux du CCyB doit refléter l'état du cycle du crédit. Le périmètre des crédits retenu pour la mesure du « *crédit-to-GDP gap* » proposée comme l'un des indicateurs de référence dans la fixation de ce taux est porteur d'un choix implicite : la proposition du BCBS et de l'ESRB est de retenir une mesure large du crédit, prenant en compte l'ensemble de l'endettement bancaire (encours de crédits au bilan des banques domestiques et étrangères) mais aussi les encours titrisés et les titres de dette émis par les entreprises résidentes voire d'autres formes d'endettement (*e.g.* crédit commerciaux). Cette approche s'appuie donc sur une notion de risque à l'échelle macroéconomique. À cet égard, il paraît difficile de se conformer à une règle de fixation mécanique du niveau du coussin contracyclique telle que proposée par ces institutions. La dimension large du risque nécessite la prise en compte d'une multitude d'indicateurs macrofinanciers. L'association de méthodes statistiques (telles que les systèmes d'alerte avancée comme proposés par Coudert et Idier, 2016⁵¹) et l'intervention du jugement d'experts sont deux piliers d'analyse nécessaires pour juger de l'opportunité d'un relèvement des exigences de fonds propres des établissements bancaires (voir encadré sur les effets attendu du relèvement du taux du CCyB).

La prise en compte de l'évolution du modèle de financement de l'économie suggère de retenir effectivement une acception large du crédit (prise en compte de l'ensemble des sources d'endettement des agents non-financiers) tout en prenant acte de la plus grande sensibilité de la dynamique de ces différentes sources à leurs conditions relatives pour retenir plutôt une logique de renforcement de la résilience du secteur bancaire et de construction d'une capacité à relâcher la contrainte de capital face à un choc négatif.

⁴⁷ Beverly Hirtle and Andreas Lehnert (2014), "Supervisory Stress Tests" Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr696.pdf.

⁴⁸ HCSF (2014), « [Stratégie du Haut Conseil de stabilité financière](#) », décembre 2014.

⁴⁹ Beverly Hirtle and Andreas Lehnert (2014), "Supervisory Stress Tests" Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr696.pdf.

⁵⁰ Couaillier, C. & Idier, J., 2017, « Mesurer l'excès de crédit avec le « *gap* bâlois » : pertinence et limites pour la fixation du coussin de fonds propres bancaires contracyclique », Bulletin de la Banque de France, n. 211, mai 2017

⁵¹ Coudert V. et Idier J., 2016, Un système d'alerte pour la politique macroprudentielle, Document de Travail Banque de France 609.

Les effets attendus du CCyB

Théoriquement, un relèvement du taux du CCyB (ou d'autres types de coussins de fonds propres) a deux effets :

- en renforçant la capacité d'absorption des chocs, le secteur bancaire sera plus à même d'assurer la continuité de la fourniture de services financiers à l'économie réelle, ce qui contribuera positivement à la croissance économique ;
- en déformant la structure de financement des établissements en faveur d'une ressource plus chère que la dette, une hausse des exigences en capital conduira *a priori* à un resserrement des conditions de financement de l'économie.

Dans le premier cas, la littérature académique a clairement montré les effets bénéfiques de banques mieux capitalisées. Ces dernières ont de plus grandes chances de survivre à un stress financier : Berger et Bowman (2013)⁵² montrent sur un échantillon de banques américaines qu'une meilleure capitalisation augmente la probabilité de survie ainsi que les parts de marché pendant les crises bancaires. Plusieurs travaux ont également montré la propension des banques mieux capitalisées à assurer la distribution de crédit. Les contributions de Bernanke et Lown (1991)⁵³, Berrospide et Edge (2010)⁵⁴ aux Etats-Unis ou encore plus récemment Francis et Osborne (2012)⁵⁵ au Royaume-Uni et Gambacorta et Shin (2016)⁵⁶ sur les pays développés indiquent qu'un ratio de fonds propres plus élevé conduit à une plus forte croissance de crédit. Des auteurs tels que Carlson *et al.* (2013)⁵⁷ ont de plus montré qu'en temps de crise, les banques américaines affichant un ratio de fonds propres plus élevé pré-crise mettaient en œuvre une distribution de crédit plus dynamique que d'autres post-crise. Dans le cas de l'Espagne, Jimenez *et al.* (2012)⁵⁸ montrent que les banques mieux capitalisées sont moins enclines à refuser des demandes de prêts durant les périodes de crise économique.

Dans le deuxième cas, la mise en œuvre d'un CCyB affectera les conditions de financement des agents économiques. Pour répondre à une telle exigence, les banques qui n'étaient pas en conformité ont deux possibilités : (i) lever des fonds propres *via* une plus grande rétention des résultats nets ou l'émission de nouveaux titres de capital ; (ii) ajuster leurs actifs pondérés des risques en réduisant certaines expositions ou en faisant une réallocation dans le portefeuille. Par ailleurs, en changeant la structure du passif d'une banque, l'activation d'un CCyB renchérit le coût de financement qui peut alors se répercuter sur les taux des crédits (si la banque désire maintenir sa marge d'intermédiation constante). L'effet final sur les conditions de crédit dépendra crucialement du choix de la méthode d'ajustement du ratio de fonds propres et de l'ampleur de la hausse du coût moyen de la ressource pour la banque, en sachant qu'une meilleure capitalisation diminue à la fois le coût des fonds propres et de la dette (*cf. offset* de Modigliani et Miller, 1958⁵⁹, et résultats de Gambacorta et Shin, 2016). Il faut aussi ajouter à cela les possibles effets non-linéaires. Enfin, l'impact final sur la dynamique de crédit dépendra pour partie de l'élasticité de la demande de crédit des agents face à ces changements au niveau de l'offre.

Les travaux académiques montrent qu'une hausse des exigences de fonds propres tend à avoir un impact négatif sur la croissance du crédit. Aiyar *et al.* (2014)⁶⁰ exploitent des exigences individualisées

⁵² Berger, A.N. & Bouwman, C.H.S., 2013, « How does capital affect bank performance during financial crises? », *Journal of Financial Economics*, Volume 109, Issue 1, July 2013, Pages 146–176

⁵³ Bernanke, B. S., Lown, C. S., and Friedman, B. M., 1991, « The credit crunch », *Brookings Papers on Economic Activity* 1991 (2), pp. 205-247

⁵⁴ Berrospide, J. M. and Edge, R. M., 2010, « The effects of bank capital on lending: What do we know, and what does it mean? », *International Journal of Central Banking*

⁵⁵ Francis, W. B. and Osborne, M., 2012, « Capital requirements and bank behavior in the UK: Are there lessons for international capital standards? », *Journal of Banking & Finance* 36 (3), 803-816

⁵⁶ Gambacorta L. and Shin, H.S., 2016, « Why bank capital matters for monetary policy ? », *BIS Working Papers* n°558

⁵⁷ Carlson, M, Shan, H and Warusawitharana, M, 2013, « Capital ratios and bank lending: a matched bank approach », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 22(4), pages 663–87

⁵⁸ Jimenez, G., Ongena, S., Peydro, J. and Saurina, J., 2012, « Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan application », *American Economic Review*, Vol. 102(5), pages 2,301–26

⁵⁹ Modigliani, F. and Miller, M. H., 1958, « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review* 48 (3), pp. 261-297

⁶⁰ Aiyar, S., Calomiris, C. W., and Wiedladek, T., 2014, « Does macro-prudential regulation leak? Evidence from a UK policy experiment », *Journal of Money, Credit and Banking* 46 (s1), 181-214

de capital dites « Pilier II », fixées par le superviseur microprudentiel britannique, et estiment qu'une hausse d'un point des exigences prudentielles conduit à une baisse comprise entre 6 et 9 points de base du taux de croissance des crédits aux entreprises. Fraisse *et al.* (2015)⁶¹ trouvent sur données françaises qu'une hausse d'un point des exigences de fonds propres induit une baisse de 10 % des expositions de crédit. Les effets non-linéaires peuvent prendre la forme d'élasticités différentes suivant les classes d'actifs considérées ou le cycle économique. Bridges *et al.* (2014)⁶² obtiennent ainsi un effet beaucoup plus faible sur les crédits immobiliers par rapport à Aiyar *et al.* (2014) tandis que pour Bahaj *et al.* (2016)⁶³, les élasticités sont plus faibles lorsque l'activité économique est robuste. S'agissant de l'effet sur les prix, les estimations empiriques pointent vers des hausses de l'ordre de 10 points de base pour une hausse d'un point des exigences en capital (e.g. King, 2010⁶⁴).

