HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel Juin 2018

Table des matières

RÉSUMÉ	. 4
ACTION DU HCSF	. 6
CH.1 DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS	10
A. Croissance et inflation	10
B. Les marchés de capitaux	10
CH. 2 AGENTS NON-FINANCIERS	14
A. Ménages	14
B. Entreprises	23
CH. 3 AGENTS FINANCIERS	37
A. Banques	37
B. Entreprises d'assurance	44
C. Gestion d'actifs	50
CH.4 LE COUSSIN DE FONDS PROPRES CONTRA-CYCLIQUE	56
CH.5 LES INTERCONNEXIONS ENTRE LE SECTEUR DE LA	
GESTION D'ACTIFS ET LE RESTE DU SYSTÈME FINANCIER	66

Ce rapport a été adopté par les membres sur Haut Conseil de Stabilité Financière à l'occasion de la séance du 11 juin 2018.

Bruno Le Maire François Villeroy de Galhau

Ministre de l'Économie et des Finances Gouverneur de la Banque de France et Président Président du Haut Conseil de Stabilité Financière de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de

Résolution

Membre es qualité

Robert Ophèle Bernard Delas

Président de l'Autorité des Marchés Financiers Vice-président de l'Autorité de Contrôle

Membre es qualité Prudentiel et de Résolution

Membre es qualité

Patrick de Cambourg Raphaëlle Bellando

Président de l'Autorité des Normes Comptables Professeur, Université d'Orléans

Membre es qualité Personnalité qualifiée

Agnès Bénassy-Quéré Hélène Rey

Professeur, Université Paris I Professeur, London Business School

Personnalité qualifiée Personnalité qualifiée

La rédaction de ce rapport a été arrêtée au 11 juin 2018.

Ce rapport a été préparé sous la responsabilité de Guy Lalanne et Vichett Oung, secrétaires généraux, par le Pôle d'Analyse Économique du Secteur Financier de la Direction Générale du Trésor et la Direction de la Stabilité Financière de la Banque de France, qui assurent conjointement le secrétariat du Haut Conseil de Stabilité Financière, avec des contributions de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (Direction des Études) 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. Ces deux chapitres portent d'une part sur le rôle et l'impact du coussin de fonds propres contra-cyclique, d'autre part sur les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs et le reste du système financier.

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, l'activité économique a sensiblement accéléré, portée en particulier par la vigueur de l'investissement des entreprises et des ménages. En parallèle, l'inflation a enregistré un net redressement largement lié à la progression des prix de l'énergie. Dans ce contexte macroéconomique très favorable, les marchés ont connu une année faste marquée par une volatilité historiquement basse. Ils ont par ailleurs montré une certaine résilience face aux épisodes de volatilité de février 2018 (crainte de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis), puis de mai-juin 2018 (à la suite des élections italiennes).

S'agissant des ménages, cette année a été marquée par une hausse du taux d'épargne qui s'établit à 14,3 %, dont 4,4 % d'épargne financière. Les flux nets de placements financiers se sont redressés en 2017 à +95 Md€ (un niveau équivalent à celui observé en 2010-2011) et restent largement orientés vers des dépôts à vue et des livrets, dans un environnement de taux bas qui réduit le coût d'opportunité de détention de ces produits liquides et peu risqués. Leur collecte a cependant cessé de s'accélérer sur l'année 2017, même si elle se maintient à un niveau élevé.

Parallèlement, l'endettement des ménages poursuit en 2017 son accélération. La vague de rachats et renégociations entamée en 2016 a culminé début 2017, conduisant la production de crédit immobilier à des niveaux records (plus de 350 Md€ mi-2017 alors que les plus hauts historiques observés précédemment restaient inférieurs à 200 Md€), portée par la perception de la part des ménages que les taux des crédits à l'habitat avaient atteint un plancher. Mais cette croissance de la production de crédit a aussi été portée par la poursuite de l'accélération de la production de nouveaux crédits au 1er semestre 2017, avant une stabilisation au 2nd semestre et début 2018 autour de 240 Md€ en cumul annuel. Cette évolution est 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 poursuivent aussi leur accélération, avec un taux de croissance en glissement annuel proche de 6 % fin 2017. 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 disponible brut des ménages poursuit sa progression ininterrompue depuis le début des années 2000 pour atteindre près de 91 % fin 2017. Même si le risque de crédit des ménages reste contenu, les conditions d'octroi de crédit à l'habitat semblent s'assouplir quelque peu, avec notamment une hausse des taux d'effort.

Concernant les entreprises, la croissance de la valeur ajoutée se serait à nouveau accélérée en 2017, après une première phase d'accélération en 2013-2015, suivie d'une stabilisation en 2016. Dans le même temps, les taux de marge et les principaux indicateurs de leur situation économique et financière sont stables. L'endettement des entreprises reste cependant très dynamique en 2017 alors que le coût de financement par dette s'est globalement stabilisé à un niveau bas : l'endettement financier total connaît une croissance de + 5,4 %, porté à la fois par la dynamique du crédit (+6,2 %) et des encours de titres de dette (+ 4,1 %). Même en tenant compte de l'augmentation de la détention de liquidités sur cette période, on observe une augmentation de l'endettement net de trésorerie en part du PIB alors qu'il

diminue dans les principaux autres pays européens. L'endettement a en particulier servi au financement d'acquisitions et d'investissements en France et à l'étranger, certaines opérations de rachat d'entreprises se faisant au moyen d'un fort effet de levier et sur la base de valorisations élevées. Les analyses conduites par le HCSF en décembre 2017 montraient que cette hausse de l'endettement net sur longue période est en particulier observée pour une partie des grandes entreprises. Dans ce contexte, le HCSF a adopté en mai 2018 une mesure préventive limitant l'exposition des banques systémiques aux grandes entreprises les plus endettées (cf. action du HCSF). La fin 2017 et le début de l'année 2018 montrent un rééquilibrage des contributions des différentes tailles d'entreprises à la croissance de l'endettement, avec une accélération pour les PME et un ralentissement pour les grandes entreprises, en lien avec l'accélération du crédit bancaire et une décélération de l'endettement de marché.

S'agissant des acteurs financiers, les banques françaises affichent en 2017 un résultat en léger recul 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 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, ce dernier restant stable.

Le secteur de l'assurance connaît une année 2017 en demi-teinte. Le montant des primes collectées est en hausse de 2,7 %, mais les prestations croissent aussi de manière marquée. Les prestations sont en hausse de plus de 5 % sur l'ensemble des secteurs. Les ratios de solvabilité augmentent, tandis que l'allocation des actifs 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 une collecte en assurance-vie portée par les fonds en unités de compte devrait se traduire par un renforcement de la résilience face au risque de remontée brusque des taux.

La gestion d'actifs poursuit sa croissance en 2017 : la collecte nette est positive pour la troisième année consécutive. Cette augmentation de la collecte est portée en particulier par les fonds obligataires, et dans une moindre mesure les fonds actions. Dans le même temps, la part de marché des fonds domiciliés en France tend à se stabiliser en Europe, après une baisse marquée entre 2008 et 2015.

Chapitres thématiques

Le premier chapitre thématique revient sur un outil central de la politique macroprudentielle, le coussin de fonds propres contracyclique. À l'heure où le HCSF adopte l'activation du coussin à un niveau de 0,25 %, ce chapitre revient sur le rôle de cet outil. Il a pour objectif de constituer en période favorable un coussin de fonds propres supplémentaires pour les banques, qui pourra être relâché en cas de retournement du cycle financier, et soutenir ainsi l'offre de crédit à l'économie, notamment aux petites et moyennes entreprises qui sont les plus dépendantes du financement bancaire. La littérature économique disponible, quoique limitée, conclut que l'augmentation des exigences en fonds propres aurait un effet négatif limité sur l'octroi de crédit (de l'ordre de 0,25 à 0,5 % d'encours de crédit en moins pour l'activation d'un CCyB à 0,25 %).