En plus des précautions d'usage pour des estimations s'appuyant sur des instruments de nature microprudentielle durant la période pré-crise, les effets sur la dynamique de crédit peuvent être en réalité relativement bien neutralisés lorsque la part du financement non-bancaire devient substantielle.

Parallèlement, l'évolution des modalités de financement de l'économie plaide aussi pour adapter la seconde famille d'instruments (fixation de critères d'octroi de crédit) afin de s'assurer que les contraintes que l'autorité macroprudentielle pourrait imposer sur l'offre de crédit ne conduisent pas à des effets de fuite en raison d'une application partielle de ces contraintes. Une évolution de ce type a été mise en œuvre par la loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (« loi Sapin II ») qui étend aux entités soumises au contrôle de l'AMF et ayant reçu l'autorisation d'exercer une activité de crédit le champ d'application des mesures qui peuvent être prises en matière de fixation de conditions d'octroi de crédit précédemment applicables aux seules entités soumises au contrôle de l'ACPR.

D. Conduire la politique macroprudentielle face aux risques non-bancaires

En complément, le poids croissant d'acteurs non bancaires (sociétés d'assurance et autres investisseurs institutionnels, gestion d'actifs) dans le financement de l'économie renforce l'attention que doit porter la surveillance macroprudentielle aux développements dans ces parties du système financier et aux risques spécifiques auxquels elles peuvent être exposées⁶⁵.

Dans le cas de l'assurance, si le secteur est généralement considéré comme peu contributeur au risque systémique, du fait notamment de son passif très long et de la diversification de son portefeuille d'actifs, l'environnement actuel de taux bas peut être à l'origine d'une fragilisation des assureurs, par exemple dans le cadre des activités vie qui présentent des engagements de long terme incluant parfois des garantis⁶⁶. La résilience des organismes d'assurance en situation de taux bas a d'ailleurs fait l'objet d'investigations à l'occasion des *stress tests* menés par l'EIOPA en 2014 et 2016. En réaction, les évolutions de leurs activités et de leur allocation de portefeuille peuvent aussi accroître leur sensibilité au risque systémique. En particulier, le déséquilibre de durée entre les deux parties de leur bilan rend les assureurs particulièrement sensibles au risque de taux qui constitue le principal risque d'un actif généralement très obligataire tandis qu'en parallèle, ils augmentent en parallèle leurs expositions communes à d'autres segments de marché (surtout lorsqu'ils sont à la recherche de rendement pour

⁶¹ Fraisse, H., Lé, M. and Thesmar, D., 2015, « The real effects of bank capital requirements », *Débats Economiques et Financiers* n°8, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, Banque de France

⁶² Bridges, J., Gregory, D., Nielsen, M., Pezzini, S., Radia, A. and Spaltro, M., 2014, « The impact of capital requirements on bank lending », *Bank of England Staff Working Paper* No. 486

⁶³ Bahaj, S., Bridges, J., Malherbe, F. and O'Neill, C., 2016, « What determines how banks respond to changes in capital requirements? », *Bank of England Staff Working Paper* No 593

⁶⁴ King, M., 2010, « Mapping capital and liquidity requirements to bank lending spreads », *BIS Working Paper* No. 324

⁶⁵ Ces parties du système financier n'étaient pas précédemment hors du champ de la surveillance macroprudentielle. A titre d'illustration, l'importance de la fonction économique de l'assurance justifie par elle-même une préoccupation de l'autorité macroprudentielle au regard de possibles conséquences dans l'offre d'assurance en cas de défaillance de certains acteurs. En revanche, la plus grande implication (et/ou l'implication plus directe) dans le financement de l'économie apportent une nouvelle dimension à cette préoccupation.

⁶⁶ Pour plus de détails, voir le chapitre dédié aux taux bas dans le rapport 2015 du HCSF

satisfaire à leurs engagements contractuels)⁶⁷, ce qui accroît leur vulnérabilité face à un choc systémique. Côté passif, le caractère relativement liquide de certains contrats peut fragiliser les assureurs lors d'une remontée brutale des taux, une vague de rachat pouvant les pousser à réaliser des ventes forcées d'actifs et accroître cette fois-ci leur contribution systémique.

Le chapitre suivant revient pour sa part sur les enjeux en matière de stabilité prudentielle associés à la gestion d'actifs.

D'une manière générale, certains principes dégagés dans le cadre du développement de la politique macroprudentielle au sein du secteur bancaire trouvent aussi à s'appliquer dans la gestion des risques systémiques non-bancaires. Deux principes importants s'imposent notamment. D'une part, le HCSF recherche une articulation efficace entre les politiques micro- et macroprudentielle et le principe de subsidiarité qui préside à son action est déterminant : le HCSF n'a ainsi vocation à intervenir que lorsque l'action microprudentielle n'est pas suffisante ou convergente avec la logique macroprudentielle. D'autre part, le HCSF doit faire usage de l'ensemble des types d'instruments, qu'ils soient *soft* ou contraignants. Or, si le HCSF pouvait d'ores et déjà agir sur les secteurs non-bancaires par le biais de sa communication ou des avis/recommandations qu'il formule, l'efficacité de son action (y compris lorsqu'elle passe par des instruments *soft*) semble renforcée lorsqu'il a également à sa disposition des instruments contraignants.

Alors que, dans le cadre d'une anticipation prudente de situation de risque possible alors même que la situation du secteur français de l'assurance est jugée relativement bonne, le renforcement de la politique macroprudentielle dans le secteur de l'assurance est apparu utile face à la cristallisation de l'environnement particulier de taux bas. Ce double principe (subsidiarité et mise en place d'une variété d'instruments suffisante – en particulier en termes d'intensité) a présidé aux réflexions du gouvernement et du législateur dans ce domaine qui ont conduit à ce que de nouvelles prérogatives soient confiées au HCSF suite à l'adoption de la loi Sapin 2⁶⁸.

Ces nouveaux pouvoirs visent à donner les moyens au HCSF d'adopter des mesures à la fois préventives et curatives dans le secteur de l'assurance en introduisant au L. 631-2-1 du code monétaire et financier un 5° *bis* autorisant une modulation des règles de constitution et de reprise de certaines provisions et un 5° *ter* confiant au HCSF le pouvoir de prendre des mesures conservatoires.

La capacité à intervenir sur la constitution et la distribution des réserves pour participation aux bénéfices permet au HCSF de mettre en œuvre une approche contracyclique destinée à assurer, si nécessaire, une bonne adéquation dans la durée entre les rendements des produits d'épargne et l'environnement macro-financier. Ce pouvoir contraignant a été jugé utile pour compléter les instruments *soft* déjà mobilisés et renforcer les interventions précédentes du HCSF et des institutions que ses membres représentent, appelant à davantage de prudence dans la détermination des rendements offerts aux épargnants dans le contexte de la baisse des taux et face à la perspective d'un environnement de taux durablement bas.

Parallèlement, le principe de subsidiarité est au cœur des prérogatives permettant au HCSF de prendre, temporairement, à l'échelon de l'ensemble du secteur de l'assurance ou d'un sous-ensemble significatif de ce secteur, certaines des mesures conservatoires (limitation de l'exercice de certaines opérations ou activités, y compris acceptation de primes ou versements ; libre disposition de tout ou partie des actifs ; paiement des valeurs de rachat ; exercice de la faculté d'arbitrage ou versement d'avances sur contrat ; distribution d'un dividende aux actionnaires, d'une rémunération pour les certificats mutualistes ou paritaires ou encore d'une rémunération des parts sociales aux sociétaires). L'ACPR disposait déjà de ces pouvoirs à titre individuel. Cependant, le mandat microprudentiel de l'ACPR ne lui permet pas de prendre ce type de mesure de manière large, pour l'ensemble (ou un sous-ensemble pertinent) des entités du secteur (assureurs, mutuelles, institutions de prévoyance) comme pourrait le justifier une situation de risque systémique. Le HCSF a désormais la capacité, dans un processus strictement encadré (*e.g.* implication du collège de supervision de l'ACPR et du comité consultatif de la législation et de la réglementation financières), d'intervenir par exemple dans un scénario de remontée brutale des taux

⁶⁷ IMF (2016), *Global Financial Stability Report*, April 2016

⁶⁸ Pour une présentation détaillée, voir la notice publiée par le HCSF : HCSF (2016), « [Evolution des prérogatives du HCSF prévue par l'article 49 de la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique](#) », décembre 2016

dans lequel les assureurs-vie pourraient faire face à un phénomène de rachats auto-réalisateur et potentiellement déstabilisant à la Diamond et Dybvig (1983)⁶⁹. Si les assurés anticipent que les autres assurés vont se précipiter pour racheter leur fonds euros afin de profiter de rendements plus élevés offerts par d'autres placements financiers, il devient alors rationnel pour l'ensemble des assurés de se « ruer » vers la sortie. Un tel mouvement peut alors mettre sous pression la gestion de la liquidité du secteur et déclencher des ventes forcées aux conséquences potentiellement systémiques vue l'importance des assureurs-vie sur certains segments (par exemple, le refinancement bancaire). Pour briser une telle anticipation auto-réalisatrice, le HCSF peut limiter temporairement, pour tout ou partie du portefeuille, le paiement des valeurs de rachat ce qui permettra de stabiliser les acteurs et limiter l'apparition d'un stress supplémentaire sur les marchés financiers.

De tels instruments restent encore une nouveauté et leur mise en œuvre exige encore des travaux d'opérationnalisation. Mais si la mutation du financement de notre économie renforce la logique d'action du HCSF (agir, chaque fois que c'est possible, sur les causes fondamentales des déséquilibres financiers), elle conduit aussi à développer de nouvelles capacités d'interventions. De ce point de vue, si le HCSF fait preuve d'un certain *leadership*, il est aussi particulièrement vigilant, compte tenu des possibles effets de « fuite », à ce que la définition de nouveaux instruments intervienne, le plus souvent possible, dans le cadre d'un travail collaboratif entre les régulateurs des principales économies mondiales, au niveau du FSB ou, dans l'Union européenne, au niveau de l'ESRB.

⁶⁹ Diamond, D.W. et Dybvig, P.H., 1983, « Bank runs, deposit insurance, and liquidity », *Journal of Political Economy*. 91 (3): 401-419

Ch.5 Les enjeux de stabilité financière associés à la gestion d'actifs

L'implication de certains types d'acteurs de la gestion d'actifs dans les mécanismes de la crise financière de 2008 et, par la suite, la place croissante du secteur sur les marchés et dans le financement de l'économie ont suscité une attention nouvelle sur cette industrie. En effet, lors de la crise financière de 2008, des segments (acteurs du secteur financier parallèle, *shadow banking*, ou certains fonds monétaires américains, par exemple) de la gestion d'actifs avaient été significativement touchés et ont pu jouer un rôle dans la propagation des chocs à d'autres acteurs de marché. La forte croissance des encours sous gestion des gestionnaires d'actifs qui a suivi la crise ainsi que leur rôle croissant dans le financement direct de l'économie a ainsi amené les régulateurs de marché à considérer les potentiels risques portés par l'industrie de la gestion d'actifs.

Tout en reconnaissant l'apport bénéfique de l'industrie à la diversification des placements des investisseurs ainsi que son profil de risque spécifique et distinct de celui des établissements de crédits et des assureurs, les régulateurs ont identifié des enjeux de stabilité financière en lien avec l'usage, par certains fonds, d'un effet de levier ou encore avec la transformation de maturité qu'ils peuvent opérer. En pratique, l'ensemble des acteurs de la gestion sont régulés en France⁷⁰ et les régulations européennes et françaises prennent en compte ces risques et comprennent des outils pour les contenir. Cela a conduit le HCSF à examiner plutôt les différentes interconnexions entre les fonds et les autres acteurs financiers, et à envisager les phénomènes de report de ces risques que peut impliquer la mobilisation de ces outils.

A. Les acteurs de la gestion d'actifs présentent des enjeux spécifiques pour la stabilité financière

D'un point de vue macroprudentiel, au-delà des risques liés à l'impact de l'environnement macrofinancier sur les comportements des acteurs présents sur les marchés et auxquels ils sont exposés⁷¹, les acteurs de la gestion d'actifs sont exposés à certains risques spécifiques ou présentent des caractéristiques particulières susceptibles de jouer un rôle dans l'amplification ou la propagation de chocs financiers.

A.1. Le risque de liquidité

Le risque de liquidité est la conséquence d'un écart de liquidité entre l'actif du fond et son passif et la matérialisation du risque résulte de la conjonction d'une situation de demandes de retrait (potentiellement motivées par un épisode de stress financier ou de tension sur le marché de l'actif sous-jacent) et d'une situation où l'évaluation de la valeur des actifs du fonds est incertaine et/ou susceptible d'être significativement affectée par la liquidation de l'actif. Dans ces conditions, la capacité du fonds à se conformer à ses obligations contractuelles serait compromise par le fait qu'une position dans le portefeuille ne pourrait pas être cédée, liquidée ou clôturée pour un coût limité et dans un délai suffisamment court.

⁷⁰ Pour un examen du système financier parallèle en France, voir HCSF (2015) Rapport annuel, pp. 66 et suiv.

⁷¹ Par exemple, l'environnement actuel de taux bas prolongé occasionnant la compression des *yields* peut également accentuer le phénomène de migration des investissements vers des actifs plus risqués et moins liquides. Ces phénomènes sont renforcés par la raréfaction (au moins relative) de certains actifs (par exemple, dettes souveraines les mieux notées dans un contexte de désendettement public dans certaines économies et d'augmentation du risque souverain dans d'autres, obligations *corporate* les mieux notées dans le contexte des programmes de rachat d'actif des banques centrales, etc.) ; voir HCSF (2015) Rapport annuel, pp. 39 et suiv.

Dans le cas d'un organisme de placement collectif (OPC) « ouvert⁷² » (environ 1 300 Md€ soit environ 92 % des OPC domiciliés en France), cela signifierait une incapacité à faire face à tout moment à l'obligation pour le fonds de racheter les parts à la demande des porteurs.

Ce risque résulte donc de la combinaison de trois facteurs : (i) la capacité de faire face à l'obligation de remboursement des parts des fonds aux investisseurs, éventuellement aggravée par (ii) le risque de comportement moutonnier des détenteurs des parts du fonds, l'intensité du risque étant accentuée par (iii) la liquidité de l'actif sous-jacent. Le risque de liquidité se situe donc à l'intersection entre une problématique de liquidité des marchés et de comportement des souscripteurs.