Le second chapitre thématique présente les principaux messages de l'analyse du HCSF sur les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs et le reste du système financier. Il expose la dynamique de ces interconnexions sur la période 2011-2016, à un niveau agrégé, puis présente les caractéristiques principales du réseau ainsi formé, à l'aide de données d'expositions individuelles. Il s'inscrit dans la volonté du Haut Conseil de mieux appréhender et évaluer la dimension transversale du risque systémique, par le biais des canaux de transmission des chocs financiers entre les différents acteurs, y compris non-bancaires. Il s'agit d'appréhender un potentiel risque systémique structurel et transversal, à savoir la contribution au risque systémique des externalités négatives associées aux effets de contagion.

Action du HCSF

Le HCSF a tenu quatre séances depuis le mois de juin 2017.

Le HCSF a conduit une analyse approfondie de la dynamique d'endettement des agents privés non financiers, en particulier des sociétés non financières, qui l'a conduit à mettre en œuvre une mesure macroprudentielle ciblée, et qui a contribué à l'activation du CCyB lors de sa séance de juin

Le HCSF a, au cours de l'année écoulée, affermi son diagnostic sur l'endettement des agents privés non financiers, ménages et entreprises. Ces travaux, d'abord internes, ont ensuite fait l'objet d'une consultation des parties prenantes, intermédiaires financiers et sociétés non financières, puis enfin d'une publication, sous la forme d'un rapport rendu public en décembre 2017.

Sur la base des éléments présentés dans ce rapport, le HCSF a considéré en décembre 2017 que, si le risque lié à l'endettement des sociétés non financières n'était pas immédiat, une partie significative de la hausse de l'endettement était attribuable à la dynamique observée sur les grandes entreprises. En conséquence, il convenait de prendre une mesure préventive (cf encadré infra) afin de préserver la résilience des banques face à un risque de défaut des entreprises les plus endettées. Dans le même temps, cette mesure permet de renforcer la discipline de marché en sensibilisant à la bonne appréciation des risques découlant d'une dynamique excessive de l'endettement de certaines entreprises, notamment au regard de la perspective d'une remontée des taux, et indirectement inciter ces mêmes entreprises à maîtriser leur endettement.

Conformément aux dispositions de l'article 458 du règlement CRR sur lequel elle repose, cette mesure a fait l'objet d'une procédure de consultation, engagée par le Haut Conseil. Le Conseil Européen du Risque Systémique (CERS) a émis un avis positif sur la mesure le 9 mars, suivi par l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) le 13 mars. Enfin, la Commission Européenne, s'appuyant sur les avis rendus, a décidé le 6 avril de ne pas rejeter la mesure.

Le HCSF a formellement adopté la mesure pour une durée de deux ans, par sa décision en date du 11 mai 2018, entrant en vigueur le 1^{er} juillet 2018. La publication de cette décision s'est accompagnée d'un communiqué de presse et d'éléments détaillant les modalités d'application de la mesure. La mesure a enfin été notifiée au CERS, dans le but que ce dernier recommande aux autres États membres de mettre en œuvre la réciprocité de la mesure.

De plus, le HCSF a décidé chaque trimestre du niveau du coussin contracyclique (CCyB) pour les expositions françaises. Il a maintenu le taux du CCyB à 0 % jusqu'à sa séance de mars. Lors de la séance de juin, le HCSF a adopté la proposition du Gouverneur de la Banque de France d'activer le niveau du coussin contra-cyclique à un niveau de 0,25 %. La décision sera publiée d'ici la fin du mois de juin 2018, et les banques devront s'y conformer à partir du 1^{er} juillet 2019.

Cette décision a été prise au regard d'un contexte macroéconomique favorable, avec des prévisions de la Banque de France et du Programme de Stabilité qui anticipent pour la France une croissance supérieure à son potentiel pour les prochaines années, et d'une accélération du cycle financier, qui se reflète dans la croissance rapide et généralisée de l'endettement des ménages et des entreprises et dans la dynamique positive des marchés. Ce double contexte est en effet propice à l'activation de mesures macroprudentielles préventives, avec pour objectif de constituer un coussin ayant vocation à être relaché en cas de retournement de cycle. La logique d'activation du CCyB est détaillée dans la notice actualisée publiée en mai sur le site du HCSF, ainsi que dans le chapitre 4 de ce rapport annuel.

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

Date de la décision	Date d'entrée en vigueur	Outil macroprudentiel	Décision
30/06/2017	01/07/2017 *	ССуВ	Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 %
30/09/2017	01/10/2017 *	ССуВ	Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 %.
29/12/2017	01/01/2018 *	ССуВ	Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 %.
29/03/2018	01/04/2018 *	ССуВ	Le taux de CCyB pour la France est maintenu à 0 %.
11/05/2018	01/07/2018	Limite d'exposition grands risques	Cette limite est abaissée à 5 % pour les expositions des banques systémiques aux entreprises les plus endettées
À venir	01/07/2019*	ССуВ	Le taux de CCyB pour la France est relevé à 0,25 %.

^{*} Pour les décisions relatives au CCyB, les banques ont en règle générale 12 mois pour mettre en œuvre la décision en cas de renforcement des exigences à partir de la date de publication de la mesure. L'entrée en vigueur est immédiate en cas de baisse du CCyB. 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 poursuivi ses travaux sur les enjeux de stabilité financière associés à la gestion d'actifs. Il a, dans ce contexte, poursuivi 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. Ces travaux ont donné lieu à la publication d'un rapport détaillé en juin 2018¹.

Dans le cadre de la surveillance des risques systémiques, le HCSF a par ailleurs poursuivi ses échanges avec les parties prenantes et observateurs du marché de l'immobilier commercial, afin de mettre à jour son diagnostic publié en 2016.

Enfin, des échanges avec les parties prenantes et observateurs du marché ont également eu lieu concernant le segment des prêts à levier aux entreprises et obligations à haut rendement (*leveraged loans* et obligations *high-yield*), dans l'optique de mieux appréhender la dynamique propre à ces marchés et les risques systémiques qui pourraient y être associés.

_

¹ Ce <u>rapport</u> fait l'objet d'une publication thématique extensive sur le site du HCSF.

Diagnostic sur l'endettement des grandes entreprises et mise en œuvre de la mesure macroprudentielle sur les grands risques

Au vu des dynamiques d'endettement des sociétés non financières (SNF) décrites dans ce rapport, le HCSF s'est montré particulièrement vigilant et a mobilisé les outils macroprudentiels pertinents pour circonscrire les risques de stabilité financière associés à la croissance de l'endettement des grandes entreprises².

L'endettement brut des SNF rapporté au produit intérieur brut (PIB) est en hausse presque continue depuis 2005, ce qui contraste avec la dynamique observée dans les principales économies de la zone euro. Même en tenant compte de l'augmentation de la détention de liquidités sur cette période, on observe une augmentation de l'endettement net de trésorerie en part du PIB, alors qu'il diminue dans les principaux autres pays européens. Cette évolution, notamment favorisée par l'environnement de taux bas, repose à la fois sur la progression des crédits bancaires et sur celle des titres de dette. Les grandes entreprises les plus endettées y contribuent très largement. L'endettement de ces grandes entreprises a en particulier servi au financement d'acquisitions et d'investissements en France et à l'étranger, certaines opérations de rachat d'entreprises se faisant au moyen d'un fort effet de levier et sur la base de valorisation élevée.

Les analyses conduites pas le HCSF en décembre 2017 montraient que cette hausse modérée de l'endettement net (de la trésorerie) est en particulier observé pour les grandes entreprises. En effet, le taux moyen d'endettement net des 80 plus grands groupes cotés français remonte en 2016, sous l'effet de la progression des dettes financières brutes (en hausse de 9,2%), mais il s'accompagne d'une hausse de la trésorerie (+3,5%) qui contribue à freiner la progression de l'endettement net. Cependant, cet accroissement de la dette nette est en particulier tiré par les groupes aux ratios de levier déjà élevés (dernier quartile). Ainsi, au sein même de cette population d'entreprises, il existe une forte hétérogénéité des situations et des comportements.