D'un point de vue individuel, le risque de liquidité pose des questions liées à l'égalité de traitement entre les porteurs. La réglementation cherche ainsi à limiter l'impact que les décisions de vente de certains investisseurs peuvent avoir sur ceux qui veulent rester (baisse de la valeur liquidative, ou de la liquidité moyenne des actifs du fonds).

D'un point de vue systémique, l'attention se porte aussi voire davantage sur les conséquences de la matérialisation du risque de liquidité sur les dynamiques de marché. Si les souscripteurs du fonds demandent en nombre le rachat de leur participation au fonds, le fonds peut se retrouver dans l'incapacité d'honorer toutes les demandes sans procéder à des ventes d'actifs. L'amplitude du phénomène peut aboutir à le contraindre à vendre des actifs dans des conditions où un impact sur le prix ou la liquidité de ces actifs ne peut être évité. Dans le cas le plus probable où un tel phénomène impacte l'ensemble des fonds présents sur ce segment de marché, cette situation est amplifiée par des ventes d'actifs simultanées aboutissant à une amplification des mouvements de marché (*fire sales*). Ce phénomène peut alors générer des pertes supplémentaires que les investisseurs des fonds n'auraient pas forcément intégrées dans leur décision de cession, et entraîner d'autres demandes de rachat.

A.2. Le risque de levier

Le recours au levier permet aux fonds d'investissement d'augmenter leur exposition au marché afin d'obtenir des rendements additionnels. Il s'agit a priori d'un choix raisonné de l'investisseur. Le contexte de l'environnement de taux bas peut d'ailleurs susciter un recours accru au levier.

Néanmoins, le recours au levier est, en tant que tel, un amplificateur potentiel du risque : les fonds qui y recourent ont une exposition supérieure au risque et une moindre capacité à absorber des pertes de sorte que tout retournement de conjoncture peut remettre en cause leur capacité de remboursement. L'exemple de la faillite du fonds américain Long Term Capital Management (LCTM), en 1998, démontre qu'un recours excessif au levier et une mauvaise gestion de la liquidité peuvent avoir des effets impactant le bon fonctionnement des marchés financiers.

La préoccupation des régulateurs et des superviseurs est de suivre, et si nécessaire d'encadrer, le recours au levier, ce suivi étant compliqué en raison de la variété de techniques permettant d'obtenir cet effet de levier. S'il peut être obtenu par l'endettement (levier « physique » ou *funding leverage*), il peut aussi l'être par l'utilisation de dérivés ou de prêts de titres (levier « synthétique » ou *instrument leverage*). Au-delà même de ces différences de techniques, plusieurs méthodes de calcul coexistent pour chaque catégorie de levier de sorte que la comparabilité des données pose problème et que l'estimation de l'usage de cette technique financière au sein de l'industrie reste imparfaite.

Par ailleurs, l'utilisation des dérivés (à des fins de couverture comme dans le cadre de la recherche d'une exposition plus grande au marché) augmente la sensibilité du portefeuille aux fluctuations de marché et renforce le risque de contagion direct (par les contreparties) ou indirect (par leur exposition) tandis que les pratiques d'appel de marge et les conséquences négatives des phénomènes de ventes massives de titres (*fire sales*) pour répondre aux appels de marge ou aux demandes de rachat en période de stress peuvent créer des phénomènes procycliques dommageables⁷³.

⁷² Fonds qui offrent une possibilité de rédemption de leurs parts aux souscripteurs

⁷³ Chan N., Getmansky M., Haas S., et Lo A. (2007), "Systemic Risk and Hedge Funds, The Risks of Financial Institutions", ed. Mark Carey and Renee Stulz, University of Chicago Press, Chicago, IL, pp. 235-338.

A.3. Le risque de la gestion passive

L'essor rapide de la gestion passive⁷⁴ soulève des enjeux relatifs à :

- La formation des prix : si certains fonds ou certains types de gestion présentaient une emprise de marché importante, le fonctionnement du marché pourrait en être affecté. Les interrogations portent notamment sur le mécanisme de découverte des prix des sous-jacents, qui pourrait être ralenti en raison d'un moins grand nombre de transactions et donc entraîner une valorisation des actifs moins juste, pouvant engendrer un risque de mauvaise valorisation des dispositions prudentielles. L'amplification des épisodes de stress, avec potentiellement une volatilité accrue du fait de comportements moutonniers.
- La liquidité des sous-jacents : le sens de cet impact étant à ce stade non tranché, certains épisodes ayant pu montrer que les ETF ont apporté une couche de liquidité supplémentaire, d'autres s'inquiètent de la possibilité pour les ETF d'affecter négativement la liquidité du sous-jacent en période de stress.

A.4. Autres risques

Par nature, les fonds ne conservent pas de risques, les risques étant assumés par les souscripteurs. L'analyse des enjeux de stabilité financière nécessite donc de comprendre les interconnexions entre les fonds et le reste du secteur financier. Ces interconnexions peuvent intervenir à différents niveaux : les souscripteurs des fonds peuvent être (sont souvent) d'autres institutions financières tandis que les fonds peuvent être exposés à leur actif à d'autres acteurs du secteur financier, directement (au travers d'une détention de titres par exemple) ou indirectement (par le biais d'expositions communes pouvant par exemple être à l'origine d'une contagion en cas de *fire sales*), enfin, les fonds peuvent avoir des relations opérationnelles avec d'autres acteurs financiers (dans le cadre de relation de *prime brokerage*) ou encore au travers de relations capitalistiques entre les sociétés de gestion qui les gèrent et des banques ou des sociétés d'assurance et des liens formels ou informels qui peuvent en résulter. La structure du secteur de la gestion d'actifs et les détentions croisées à l'actif et au passif des fonds vis-à-vis de contreparties du secteur financier impliquent l'existence de réseaux entre ces acteurs qui peuvent jouer un rôle dans la propagation des chocs financiers.

Par surcroît, l'industrie se caractérise par un degré élevé de concentration des encours sous gestion auprès d'un nombre restreint de sociétés de gestion. Cette structure concentrée pourrait être porteuse de risques dans les cas où des actions de gestion sont prises par les gestionnaires de manière transversale pour un ensemble significatif de leurs fonds ou en cas de mimétisme entre ces entités, générant ainsi des effets amplificateurs dans les mouvements de marché.

La concentration du secteur peut aussi amplifier les risques opérationnels : en fonction de l'emprise d'un acteur sur un marché donné, une défaillance opérationnelle sévère à l'échelle d'une seule entité pourrait avoir un effet sur l'échelle de la liquidité de ce marché tout entier⁷⁵. Cette amplification peut aussi résulter du recours à des prestataires de service communs.

Le risque opérationnel peut aussi prendre d'autres formes. Un placement collectif ou un portefeuille individuel géré dans le cadre d'un mandat peuvent subir des pertes résultant de l'inadéquation de processus internes et de défaillances liées aux personnes et aux systèmes. Il comprend également le risque résultant d'événements extérieurs, y compris le risque juridique et le risque de documentation, ainsi que le risque résultant des procédures de négociation, de règlement et d'évaluation, appliquées pour le compte du placement collectif ou du portefeuille individuel. Dans ce cadre, le principal risque mis en avant au niveau international en raison de son potentiel impact systémique, est celui du risque opérationnel de transfert de mandats ou de comptes clients entre gérants en période de stress.