La mesure macroprudentielle décidée par le Haut Conseil de stabilité financière dans le cadre l'article 458 du règlement européen CRR³, avec l'approbation des autorités européennes, consiste à limiter à un niveau maximum de 5 % de leurs fonds propres éligibles les expositions individuelles des banques systémiques françaises sur les grandes entreprises résidentes les plus endettées⁴. La mesure entrera en vigueur le 1er juillet 2018 pour une durée de deux ans. À l'expiration de ce délai, elle pourrait être prorogée en cas de persistance du risque macroprudentiel.

La mesure a deux objectifs, tous deux en ligne avec le caractère préventif de la politique macroprudentielle. Premièrement, le Haut Conseil souhaite préserver la résilience des banques face à un risque de défaut des SNF. Deuxièmement, il souhaite renforcer la discipline de marché en sensibilisant les banques et les investisseurs à la bonne appréciation des risques découlant d'une dynamique excessive de l'endettement de ces grandes entreprises, et indirectement inciter ces mêmes entreprises à maîtriser leur endettement.

Cette mesure s'applique aux expositions détenues par les six établissements français d'importance systémique domestique⁵ sur les grandes SNF résidentes en France les plus endettées. Les six établissements concernés couvrent environ 95 % des encours de prêts aux SNF françaises par les banques françaises. Le HCSF considère que le seuil actuel fixé par la règlementation relative aux

² Cf. également le diagnostic du HCSF sur ce sujet publié en décembre 2017, <u>« État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers ».</u>

³ Règlement n°575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement. Cf. également l'article L.631-2-1 4° ter du code monétaire et financier.

⁴ La limite de concentration fixée par la règlementation en vigueur sur les grands risques est de 25 % des fonds propres éligibles de la banque. À l'heure actuelle en France, les expositions au titre du régime des grands risques des grandes banques sur les sociétés non financières sont inférieures à 10 % des fonds propres éligibles (tel que défini dans la règlementation européenne – cf. Partie 1/Titre 1/Article 4 du Règlement n°575/2013).

⁵ La liste des entités désignées par l'ACPR comme étant des établissements d'importance systémique domestique (ou *Autres entités d'importance systémique* - A-EIS) en 2017 est disponible sous ce lien : https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/20171201 liste aeis 0.pdf.

« grands risques » doit être abaissé à 5 % pour s'assurer qu'un défaut de grandes entreprises très endettées aurait un effet contenu sur le système bancaire.

Les expositions suivantes sont concernées par la mesure (les critères sont cumulatifs):

- les expositions au sens de la réglementation relative aux « grands risques » et qui atteignent ou dépassent le seuil de 300 millions d'euros sur une même contrepartie au plus haut niveau de consolidation ;
- les expositions sur les SNF:
 - o pour l'essentiel, les contreparties SNF résidentes en France :
 - lorsque la tête de groupe de la SNF est française, l'ensemble du groupe de clients liés au sens de la réglementation européenne en vigueur;
 - lorsque la tête de groupe de la SNF n'est pas française, l'ensemble des SNF françaises du groupe, ainsi que les entités sur lesquelles elles détiennent un pouvoir de contrôle direct ou indirect, ou qui sont économiquement dépendantes d'elles;

et, parmi celles-ci, celles qui sont identifiées comme étant en situation d'endettement élevé, c'est-àdire qui, à la fois, (1) présentent un ratio endettement net/capitaux propres supérieur à 100 % et (2) ont un ratio de couverture des frais financiers par le résultat avant intérêts et impôts (mais après déduction des dotations aux amortissements et provisions, EBIT en anglais⁶) inférieur à 3. Ces deux ratios financiers sont appréciés à un niveau consolidé. Les seuils ont été calibrés afin de préserver la résilience bancaire sans pour autant entraîner des restrictions de crédit excessives ni d'autres effets indésirables sur la croissance économique.

⁶ Earnings Before Interest and Taxes.

Ch. 1 Développements Récents

A. Croissance et inflation

Après une augmentation du PIB de 1,8% en 2016, l'activité en zone euro a sensiblement accéléré en 2017, avec une croissance de +2,5 %. Les grands pays de la zone euro s'inscrivent pleinement dans cette tendance, puisque l'Allemagne, la France, et l'Italie affichent des taux de croissance supérieurs à ceux enregistrés en 2016 (2,5% après 1,9%; 2,2% après 1,2%; 1,5% après 0,9% respectivement). L'activité a en revanche légèrement ralenti en Espagne tout en conservant un rythme soutenu, le taux de croissance espagnol s'établissant à +3,1% après 3,3% en 2016.

L'accélération de la croissance française provient de facteurs multiples, et est intervenu malgré un ralentissement de la consommation des ménages (+1,0 % après +2,1 % en 2016). L'investissement a quant à lui fortement progressé en enregistrant une hausse de 4,5% (contre 2,8% en 2016). Ces bonnes performances sont la conséquence de l'accélération de l'investissement des entreprises (+4,1% après 3,4%), porté par le maintien à un haut niveau du taux de marge, et la vigueur de l'investissement des ménages (+5,6 % après +2,8 %), soutenu par la construction de nouveaux logements. De même, les exportations observent en 2017 un franc redressement (+4,5 % après +1,5 % en 2016) grâce notamment à l'accélération de l'activité en zone euro, et s'accompagnent d'importations dynamiques (+4,0 % après +3,0 %). Au total, et pour la première fois depuis 2013, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance (+0,1 point, contre -0,5 pt en 2016).

L'inflation en zone euro s'est nettement redressée en 2017 : elle s'est établie en moyenne annuelle à +1.5% en 2017 après +0.2% en 2016 au sens de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Les prix ont ainsi accéléré dans les principaux pays de la zone euro : +2.0% en Espagne (après -0.3%), +1.7% en Allemagne (après +0.4%) et +1.3% en Italie (après -0.1%). L'inflation sous-jacente harmonisée (i.e. hors énergie, alimentation, alcool et tabac) a légèrement progressé en 2017, à +1.0% en moyenne annuelle après +0.9% en 2016. Cet écart entre inflation et inflation sous-jacente s'explique notamment par la hausse des prix de l'énergie, le baril de Brent étant passé de 40% en 2016 à 49% en 2017 en moyenne annuelle.

En France, l'inflation a atteint +1,0 % en 2017 en moyenne annuelle (+1,2 % au sens de l'IPCH), après +0,2 % en 2016 d'après l'Insee. Cette accélération des prix de +0,8 pt s'explique quasi exclusivement par les prix de l'énergie (+0,7 pt) et de l'alimentation (+0,1 pt). En effet, les prix de l'énergie ont vivement accéléré (+6,2 % après -2,8 %) en raison du rebond du cours du pétrole mais aussi à cause de la hausse de fiscalité énergétique en janvier 2017. D'autre part, l'inflation des produits alimentaires a également augmenté (+1,0 % après +0,6 %) en lien avec la hausse des cours des matières premières agricoles. Les prix du tabac ont augmenté de +2,7 % en 2017 (après +0,1 % en 2016) notamment en conséquence de la hausse de la fiscalité sur le tabac en novembre 2017. Ainsi, l'inflation sous-jacente harmonisée française, qui exclut les coûts de l'énergie, du tabac, de l'alimentation et de l'alcool a été de +0,6% en 2017.

B. Les marchés de capitaux

La forte progression des marchés mondiaux au cours de l'année 2017 alimente le risque de correction brutale, un début d'ajustement ayant été observé en février, puis à nouveau pour certains marchés suite à la crise politique italienne en mai. Ce risque de correction brutale pourrait venir de différents facteurs: (i) révision à la baisse de la croissance économique mondiale, (ii) surprise à la hausse de l'inflation entraînant un resserrement plus rapide qu'anticipé des politiques monétaires, (iii) vulnérabilités de

certaines économies émergentes, en particulier en cas d'appréciation importante du dollar et (iv) une décompression abrupte des primes de risque sous l'effet d'une réévaluation des risques commerciaux et politiques. Malgré ces risques, les valorisations sur les marchés financiers, notamment les marchés actions et obligataires, conservent une dynamique croissante sous l'influence de comportements procycliques démontrant un appétit pour le risque élevé. Enfin, le début de l'année 2018 semble marquer un retour de la volatilité à des niveaux proches des moyennes historiques, les marchés boursiers américains et de la zone euro ayant connu des pics de volatilité au cours des quatre derniers mois. Dans l'ensemble, la tolérance au risque sur les marchés financiers mondiaux reste néanmoins élevée.

Montée du protectionnisme : un scénario de guerre commerciale serait très préjudiciable à la croissance mondiale

Les tensions commerciales accrues entre les États-Unis et ses partenaires font craindre un risque de montée du protectionnisme à l'échelle mondiale. À ce jour, les États-Unis ont entamé une renégociation du NAFTA (Accord de Libre-Échange Nord-Américain), instauré des droits de douanes de 20 % sur les importations de bois d'œuvre Canadien et établi des tarifs douaniers sur les importations d'acier (25 %) et d'aluminium (10 %)⁷. Ils menacent également de taxer les exportations chinoises vers les États-Unis sur une base de 60 Mds de dollars, en réponse au non-respect de la propriété intellectuelle américaine en Chine. Pour l'heure, ces mesures devraient avoir un impact limité sur l'économie mondiale, compte tenu de leur faible importance dans les importations américaines (et mondiales). Les droits sur l'acier et l'aluminium couvrent environ 2 % des importations des États-Unis en 2017 (sans tenir compte des exemptions). Il existe toutefois un risque de guerre commerciale à l'échelle mondiale, même si la menace reste pour le moment limitée.

Des vulnérabilités persistent dans les économies émergentes

Les économies émergentes ont quant à elles profité d'une conjoncture macroéconomique favorable en 2017. Cela a notamment permis au Brésil, à l'Afrique du Sud et à la Russie de sortir de récession, dans un contexte où l'augmentation des prix du pétrole réduit les tensions dans les pays producteurs. De surcroît, pour la première fois depuis 2014, les flux de capitaux dans les économies émergentes ont été positifs en 2017; ce phénomène doit s'appréhender dans un cadre d'une recherche de rendements de la part des économies avancées (dans des conditions financières favorables à la prise de risques), mais il s'explique aussi par la mise en place ou le renforcement de contrôle de sorties de capitaux (notamment en Chine). Malgré ces éléments positifs, les économies émergentes restent exposées à court terme, à des risques politiques, principalement en Amérique latine, et à un durcissement des conditions financières internationales (normalisation des politiques monétaires, hausse de la volatilité), notamment en Argentine et en Turquie où le risque externe est élevé. À moyen et long terme, les déséquilibres financiers chinois ainsi qu'une tendance à la baisse des facteurs de productivité dans ces économies pourraient constituer des vulnérabilités importantes.

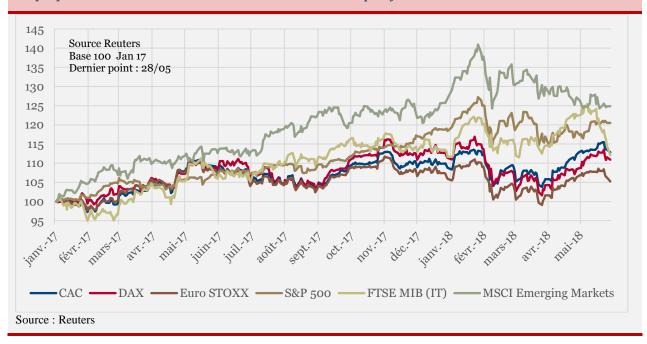
Valorisations boursières élevées aux US et en France

Le ratio du cours boursier sur bénéfices (Price Earning Ratio, PER) corrigé du cycle est en hausse depuis 2009 aux États-Unis. Il se situe toujours à un niveau élevé (26 en avril 2018) malgré la correction des cours boursiers du début 2018. En France, le PER corrigé du cycle est également en hausse depuis 2009 et se trouve bien au-dessus de sa moyenne de long terme (21 en avril 2018). La croissance des bénéfices est moins dynamique que celle des cours boursiers, conduisant le PER ajusté du cycle à un premier seuil critique dans les deux pays caractérisant un risque significatif de corrections boursières observées par le passé.

_

⁷ À l'exception du Canada et du Mexique ; l'Union européenne (de même que la Corée du Sud, l'Argentine, le Brésil et l'Australie) a été exemptée jusqu'au 1er juin,

Graphique 1 – Évolution d'une sélection d'indices boursiers depuis janvier 2017



Graphique 2 - Price Earning Ratio ajusté du cycle (centré-réduit 1983-2018)



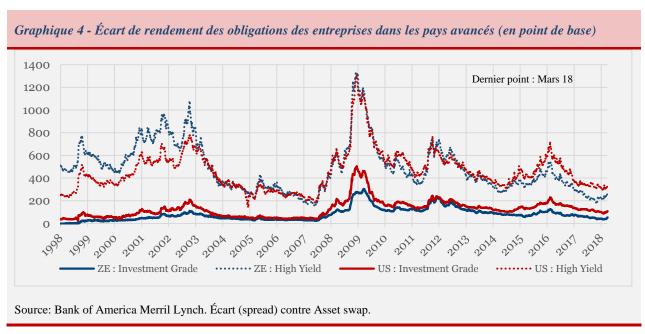
Source: Datastream, Calculs: Banque de France. Dernier point: mars 2018. Les barres verticales indiquent les dates de corrections des marchés boursiers. Les barres horizontales indiquent les seuils critiques de retournement au seuil de 0,5 écart-type (vert) et 1 écart-type (orange).

Les rendements restent faibles et les spreads compressées sur les marchés obligataires

Les rendements des obligations d'État à long terme dans les économies avancées ont légèrement augmenté à la fin de 2017 et au début de 2018 sous l'impulsion de solides perspectives de croissance et des récentes informations sur la réforme fiscale américaine (mais elles stagnent au printemps, les données macroéconomiques étant légèrement inférieures aux attentes). Les estimations des primes de terme intégrées dans les rendements des obligations d'État à long terme de la zone euro continuent ainsi de fluctuer à des niveaux historiquement bas et les rendements obligataires eux-mêmes restent bien en deçà des prévisions de croissance économique nominale. Par ailleurs, la tolérance au risque sur les marchés obligataires mondiaux reste élevée. Ceci est particulièrement visible dans les segments les plus risqués des marchés obligataires. Par exemple, les *spreads* des obligations d'entreprises de qualité

inférieure ou dites plus risquées (*High Yield*) dans les économies avancées, surtout en Europe, continuent d'évoluer à des niveaux bien inférieurs à leurs moyennes historiques.





Risques liés aux incertitudes politiques

Le risque politique a été relativement faible en Europe en 2017 en dépit de quelques épisodes de pics (élections françaises au printemps 2017, référendum en Catalogne à l'automne 2017). Ces pics ont eu des impacts temporaires sur le coût de financement des pays concernés mais les spreads de taux vis-àvis de l'Allemagne ont ensuite baissé. Les incertitudes sur le plan politique semblent largement augmenter en 2018, notamment suite aux élections italiennes et aux épisodes de tensions liés aux politiques commerciales américaines et chinoises.

Ch.2 Agents non-financiers

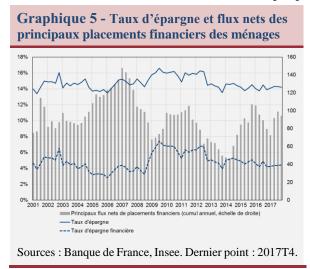
A. Ménages

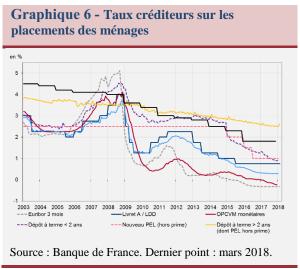
Le taux d'épargne des ménages se maintient à un niveau élevé en 2017

Après une baisse sensible en 2012 et 2013, le redémarrage du pouvoir d'achat⁸ des ménages amorcé en 2014 se poursuit en 2017 (+1,3 % en 2017 après +1,8% en 2016). Dans ce contexte de croissance des revenus, le taux d'épargne des ménages⁹ s'établit à 14,3 % en 2017, après 13,9% en 2016, se rapproche donc de sa moyenne de long terme (14,5 % en moyenne entre 1995 et 2017), et demeure supérieur à la moyenne de la zone euro (12,2 % au quatrième trimestre 2017). Ce taux d'épargne se compose d'une épargne financière à hauteur de 4,4 % et pour le reste d'investissements immobiliers (principalement l'achat de logements neufs¹⁰) et d'autres opérations en capital significatives (A.Graphique 5 -).