⁷⁴ Pour plus de détails à ce sujet, voir AMF (2017) « Les ETF : caractéristiques, état des lieux et analyse des risques – Le cas du marché français », *Lettres & cahiers de l'AMF*, 14 février 2017

⁷⁵ Il convient toutefois de souligner que l'emprise de marché d'un gestionnaire d'actifs peut sensiblement varier entre différents segments et qu'il existe des dispositifs sophistiqués auprès des acteurs les plus sophistiqués pour réduire ce risque opérationnel par le biais de contrôles indépendants internes et externes et d'évaluation des risques.

Les travaux du FSB sur l'identification des vulnérabilités théoriques de la gestion d'actifs

Le FSB et l'OICV se sont penchés sur les risques liés à l'industrie de la gestion d'actifs, dans un premier temps dans le cadre d'identification des entités systémiques non bancaires non assurantielles. Cette approche avait pour objet d'identifier des entités de nature systémique pouvant, à elles seules, déstabiliser l'ensemble du système financier. Ces travaux ne sont toutefois jamais parvenus à proposer une méthodologie convaincante pour identifier si des fonds et/ou leurs gestionnaires pouvaient revêtir un caractère systémique avéré. Ainsi, le FSB a décidé de lancer des travaux en mars 2015⁷⁶ ayant pour objectif d'identifier les vulnérabilités potentielles de l'industrie de la gestion d'actifs pouvant constituer une menace pour la stabilité financière, et le cas échéant d'élaborer des recommandations.

Les vulnérabilités identifiées par le FSB se concentrent sur les risques liés aux caractéristiques et à la gestion des fonds, à savoir :

- le décalage entre le profil de liquidité d'un fonds et la liquidité des instruments sous-jacents et le risque de rachats massifs qui peut en découler⁷⁷ ;
- l'utilisation du levier (au-delà d'un état des lieux des différentes techniques de calcul du levier, l'enjeu est de déterminer dans quelle mesure l'utilisation du levier est susceptible d'occasionner des cessions massives d'actifs, *fire sales*) ;
- les risques opérationnels et les problématiques associées au transfert de mandats de gestion (i.e. risques potentiellement associés au transfert d'un montant important de titres appartenant à un seul investisseur d'un gérant vers un autre) ;
- les activités de prêts-emprunt de titres (risques associés aux opérations réalisées par les gérants en tant qu'agent prêteur (intermédiaire sur les marchés du prêt emprunt dans un contexte où certains acteurs de très grande taille comme BlackRock ou Vanguard ont développé une activité d'agent-prêteur dans des proportions telles qu'il paraît légitime de s'interroger sur les éventuels risques associés).

Par ailleurs, un point d'attention général concerne les « *data gaps* »⁷⁸, en particulier en ce qui concerne le profil de liquidité des fonds ainsi que les données sur le levier.

Les recommandations

À l'issue de ce travail, le FSB a publié en juin 2016 une consultation, proposant une série de quatorze recommandations vouées à répondre aux risques potentiels identifiés⁷⁹. Sur les quatorze recommandations, dix renvoient à l'OICV la détermination des détails techniques de leur mise en œuvre opérationnelle.

La majeure partie des recommandations porte sur les risques de liquidité que représentent les fonds ouverts investis sur des actifs peu liquides et sur les risques liés à l'effet de levier.

En matière de gestion du risque de liquidité, il est recommandé pour les fonds ouverts :

- d'accroître et d'améliorer la collecte de données par les régulateurs et l'information communiquée aux investisseurs (recommandations 1, 2 et 11) ;
- de favoriser un meilleur alignement de la liquidité de l'actif et du passif des fonds afin de limiter le degré de transformation de liquidité (recommandation 3) ;
- de mettre à disposition des acteurs une large palette d'outils de gestion de la liquidité, pour faire face aux différents scénarios de stress et d'augmenter les chances que les rachats

⁷⁶ Initialement, ce chantier avait été lancé en parallèle des travaux portant sur la désignation des entités systémiques non-bancaires non-assurantielles, dans le cadre desquels une seconde consultation avait été publiée le 4 mars 2015. Néanmoins, le FSB et l'OICV ont décidé que la priorité devrait porter sur l'analyse des vulnérabilités dans ce secteur, en raison de la volonté de favoriser une approche plus complète consistant à examiner les risques liés à l'industrie de la gestion dans son ensemble par opposition à une approche entité par entité. Une fois cette analyse réalisée, le FSB en collaboration avec l'OICV s'interrogera sur l'opportunité de compléter ces travaux par la désignation d'entités systémiques (voir note sur les grands acteurs de la gestion française).

⁷⁷ Il s'agit notamment de déterminer dans quelle mesure les investisseurs utilisant des fonds d'investissement seraient plus incités à sortir du véhicule en cas de problème sur les marchés que s'ils détenaient directement les titres dans lesquels le fonds a investi

⁷⁸ Un sous-groupe de travail a ainsi été mandaté pour permettre de dresser un panorama complet des données collectées par le régulateur (et des raisons pour lesquelles elles le sont) et des données manquantes, mais aussi d'identifier de potentiels écarts entre juridictions, notamment en ce qui concerne les définitions de certains concepts (tel que celui de levier) et les champs des données collectées.

⁷⁹ FSB (2016), « Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities », juin.

puissent être honorés. En outre, il est recommandé d'introduire un ou plusieurs mécanismes afin de réduire les risques de rachats massifs associés au phénomène de prime au premier sortant (recommandations 4 et 5) ;

- d'encourager et d'accompagner les acteurs sur la manière de réaliser régulièrement des *stress tests* (recommandation 6) ;
- d'encourager les gérants à établir un cadre de gouvernance robuste et clair, en particulier s'agissant de l'activation d'outils extraordinaires de gestion de la liquidité (tels que les suspensions de rachats) (recommandations 7 et 8).

Les autorités pourraient également réfléchir aux indications qu'apporteraient des macro *stress tests* ("system-wide stress testing") sur la résilience des marchés en cas de ventes collectives massives d'actifs par les fonds (recommandation 9).

En ce qui concerne le risque de levier, il est recommandé que :

- L'OICV mette au point une ou plusieurs mesure(s) simple(s) et cohérente(s) du levier, afin de permettre le suivi et la comparaison entre fonds et entre juridictions. Tout fonds ayant recours au levier est concerné (fonds grand public, fonds professionnels, *hedge funds*, etc.). Au-delà de cette première mesure, l'OICV serait également en charge de concevoir une mesure complémentaire de levier déterminée à partir d'une approche par les risques, qui permettrait aux autorités d'améliorer leur compréhension des risques liés à l'effet de levier. Le FSB insiste en particulier sur le besoin de prendre en compte de manière pertinente le levier synthétique, (i.e. le levier généré par le recours à des dérivés) en s'attachant notamment à définir des mécanismes de *netting* et de *hedging* adaptés.
- L'OICV serait également chargé de collecter des données agrégées nationales ou régionales sur le risque de levier.
- Enfin, le FSB recommande aux autorités compétentes de surveiller l'utilisation du levier faite par les fonds d'investissement, et en particulier ceux qui ne seraient pas soumis à des contraintes spécifiques en matière de levier ; et d'intervenir si nécessaire.

Les recommandations 13 et 14 s'adressent aux gérants (et non aux fonds) dont la taille est importante, ou l'activité complexe ou qui fournissent des services essentiels (par exemple modèles de *pricing*, ou plateforme IT). Elles constituent une première réponse au travail d'identification des entités systémiques, en les identifiant et en leur appliquant des contraintes supplémentaires. A cet égard, il est recommandé aux autorités :

- d'exiger la mise en place de cadres de gestion des risques qui soient robustes et adaptés à la taille et la complexité des fonds. A cet égard, le FSB note l'importance pour les acteurs de disposer de plan de continuité de l'activité et de plans de transition afin de faciliter le transfert sans heurt des mandats de gestion en situations de marché stressé (recommandation 13).
- De contrôler les pratiques d'indemnisation proposées par certains gérants qui agissent en tant qu'agent prêteur à leurs clients et d'exiger qu'ils aient mis en place les garde-fous nécessaires pour couvrir les pertes potentielles (recommandation 14).