Les flux nets de placements financiers des ménages se redressent en 2017

Après avoir fortement fléchi en 2013 et 2014, les flux nets des principaux placements financiers des ménages¹¹ se sont redressés en 2015 et, après un trou d'air en 2016, se redressent en 2017 pour rejoindre un niveau proche de la moyenne de long terme (+95 Md€ en cumul annuel à fin 2017, après +80 Md€ à fin 2016, +105 Md€ à fin 2015, +75 Md€ à fin 2014, +50 Md€ à fin 2013 contre environ +95 Md€ sur 2010-2011 et +120 Md€ sur 2006-2007 (Graphique 5 -).





Dans un contexte de taux d'intérêt bas persistant (Graphique 6 -), les tendances d'allocation de portefeuille observées en 2015 et 2016 se sont poursuivies en 2017 avec une préférence des ménages pour des placements peu risqués et liquides, qui ont dans un premier temps poursuivi leur progression entamée depuis 2016, avant de refluer légèrement (Graphique 7 -) :

⁸ Nous retenons le concept usuel de 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 ».

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 2014, Insee, chiffres non définitifs pour 2017. Données Eurostat pour la zone euro.

¹⁰ 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.

¹¹ 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) ».

- le flux de dépôts à vue, à 39 Md€ en cumul annuel en décembre 2017, reste ainsi à un niveau proche du point haut de mai (45 Md€), le coût d'opportunité de la détention de tels actifs étant nettement réduit par le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt;
- les livrets d'épargne enregistrent une hausse de leur collecte en cumul annuel (de 6,5 Md€ en décembre 2016 à 28 Md€ en décembre 2017), mais connaissent un léger fléchissement depuis novembre 2017 (29 Md€). Pour leur part, les dépôts sur les livrets réglementés se stabilisent à 14,5 Md€ en cumul annuel depuis juin 2017).

Comme en 2016, la collecte nette sur les plans d'épargne logement (PEL) est en baisse continue sur l'année (de 16,8 Md€ en janvier 2017 à 11,3 Md€ en décembre). Celle sur l'assurance-vie diminue également au cours du premier semestre, pour repartir à la hausse sur le second, dynamisée par les supports en unités de compte (+20 Md€ de collecte en 2017), alors que la collecte sur les supports en euro est négative (- 12,8 Md€ en 2017) (Graphique 8 -). Cette réorientation de la collecte, perceptible depuis 2014, est liée à la baisse de la rémunération des supports euros en environnement de taux bas, et à la démarche commerciale des assureurs-vie qui ont cherché un plus grand partage du risque avec leurs assurés.

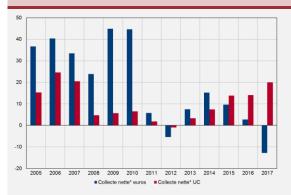


Source : Banque de France. Dernier point : mars 2018.

40 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018

-20

Graphique 8 - Collecte nette en assurance-vie sur les supports euros et unités de compte



Source: FFA, calculs HCSF. Dernier point: 2017.

* Cotisations moins prestations.

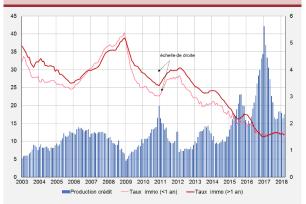
L'endettement des ménages poursuit son accélération en 2017

La production de crédits à l'habitat a continument ralenti sur l'ensemble de l'année 2017: de 42 Md€ en janvier (plus haut historique), elle est passée à 16 Md€ en septembre et oscille depuis entre 16 et 18 Md€, proche des niveaux observés avant 2016 (Graphique 9 -).

Le ralentissement de la production s'explique par la diminution continue sur l'année du nombre d'opérations de rachats et de renégociations de crédits immobiliers après la vague exceptionnelle de 2016, encouragées par le point bas atteint sur les taux d'intérêt. Ces opérations représentaient plus de 60% de la production en janvier 2017, contre seulement 20% à partir de septembre 2017(Graphique 10 -).

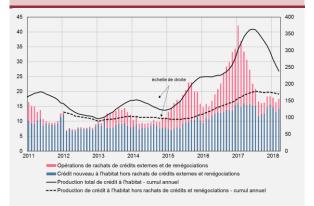
La production directement attachée à des transactions immobilières, qui représente 172 Md€ en cumul sur l'année 2017, est cohérente avec l'accélération marquée du marché immobilier (*cf.* encadré sur l'immobilier résidentiel). Dans ce contexte, la production mensuelle hors rachats et renégociations se maintient à un haut niveau, et contribue à ce que la croissance de l'encours, qui atteint plus de 1 060 Md€ en fin d'année, connaisse une forte accélération sur l'année 2017 (+6 % en g.a. depuis mi-2017, Graphique 11 -).

Graphique 9 - Production mensuelle de crédit à l'habitat (y.c. rachats et renégociations, en Md€) et taux d'intérêt



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

Graphique 10 - Avec décomposition des rachats de crédit externe et des renégociations, en Md€



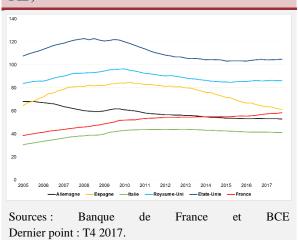
Source : Banque de France, calculs DG Trésor. Dernier point : mars 2018.

Graphique 11 - Encours de crédits aux ménages, en Md€



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

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



Le crédit à la consommation (182 Md€ à fin 2017) 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, sa reprise, amorcée mi-2014, se poursuit en 2017 : la croissance des encours en rythme annuel accélère sensiblement (+6,2 % fin 2017, après +5,0 % à fin 2016, +4,1 % à fin 2015, +2,2 % à fin 2014 et -2,0 % à fin 2013) (Graphique 11 -).

Dans l'ensemble, les flux d'emprunts totaux des ménages augmentent sensiblement en 2017 (+76,3 Md€, après +49,7 Md€ en 2016) et se rapprochent des niveaux enregistrés avant la crise (+88,0 Md€ en 2007). Les ménages ont pu bénéficier d'une baisse significative des taux d'intérêt sur les deux dernières années, d'une ampleur supérieure en France à celle des autres pays européens (1,58% en France en mars 2018 sur les prêts immobiliers, 1,69 % en zone euro, contre respectivement 2,55 % et 2,47 % à fin 2014), allégeant de fait la charge d'intérêts des emprunteurs. Au total, l'endettement des ménages français augmente sur l'année 2017 et passe de 56,8 % du PIB au T4 2016 à 58,4 % du PIB au T4 2017, alors qu'en comparaison internationale, l'endettement des ménages en pourcentage du PIB est plutôt stable (États-Unis, Royaume-Uni, Italie) ou orienté à la baisse (Espagne, Allemagne).

D'une manière générale, la situation financière des ménages français dans leur ensemble apparaît structurellement solide. Si l'endettement des ménages poursuit sa progression ininterrompue depuis le

début des années 2000 pour atteindre 91,5 % du revenu disponible brut au 4^{ème} trimestre 2017, les ménages français détiennent un patrimoine net financier qui représente 2,5 années de revenu disponible.

Évolution du marché immobilier résidentiel

Des transactions au plus haut depuis 10 ans, tant dans le neuf que dans l'ancien

Sur le marché de l'ancien, le volume de transactions progresse à un rythme avoisinant les 15% en glissement annuel (g.a.) depuis septembre 2017 (14,6% en décembre 2017). Le nombre de ventes de logements anciens connaît une hausse ininterrompue depuis septembre 2016 et atteint un maximum historique en décembre (968 000 transactions) (Graphique 13 -).

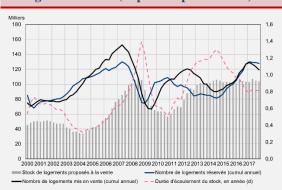
Sur le marché du neuf, le nombre de logements mis en vente en cumul annuel fléchit en 2017 : il passe de 129 037 au T1 2017 à 119 110 au T4 2017 (soit une variation de -7,7% sur la période). En revanche, le nombre de logements réservés se stabilise à près de 130 000, soit à un niveau équivalent au maximum historique de 2007 (129 916 logements réservés en cumul annuel au T2 2007). Par conséquent, les stocks de logement restent à un niveau élevé, légèrement au-dessus des 100 000, mais entament une baisse (Graphique 14 -).

Graphique 13 - Volume de transactions des logements anciens en France



Sources : CGEDD d'après DGFIP et bases notariales. Dernier point : mars 2018.

Graphique 14 - Mises en vente et réservations de logements neufs (auprès de promoteurs)



Sources: enquête ECLN, SOeS, MTES, calculs DG Trésor. Dernier point: T4 2017.

Champ : permis de 5 logements et plus destinés à la vente aux particuliers. ¹²

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

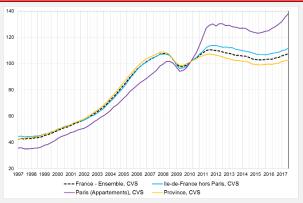
Les prix immobiliers ont crû de manière continue, soutenue et relativement uniforme de la fin des années 1990 jusqu'en 2008. Après une correction limitée en 2008, un nouvel épisode de hausse a eu lieu de 2009 à 2011, particulièrement marqué à Paris. Le marché a ensuite connu un atterrissage en douceur, avec une décroissance limitée des prix jusqu'en 2015. Depuis 2016, les prix ré-accélèrent pour connaître à présent une croissance similaire à celle des années 2000 (Graphique 15 -).

¹² Logements mis en vente: nouveaux logements proposés à la commercialisation au cours du trimestre (flux entrants).
Logements réservés: réservations à la vente avec dépôt d'arrhes (flux sortants). Stock de logements: logements proposés à la vente encore non réservés

Sur l'ensemble de la France métropolitaine, les prix au ont progressé de 5,1% au cours du dernier trimestre 2017 par rapport au T1 2016, et leur rythme de croissance s'accélère (+1,0% en glissement trimestriel au T4 2017). En revanche, de grandes disparités concernant le rythme de croissance des prix sont observables : alors que les prix ont augmenté de 4,9% en Ile-de-France (hors-Paris) et de 4,3% en province, les prix des logements anciens à Paris ont progressé entre deux et trois fois plus vite (+12,7%) (Graphique 16 -).

En province, les prix des appartements ont augmenté depuis début 2016 quel que soit le type d'agglomération considéré : la progression est de l'ordre de 2% pour les banlieues des agglomérations de + de 10 000 hab. (+1,9%) et de 3% pour les agglomérations de moins de 10 000 hab. et rurales (+3,3%) et elle est plus dynamique pour les villes centres d'agglomérations de + de 10 000 hab. à +5% (Graphique 17 -). Selon le Crédit Foncier, les prix ont augmenté de 5% ou plus au cours de l'année 2017 dans 13 grandes villes, dont Paris, Bordeaux, Lyon et Lille. Ils ont été relativement stables dans 9 grandes villes, et ont diminué dans 10, dont Marseille¹³.

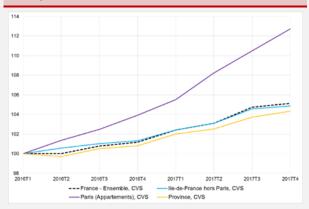
Graphique 15 - Prix des logements anciens sur longue période à Paris, en Ile-de-France et en province



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

Dernier point: T4 2017. Base 100 au T1 2010.

Graphique 16 - Prix des logements anciens à Paris, en Ile-de-France et en Province



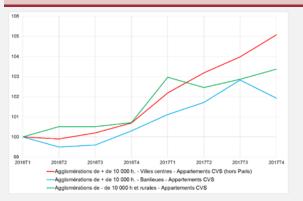
Source : Indices Notaires-INSEE des prix des logements anciens.

Dernier point: T4 2017. Base 100 au T1 2016.

Le taux de croissance en glissement annuel des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro mesuré par la BCE a accéléré, d'environ -2,54% en g.a. début 2013 à +4,2% au T4 2017. En France, sur la période 2013-2017, les taux de croissance sont inférieurs à ceux de la zone euro, avec un écart trimestriel moyen à 1,8 point qui se resserre au T4 2017 où la croissance des prix atteint +3,3% en g.a. Entre début 2013 et fin 2017, les prix de l'immobilier ont donc crû plus rapidement dans la zone euro qu'en France. Sur 10 ans, le rythme de croissance des prix de l'immobilier en France suit des trajectoires similaires à celui des prix de l'immobilier dans la zone euro, avec cependant des phases de décélération (2005-2009) et d'accélération (2009-2011) plus amples (par exemple, de +15,5% à -9,9% en 2005-2009 contre +7,5% à -4,4% dans la zone euro) (Graphique 18 -).

¹³ Les marchés immobiliers, 1^{er} février 2018. Ces prix, à la différence de ceux de l'indice Notaires-Insee, ne sont pas des prix hédoniques, et donc ne reflètent pas l'évolution de la qualité des biens, et ne sont pas corrigés d'éventuels effets de composition des transactions.

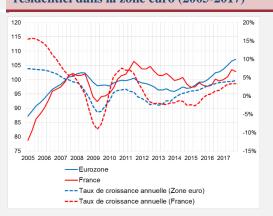
Graphique 17 - Prix des appartements par type d'agglomération (France métropolitaine hors Paris et Ile-de-France)



Source: Indices Notaires-INSEE des prix des logements

Dernier point: T4 2017. Base 100 2016 T1.

Graphique 18 - Niveau et taux de croissance en glissement annuel des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro (2005-2017)



Source : Séries prix de l'immobilier résidentiel, BCE.

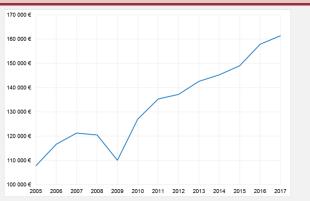
Dernier point : T4 2017. Pour le niveau des prix, base 100 en 2007.

Le risque de crédit des ménages reste contenu

L'année 2017 a vu les acquéreurs déjà propriétaires prendre progressivement le relai des primo-accédants dans la hausse de la production de crédits à l'habitat hors rachats et renégociations: rompant avec la tendance observée depuis 2013, leur part dans la production a progressé de 0,6 point par rapport à 2016 à 51,0 % tandis que les primo-accédants enregistraient un repli de leur part de 0,9 point à 27,2 %. L'investissement locatif a également continué de progresser, sa part dans la production annuelle hors rachats s'établissant à 16,3 % fin 2017, soit +0,6 point sur un an. Enfin, la part des prêts relais est revenue à son niveau de 2015, enregistrant un repli de 0,3 point à 2,9 %.

De manière générale, la politique de distribution de crédit à l'habitat aux ménages français reste globalement prudente. En particulier, la prévalence des taux fixes protège les ménages du risque de remontée de taux, tandis que les critères d'octroi 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 crédit, et notamment le maintien des taux à un bas niveau, ont permis de restaurer le pouvoir d'achat immobilier des ménages (cf. encadré sur les capacités d'achat immobilières).

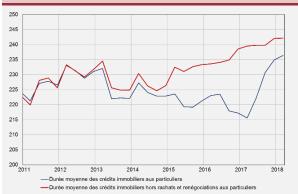
Graphique 19 - Montant moyen des prêts à l'habitat



Source : ACPR, Enquête sur le financement de l'habitat 2016.

Dernier point : 2017 (donnée provisoire)

Graphique 20 - Durée moyenne des crédits immobiliers aux particuliers



Source : Banque de France. Dernier point : T1 2018.