Concernant l'extension et l'amélioration des exercices de collectes de données, à ce stade l'une des recommandations envisagée est de proposer d'améliorer la collecte de données en ce qui concerne les fonds grand public (OPCVM) et leur utilisation d'instruments dérivés par exemple, sur le modèle du reporting AIFM et d'introduire une obligation de transmission d'informations portant sur les mandats de gestion⁸⁰. Par ailleurs, une autre recommandation possible pourrait être de promouvoir l'utilisation systématique de l'identifiant unique des intervenants sur les marchés financiers (*Legal Entity Identifier* - LEI) et de mettre au point des bonnes pratiques en matière de collecte de données.

Après une consultation, les recommandations du FSB ont été finalisées fin 2016 et l'OICV a été chargé de décliner les propositions opérationnelles d'ici fin 2017.

B. Un renforcement des outils microprudentiels qui constitue une première réponse aux préoccupations macroprudentielles

Activité par nature internationale, la régulation de la gestion d'actifs est au cœur de travaux internationaux et européens. Certains de ces chantiers ont concerné des types d'acteurs particuliers (encadrement des gestionnaires de fonds alternatifs comme les *hedge funds*⁸¹, développement de fonds d'investissement à long terme ELTIF, règlement sur les fonds monétaires dont certains ont démontré, pendant la crise, leur forte sensibilité aux risques de demandes de rachats massifs⁸²) tandis que d'autres ont consolidé le cadre le plus usuel de ces activités (renforcement de la directive UCITS/OPCVM) ou eu un impact plus indirect mais tout aussi important (agences de notation de crédit avec CRA, marchés de dérivés – règlement EMIR – cessions temporaires – règlement SFTR sur le prêt/ emprunt et les prises/mises en pension – réduction des risques de mauvaise distribution de produit financiers – MIF 2 – et standardisation des présentations d'instruments financiers destinés au grand public – PRIIPS).

La France a amendé sa réglementation pour transposer les règles européennes et, plus largement, mettre en œuvre les recommandations internationales. Le *corpus* réglementaire d'outils de supervision et de régulation ainsi constitué figure parmi les plus complets au niveau international et européen.

B.1. Encadrement de la liquidité

Pour faire face au risque de liquidité, les gérants de fonds doivent maintenir un système de gestion des risques adapté qui leur permette de répondre aux demandes de leurs investisseurs. Cette gestion repose en particulier sur la bonne calibration des principales caractéristiques d'un organisme de placement collectif (limites d'investissement interne et seuils d'alerte spécifiques à la stratégie mise en place, taille, type de passif, fréquence de valeur liquidative...) lors de sa constitution. De manière générale, la gestion du risque de liquidité doit être adaptée à la nature des actifs et à la structure du passif.

La réglementation française reprend et complète les mesures européennes et prévoit un dispositif global de gestion des risques intégrant :

- l'éligibilité à l'actif d'un OPCVM et d'un FIVG limitée à des instruments financiers dont la liquidité a été jugée satisfaisante ;
- l'existence d'une fonction permanente de gestion des risques disposant de moyens humains et techniques permettant la gestion du risque de liquidité et indépendante si le gérant a recours à des instruments présentant des difficultés en matière d'évaluation et/ou de liquidité ;
- un suivi de la liquidité adapté aux stratégies d'investissements et aux politiques de remboursement ainsi que le déploiement d'outils de gestion de la liquidité permettant un traitement équitable des investisseurs ; et enfin ;
- un suivi de la structure du fonds à l'actif et au passif dont un des premiers indicateurs est le degré de concentration du portefeuille d'actifs détenus ainsi que des investisseurs au passif.

Ces dispositions ont été complétées en 2016 par l'introduction d'un mécanisme de *gates* plus complet (voir encadré) de sorte qu'aujourd'hui, le dispositif français d'encadrement de la liquidité des fonds est parmi les plus complets d'Europe (Tableau 1).

⁸¹ La directive européenne AIFM découle directement de cet objectif adopté par le G20 à Pittsburgh en 2009, en visant à créer un cadre harmonisé pour les gestionnaires de FIA en Europe.

⁸² Le règlement sur les fonds monétaires élaboré au niveau européen est la traduction européenne des recommandations adoptées par le Conseil de Stabilité Financière (*Financial Stability Board* – FSB) et l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) à la demande du G20 suite à la crise de 2008.

Tableau 2 - Comparaison des outils de supervision sur la liquidité des fonds dans l'UE

| Instruments | Belgique | France | Allema- gne | Irlande | Italie | Luxemb- ourg | Pays- Bas | Espagne | Royaume- Uni |
|--------------------------------|----------|--------|----------------|---------|--------|-----------------|--------------|---------|-----------------|
| swing pricing | | X | | X | X | X | X | | X |
| dual pricing (redemption fees) | | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Dilution levy | | X | | X | X | X | X | | X |
| In-kind redemption | | X | X | X | | X | X | X | X |
| OTM gates | | X | | X | X | X | X | X | X |
| Suspension of dealings | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Side pockets | | X | | X | X | X | | X | X |

Source: IOSCO; Final Report Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members, December 2015.

Note 1: il convient de compléter la lecture de ce tableau par des éléments qualitatifs comme les possibles effets pervers liés à l'hétérogénéité de la disponibilité de ces outils notamment dans l'UE et à la capacité qu'a ou non le régulateur à activer lui-même ces outils, que ce soit pour des raisons macroprudentielles ou microprudentielles (eg considérations de réputation limitant la volonté du gérant d'activer l'outil en cas de besoin...)

Note 2 : une définition des instruments est disponible en Annexe 1

B.2. Encadrement du levier

Pour le levier, un cadre établi et contraignant est mis en œuvre au niveau européen en matière de définition et d'encadrement du levier. La très grande majorité des fonds d'investissement français sont soit contraints par la régulation, soit fonctionnent sans recours à un effet de levier :

- la réglementation applicable aux OPCVM impose une limite de levier stricte quelle que soit sa source (endettement, dérivés) et son mode de calcul⁸³ ;
- les autres fonds tels que les fonds d'investissement alternatifs (FIA) ne sont pas soumis à une limite quantitative réglementaire, mais doivent définir un niveau maximal de levier auquel il entend recourir (qui est examiné dans le cadre de l'agrément du fonds) et communiquer à fréquence régulière au régulateur le montant de leur levier⁸⁴ qui peut être plafonné par l'autorité compétente s'il atteint un niveau jugé présenter un risque pour la stabilité financière.

L'encadrement réglementaire des risques de liquidité et de levier ne relève pas d'abord d'une logique macroprudentielle mais participe néanmoins à la mitigation des risques systémiques. Dans le cas du risque de liquidité, même si la perspective macroprudentielle et la justification d'une éventuelle intervention sont distinctes des préoccupations touchant d'abord au maintien de l'égalité de traitement entre les investisseurs, la réponse apportée dans ce dernier cas par la réglementation répond aussi aux enjeux de stabilité financière. Dans le cas du risque de levier, l'accent mis sur la surveillance contribue aussi au renforcement de la supervision macroprudentielle.