On assiste toutefois à une légère dégradation des pratiques d'octroi sur l'année 2017, avec une poursuite de la hausse du montant moyen du prêt, qui s'explique toutefois, au contraire des années précédentes, presque exclusivement par la hausse des prix immobiliers. Ainsi, le montant du prêt moyen (hors rachats) a augmenté de 5,3 % en 2017 pour atteindre 169 233 euros (+43,3 % par rapport à 2010, Graphique 19 -). De plus, cela s'est accompagné 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 atteignant un plus haut historique à 87 % en 2017, alors qu'il s'établissait à 85,9 % en 2016 (Graphique 21 -).

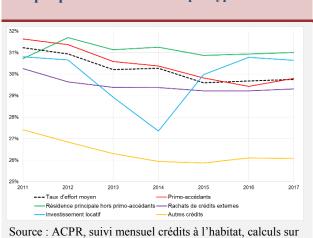
L'augmentation du montant des prêts résulte de l'allongement de maturité permis par la baisse des taux, qui progresse à nouveau en 2017, avec une durée moyenne des crédits de 236 mois, soit 19 ans et 8 mois (242 mois pour la production de crédit hors rachat et renégociations - Graphique 20 -). Cependant, malgré le maintien des taux d'intérêt à un bas niveau, qui contribue à alléger la charge de la dette des nouveaux emprunteurs, le taux d'effort financier moyen¹⁴ à l'octroi apparaît en légère hausse en 2017 (29,7 % contre 29,5 % en 2016), quoiqu'en-deçà des niveaux atteints en 2011 (31 %).



Graphique 23 - Poids des encours douteux dans l'encours des crédits à l'habitat aux ménages

1.8%
1.6%
1.4%
1.2%
1.0%
0.6%
0.6%
0.7%
0.2%
0.0%
2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017
—Taux d'encours douteux bruts global sur les prêts à l'habitat

Source : ACPR. Dernier point (provisoire) : 2017.



Graphique 22 - Taux d'effort par type d'acheteur

Source : ACPR, suivi mensuel crédits à l'habitat, calculs sur la base des montants moyens de la banque médiane. Dernier point : novembre 2017.

¹⁴ Défini comme le rapport de la dépense des remboursements des charges financières d'un ménage à son revenu.

Cependant, au-delà des paramètres moyens de la production, les pratiques les plus à risque ne semblent pas se généraliser de manière trop marquée en 2017¹⁵ : le taux d'effort des primo-accédants augmente presque de 30 points de base sur l'année (à 29,9%), mais reste inférieur à son niveau de 2011 (31,6 %).

Enfin, selon des données provisoires de l'ACPR, le taux des encours douteux des crédits à l'habitat marque un nouveau repli de 6 points de base et s'établit à 1,47% fin 2017, témoignant d'une amélioration de la qualité des crédits. *In fine*, malgré un recours accru à l'emprunt en 2017, 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.

Les statistiques du surendettement font ainsi état d'une amélioration de la situation. Le nombre de dossiers déposés poursuit son recul en 2017 pour la troisième année consécutive (181 123 dossiers après 194 194 en 2016, soit une baisse de 7% sur l'année).

L'évolution de la capacité d'achat immobilière des ménages en 2017

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 déterminée par la capacité des ménages emprunteurs à rembourser (cf. *supra*);
- les taux d'intérêt des prêts à l'habitat ont sensiblement baissé depuis la crise, jouant à la hausse sur la capacité d'achat des ménages qui s'était érodée avec la hausse des prix avant la crise (Graphique 24 -).

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'achat¹⁶ des ménages en fonction de ses principaux déterminants : taux d'apport, revenu moyen, taux d'effort financier¹⁷, taux d'intérêt et maturité. Deux types de facteurs d'augmentation de la capacité d'achat immobilière des ménages peuvent être dissociés : des facteurs qui tendent à augmenter la capacité d'achat à risque constant, 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 (au-delà du seul allongement permis par la baisse des taux) qui l'amplifient.

Graphique 24 - Taux des crédits immobiliers sur contrats nouveaux



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

Sur longue période, la capacité d'achat immobilière des ménages a d'abord connu une première phase d'augmentation continue entre 2003 et 2008 (+47 %), notamment sous l'effet d'un accroissement de la maturité des crédits. Après une période de relative stabilisation entre 2008 et 2013, la hausse de la capacité d'achat reprend depuis 2013, tirée cette fois-ci principalement par la baisse des taux d'intérêt.

Sur la période récente (2015-2017), l'augmentation de la capacité d'achat immobilière des ménages a largement dépassé l'évolution des prix de l'immobilier : alors que les prix de l'immobilier ancien ont

¹⁵ Un panorama complet des pratiques d'octroi des prêts à l'habitat des ménages sur l'année 2017 sera disponible dans l'enquête annuelle sur le financement de l'habitat précitée, dont la publication par l'ACPR est prévue en juillet 2018.

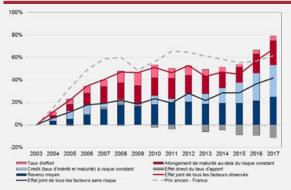
¹⁶ Indicateur de (l'augmentation cumulée) de la capacité d'achat : évolution des montants moyens empruntés compte tenu de l'évolution des conditions moyennes observées sur le marché (taux, maturité, apport initial et taux d'effort). Pour plus de détail sur la méthodologie, voir rapport annuel du Corefris de 2011.

¹⁷ 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.

augmenté d'environ 4% par rapport à leur niveau de 2015, la capacité d'achat a connu une hausse de 15% dont 10 points correspondent à une augmentation de capacité d'achat à risque constant.

Sur cette période, la hausse de la capacité d'achat provient en premier lieu de la baisse des taux d'intérêt et, de manière moins marquée, de la hausse du revenu moyen. L'allongement de maturité, et dans une moindre mesure, la baisse du taux d'apport (+ 1 point de pourcentage entre 2015 et 2017), contribuent à l'augmentation du poids relatif des facteurs risqués dans l'évolution de la capacité immobilière des ménages.

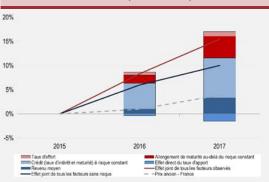
Graphique 25 - Évolution de la capacité d'achat immobilière (sur longue période)



Source: Insee, Banque de France, ACPR; calculs DG

Trésor. Dernier point : 2017.

Graphique 26 - Évolution de la capacité d'achat immobilière (2015-2017)



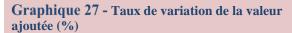
Source: Insee, Banque de France, ACPR; calculs DG

Trésor. Dernier point : 2017.

B. Entreprises

Les données 2016, ainsi que les premiers éléments disponibles pour 2017, confirment l'amélioration de la situation économique des sociétés non financières observée en 2015

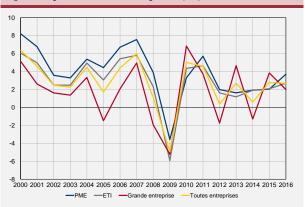
Après un ralentissement sur la période de 2012 à 2014, la création de richesse des sociétés non financières (SNF) – mesurée par la progression de leur valeur ajoutée – a sensiblement accéléré depuis 2015. Les données de comptabilité d'entreprises permettent de calculer une croissance de la valeur ajoutée (VA) de +2,7 % en 2016 après 2,8 % en 2015, largement supérieure à la moyenne des trois années précédentes (+1,2 %). Cette croissance soutenue de la VA s'observe pour toutes les tailles d'entreprises mais elle est particulièrement marquée pour les petites et moyennes entreprises (PME) en 2016 (+3,7 %). Les données de comptabilité nationale indiquent que la croissance de la VA est en nette accélération en 2017.





Sources : Insee, Banque de France FIBEN. Derniers points : 2016 et 2017.