⁸³ Concernant le levier « physique », les OPCVM ne peuvent emprunter plus de 10 % de leurs actifs, de manière temporaire, et ces sommes ne peuvent être utilisées pour investir. Les OPCVM sont également contraints sur leur exposition au risque global et notamment sur leur recours aux dérivés :

- ceux qui utilisent la méthode de l'engagement ne peuvent être exposés au-delà de la valeur nette de leur portefeuille : leur levier total, en additionnant le levier physique et synthétique, est donc au maximum de 2,1 fois leur valeur nette de portefeuille ;
- ceux qui utilisent la méthode VaR, ne peuvent être exposés à des pertes deux fois supérieures à un portefeuille de référence (méthode VaR relative) ou des pertes dépassant 20 % de la valeur nette de portefeuille (méthode VaR absolue).

⁸⁴ Si le levier dépasse 300 % de leur valeur nette de portefeuille, les exigences de déclaration en matière de divulgation sur le financement et des investissements sont renforcées.

Parallèlement, la supervision macroprudentielle a un intérêt particulier à bien comprendre le réseau des interconnexions et la manière dont il participe à la propagation des chocs dans l'ensemble du système financier pour les atténuer ou les amplifier. Des travaux sont en cours, en France comme dans d'autres juridictions⁸⁵, pour analyser et modéliser le système financier dans son ensemble afin de mieux appréhender la propagation du risque systémique et être en mesure de réaliser des *stress tests* à l'échelle du système financier dans son ensemble (la modélisation des comportements canalisés par la gestion d'actifs étant probablement l'un des aspects les plus complexes de ce travail).

Les mesures introduites par la loi Sapin 2 sur les gates

La transposition en droit domestique des directives européennes OPCVM et AIFM autorise le blocage des demandes de rachats de fonds ouverts, dans des circonstances exceptionnelles, à l'initiative du gérant ou de l'AMF (Voir par exemple article 84 de la directive OPCVM).

Il s'agit d'une dérogation au principe général selon lequel les fonds ouverts rachètent leurs parts à la demande des investisseurs.

Ces dispositions permettent aux fonds de faire face à des difficultés soudaines et exceptionnelles touchant à la liquidité des marchés sous-jacents aux fonds (incident économique, politique ou naturel majeur par exemple). En effet, selon les cas, les rachats ne peuvent être effectivement honorés, par exemple parce que l'organisme de placement collectif n'est plus en mesure d'établir une valeur liquidative et de déterminer la valeur des actifs (on considère alors qu'il « n'y a plus de marché » pour ce titre au sens où, en l'absence d'acheteurs, il n'est plus possible d'en fixer le prix) ou parce que les cessions d'actifs sur le marché se font à des conditions dégradées, et défavorables aux porteurs de parts ne demandant pas de sortir du fonds.

Le Code Monétaire et Financier prévoyait pour les fonds ouverts jusqu'alors seulement deux cas : soit les rachats sont honorés sans aucune limite (situation normale pour un fonds ouvert) soit aucun rachat n'est honoré (gel complet des rachats). Quelques fonds spécifiques bénéficiaient toutefois de la possibilité de mettre en place des plafonnements de rachats, ou « gates » (tels que les fonds investis dans l'immobilier).

En complément des outils déjà à la disposition des acteurs, l'Autorité des Marchés Financiers a souhaité offrir la possibilité aux gestionnaires, sous sa surveillance, de procéder à des mesures de plafonnement de rachats sous des circonstances exceptionnelles

Les plafonnements de rachats, ou gates, permettent ainsi de gérer les phénomènes de panique où tous les investisseurs se précipitent pour retirer leur placement avant qu'un blocage complet des rachats n'intervienne, générant un cercle vicieux où les premiers rachats génèrent des pertes (en raison de la faible liquidité de marchés), premières pertes qui génèrent à leur tour en réaction de nouveaux rachats.

L'objet de l'article de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique est donc compléter de la palette des outils de gestion du risque de liquidité disponible pour les gestionnaires en permettant, dans des circonstances exceptionnelles de limiter ou plafonner les montants de rachats sans les bloquer totalement, lorsque ce blocage est dans l'intérêt des investisseurs.

L'article de loi permet à l'AMF de prendre toutes mesures pour mettre fin à un blocage devenu inapproprié, et précise en outre les conséquences d'un assèchement partiel ou total de la liquidité de certains fonds ouverts pour les investisseurs institutionnels qui commercialisent des unités de compte. Il permet ainsi, selon les cas et sous le contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, à ces investisseurs institutionnels d'adopter différentes mesures temporaires en cas de rachats sur les supports concernés leur permettant de faire face à la situation.

La loi Sapin 2 a également habilité le gouvernement à prendre des mesures législatives permettant de moderniser le financement par la dette, en modernisant la réglementation applicable aux organismes de titrisation, notamment lorsqu'ils interviennent dans des montages d'infrastructure, et en élargissant les entités pouvant acquérir des créances non échues de créances non échues auprès d'établissements de crédit et de sociétés de financement.

⁸⁵ Mapping the Interconnectedness between EU Banks and Shadow Banking Entities, Jorge Abad, Marco D'Errico, Neill Killeen, Vera Luz, Tuomas Peltonen, Richard Portes, and Teresa Urbano, NBER Working Paper No. 23280, March 2017

Annexe 1 - Instruments de gestion du risque de liquidité

Espacement des valeurs liquidatives, délais de centralisation des ordres

Une valeur liquidative moins fréquente permet au gérant de gérer la liquidité du fonds, notamment lorsque les actifs sous-jacents présentent une liquidité moindre. C'est notamment le cas pour certains fonds exposés au marché des petites et moyennes capitalisations, qui présentent dans certains cas une valeur liquidative hebdomadaire plutôt que quotidienne, permettant de gérer plus facilement les demandes de souscription et de rachat. Il convient de noter que les compagnies d'assurance exigent néanmoins très souvent une valeur liquidative quotidienne lorsque les fonds servent de sous-jacent à des contrats d'assurance vie en unités de compte. C'est pourquoi la grande majorité des fonds français présente une valeur liquidative quotidienne.

Commissions de souscription et de rachats acquises au fonds

Lors de souscriptions et de rachats dans un FIA, le gérant doit procéder à l'achat ou à la vente d'instruments présents à l'actif, ce qui peut générer des coûts (frais de transactions et écarts de prix d'achat/vente des titres) pour les investisseurs existants (ceux investissant à long terme). Ces derniers, en supportant les coûts induits par les souscriptions et les rachats des investisseurs entrants et sortants subissent un risque de dilution de la performance.

Les commissions acquises au fonds servent à compenser les frais supportés par le FIA ou l'OPCVM pour investir ou désinvestir les avoirs confiés. Ces frais sont non négociables, avec un taux fixe, et applicables à tous. Jusqu'en 2013, il n'existait en France que cette solution afin de compenser les coûts liés à l'achat ou la vente de titres. Toutefois cette mesure manquait de précision puisque le taux de commission, fixé préalablement au lancement du fonds, pouvait être inférieur ou supérieur aux coûts réellement engendrés par les mouvements de portefeuille (notamment en période de forts élargissements des fourchettes de prix d'achat/vente). Afin de faciliter la gestion régulière de la liquidité au cours de la vie du fonds, les sociétés de gestion françaises peuvent, depuis 2013, mettre en place des mécanismes d'ajustement du prix de rachat en fonction de la liquidité des actifs.

« Swing pricing » et « anti-dilution levy »

Le mécanisme de « *swing pricing* » ou « valeur liquidative ajustée » permet que la valeur liquidative soit calculée sur la base des prix d'achat des actifs (« *ask* ») en portefeuille en cas de souscriptions nettes et inversement sur la base des prix de vente des actifs (« *bid* ») en cas de rachats nets sur le fonds. Dans cette situation, il y a bien une unique valeur liquidative qui est calculée en prix d'achat ou de vente des actifs en fonction des mouvements de passif du fonds. Cette pratique a pour avantage de conserver une valeur liquidative unique à chaque date de calcul, tout en lui impactant ces écarts de cours afin de supprimer leurs impacts sur la performance à long terme du fonds.

Le mécanisme d'« *anti-dilution levy* » (ADL) ou « commissions de souscription/rachats compensatrices » consiste, pour le gérant à facturer au porteur entrant (respectivement sortant) dans le fonds les frais d'achat (respectivement de vente) des actifs en portefeuille qu'il a effectivement supportés. Une commission spécifique est donc appliquée aux souscriptions et aux rachats, contrairement au *swing pricing*, la valeur liquidative n'est pas ajustée.

La mise en place de ce mécanisme se justifie pour les fonds dont les actifs présentent des coûts de négociation élevés et lorsque les souscriptions ou les rachats sont relativement fréquents. Elle concerne ainsi pour l'instant majoritairement les fonds présentant une exposition importante aux segments du marché obligataires offrant les fourchettes achat-vente les plus larges (*high yield*, crédit *corporate*, crédit *aggregate*, convertibles, émergents). Ces fonds sont essentiellement commercialisés auprès d'investisseurs institutionnels. On observe également, dans une moindre mesure, la mise en place de mécanismes de *swing pricing* pour les fonds actions investissant dans des petites capitalisations, plus largement ouverts aux investisseurs particuliers.

Rachats en nature (« in kind »)

Celui-ci consiste en le remboursement de l'investisseur directement en titres, et n'implique donc pas la vente des titres pour pouvoir rembourser l'investisseur en numéraire. Il apparaît donc comme un très bon outil pour le gérant en cas de marché stressés. Néanmoins, il n'est pas adapté aux investisseurs particuliers et n'est pertinent que pour certains professionnels. En pratique, il n'est donc utilisé que dans des cas très particuliers.

Le remboursement en nature est actuellement autorisé en France sous certaines conditions. S'agissant des OPCVM et des FIVG (fonds d'investissement à vocation générale), le plan-type du règlement des fonds⁸⁶ prévoit que « *Les rachats sont effectués exclusivement en numéraire, sauf en cas de liquidation du fonds lorsque les porteurs de parts ont signifié leur accord pour être remboursés en titres* ». Le remboursement en nature est donc actuellement très encadré.

Suspension des souscriptions

L'article 411-20 du RG (alinéa 2) prévoit que « *l'OPCVM peut cesser d'émettre des parts ou actions en application du « troisième » alinéa de l'article L. 2014-7-4 et du « troisième » alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier. Dans ce cas, le prospectus définit les situations objectives entraînant la fermeture provisoire ou définitive des souscriptions, telles qu'un nombre maximum de parts ou d'actions émises, un montant maximum d'actif atteint ou l'expiration d'une période de souscription déterminée.* »

Blocages et plafonnements

Il existe des mécanismes de blocage des fonds (lock-ups) et de gates qui permettent le plafonnement voire le blocage des rachats (voir encadré). A ce titre, à titre d'exemple, les Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI), lancés en 2007, doivent présenter un quota de liquidité de l'actif permettant d'assurer une fluidité suffisante dans la gestion des souscriptions et des rachats. Les règles de composition de l'actif (actifs immobiliers, instruments financiers ou liquidité) sont néanmoins plus ou moins contraignantes selon la qualité des investisseurs⁸⁷, et le principe selon lequel les parts ou actions sont rachetées à la demande des porteurs⁸⁸ connaît déjà, pour les OPCI, plusieurs exceptions.

Mise en place d'une valorisation interne lors de la suspension de la cote de certains titres détenus

En cas de crise de liquidité sur un marché et de suspension d'un ou plusieurs titres, la société de gestion, sous réserve d'agir dans l'intérêt des porteurs ou actionnaires, peut choisir de ne pas suspendre le fonds mais de valoriser les titres suspendus. Cette possibilité est prévue dans le programme d'activité des sociétés de gestion, et est utilisée régulièrement lorsque les conditions de marché se trouvent dégradées et que certains titres cessent de coter. Elle doit toutefois être utilisée avec précaution, notamment dans le cas où une partie significative du portefeuille a cessé de coter et où la valorisation interne du ou des titre(s) suspendu(s) ne correspond pas au prix du ou des titre(s) lors de leur reprise. Dans la pratique, on observe qu'une valorisation interne est très souvent mise en place par les gérants d'ETF passifs en réplique physique, qui n'ont pas d'autre choix que de suivre passivement leur indicateur de référence, y compris lorsque les conditions dégradées de marché entraînent la suspension de certains titres (contrairement aux gérants actifs, qui peuvent céder les lignes pour gérer leur liquidité comme ils l'entendent, tant qu'ils continuent de respecter leur objectif de gestion et l'intérêt des porteurs).

Side pockets

Les sociétés de gestion peuvent, après accord de l'AMF, introduire des *sides pockets* à un fonds, c'est-à-dire mettre de côté (dans un fonds spécialement créé) des actifs illiquides et très difficiles à valoriser. Cette solution permet de traiter équitablement tous les porteurs qui se voient octroyer des parts du nouveau fonds illiquide. Elle permet en outre de ne pas bloquer le calcul de la valeur liquidative (et donc, les souscriptions et les rachats) du fonds dans son ensemble. La constitution d'une *side pockets*, opération soumise à approbation de l'AMF, consiste techniquement à scinder le fonds impacté en deux

⁸⁶ Annexe XV des instructions AMF n°2011-19 et 2011-20

⁸⁷ Les actifs immobiliers des OPCI doivent représenter plus de 60 % de l'actif (ou 51 % hors actions foncières cotées) et la poche de liquidité doit représenter plus de 5 % de l'actif net pour les OPCI « grand publics » (alors qu'il n'y a pas d'obligation de ratio minimum pour la poche de liquidité des OPPCI).

⁸⁸ Principe rappelé aux articles L. 214-62 (SPPICAV) et L. 214-71 (FPI).

fonds : un fonds « réplique » qui reprend l'ensemble des titres possédés par le fonds diminué des titres devenus illiquides, et un fonds de cantonnement qui est géré de manière extinctive, avec la possibilité d'attendre une reprise de la valorisation des lignes touchées ou une issue judiciaire permettant une indemnisation des porteurs. Au niveau des investisseurs, ceux-ci obtiennent une part des deux fonds mais ne peuvent ni souscrire ni demander le rachat de leurs parts de « cantonnement ».

Plafonnement des rachats (« gates ») non systématiques

En cas de conditions de liquidité fortement dégradées, le recours à des mécanismes de limitations des rachats *via* la mise en place de *gates* peut, lorsqu'il est permis par la loi et prévu dans la documentation des fonds, limiter l'ampleur de la crise et permettre une résolution dans l'intérêt des porteurs. Afin de faire face à des demandes importantes de rachats et lorsque les conditions de liquidités sont fortement dégradés, un fonds peut être contraint de vendre ses actifs immédiatement dans des conditions défavorables ou qui conduiraient à déformer son portefeuille en vendant seulement les actifs liquides : ces cessions d'actifs seraient opérées à de mauvaises conditions et au détriment des porteurs restant dans le fonds qui se retrouveraient avec un portefeuille d'actifs illiquides. La possibilité pour le gérant de plafonner les rachats permet ainsi d'éviter cette situation et d'étaler dans le temps tant les rachats que les cessions d'actifs, dans l'intérêt des porteurs.

Suspension des souscriptions et des rachats

En cas de crise exceptionnelle, l'outil de dernier recours dont dispose la société de gestion est la suspension temporaire des rachats de parts ou actions d'un organisme de placement collectif.