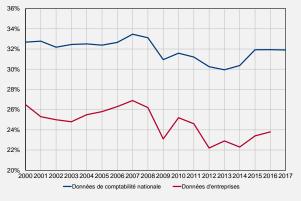
Graphique 28 - Taux de variation de la valeur ajoutée par taille d'entreprise (%)



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

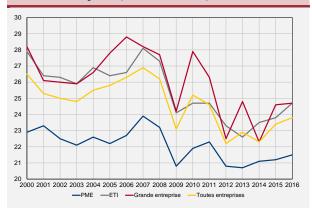
L'excédent brut d'exploitation (EBE) des SNF est en forte croissance depuis 2014. D'après la comptabilité d'entreprise, le taux de marge, qui rapporte l'EBE à la VA, s'est de nouveau amélioré en 2016 et atteint un niveau proche de celui observé en 2011. La poursuite du redressement des marges, qui restent cependant à un niveau bas, s'observe pour toutes les tailles d'entreprise bien que la croissance des marges des grandes entreprises soit plus contenue en 2016. Le taux de marge des SNF s'établissait en 2016 à 21,5 % pour les PME et à 24,7 % pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les grandes entreprises (GE). Ces chiffres ne doivent cependant pas masquer l'hétérogénéité, sectorielle par exemple, au sein des groupes d'entreprises de même taille.

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



Sources : Insee, Banque de France FIBEN. Derniers points : 2016 et 2017.

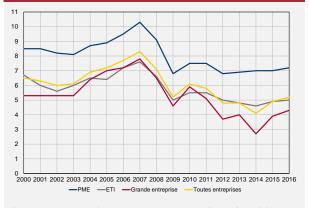
Graphique 30 - Taux de marge des SNF par taille d'entreprise (en % de la VA)



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

Bien qu'en deçà de son niveau d'avant crise, la rentabilité économique, mesurée par le ratio de l'excédent net d'exploitation (ENE) sur le capital d'exploitation, a poursuivi sa hausse en 2016, pour atteindre 5,2 %. Cette hausse concerne de nouveau toutes les tailles d'entreprises. La rentabilité financière, mesurée par le ratio de la capacité nette d'autofinancement sur le capital d'exploitation, connaît en revanche une baisse attribuable à la diminution de la rentabilité financière des GE du fait d'une baisse des « autres opérations hors exploitation ».

Graphique 31 - Rentabilité économique (excédent net d'exploitation¹⁸ / capital d'exploitation), en %



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

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



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

Le redressement des marges observé depuis 2014 s'inscrit dans le contexte d'un environnement économique que les entreprises jugent plus porteur, comme en témoignent plusieurs indicateurs. Les enquêtes menées par la BCE corroborent ce diagnostic pour les PME françaises en matière de coût du travail, de charges d'intérêt, de chiffre d'affaires ou de profits. Pour chacun de ces indicateurs, on observe une amélioration générale sur les dernières années. Si l'indicateur de climat des affaires publié par l'INSEE est en légère baisse depuis le début de l'année 2018, il s'établit à un niveau élevé dans une perspective de moyen terme après une forte hausse en 2017.

¹⁸ L'excédent net d'exploitation correspond à l'EBE diminué des amortissements comptables.

Graphique 33 - Changement de situation financière des PME françaises



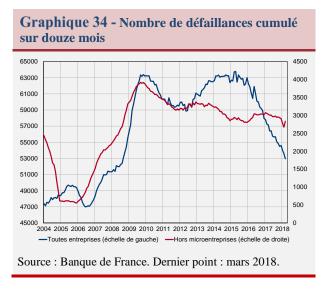
Note de lecture : Chaque indicateur correspond au pourcentage net des réponses à la question « Sur les six derniers mois, les indicateurs suivants ont-ils diminué, augmenté ou sont-ils restés inchangés ? ». Le pourcentage est centré sur 0, et présenté de manière à ce qu'une augmentation constitue une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

Source : BCE, enquête SAFE. Dernier point : S2 2017. Calculs : DG Trésor.

Dans le même temps, les défaillances d'entreprises ¹⁹ recensées par la Banque de France sont en fort recul sur la période récente. La baisse constatée depuis 2016 a permis d'effacer une partie de l'augmentation des défaillances constatées dans le sillage de la crise et d'atteindre, début 2018, le nombre de près de 54 000 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.

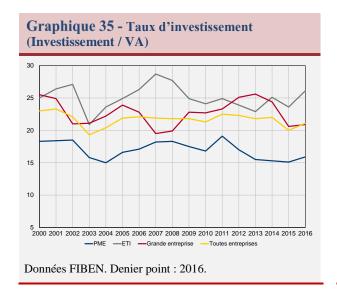
_

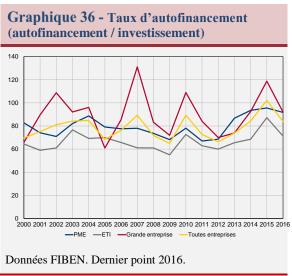
¹⁹ Le concept de défaillances couvre ici les redressements et les liquidations judiciaires en date de jugement, mais pas les procédures de sauvegarde (qui ne donnent pas lieu au dépôt d'une déclaration de cessation de paiement).

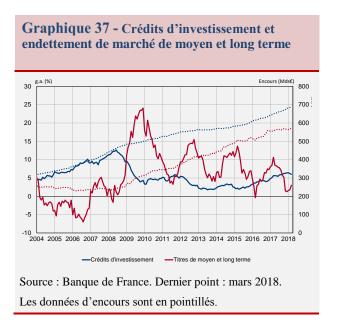


L'investissement des SNF est orienté à la hausse.

Les données de comptabilité d'entreprise mettent en lumière une hausse du taux d'investissement qui s'établissait à 21,1 % en 2016 (+1,1 pt par rapport à 2015). Cette hausse était particulièrement marquée pour les ETI et les PME. Les données de comptabilité nationale publiées par l'Insee confirment cette dynamique du taux d'investissement en 2017 (23,5 %, + 0,3 pt par rapport à 2016). Si ces tendances haussières s'inscrivent dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques, elles ont pu être affectées par des incitations fiscales comme le dispositif de suramortissement entré en vigueur en 2015 et actif en année pleine en 2016. La croissance des investissements plus rapide que celle des profits a conduit à une dégradation du taux d'autofinancement des SNF en 2016. Le financement de ces investissements s'est donc traduit par une hausse des encours de crédits d'investissement, ainsi que par l'émission de titres de dette de moyen et de long terme, qui ont été dynamiques en 2017. En mars 2018, l'encours des crédits à l'investissement s'établissait 689 Md€, en hausse de +6,0 % en glissement annuel.

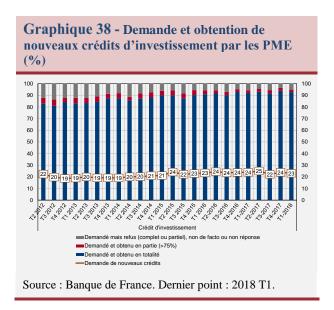


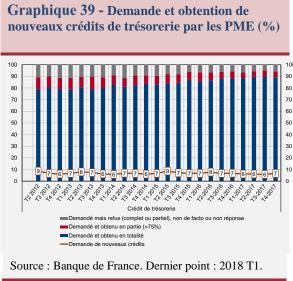




Les entreprises bénéficient d'un contexte d'accès au crédit et au financement de marché et de taux très favorables

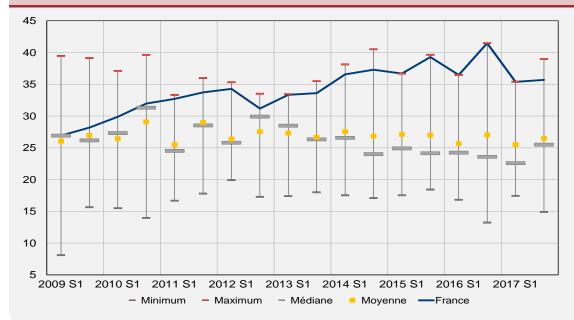
Dans ce contexte, la demande de nouveaux crédits des entreprises s'est donc maintenue à des niveaux élevés tout au long de l'année 2017. Début 2018, l'indicateur publié par la Banque de France sur l'octroi des crédits aux PME (à savoir le pourcentage des demandes de crédit ayant été satisfaites totalement ou pour au moins 75 % de leur montant) était proche de son maximum depuis la publication de l'enquête en 2012 pour les crédits d'investissement (95 %) et pour les crédits de trésorerie (84 %). Ces indicateurs témoignent d'un accès très satisfaisant au crédit pour les entreprises qui en font la demande.





La publication la plus récente de l'enquête SAFE par la BCE illustre la forte demande de financements externes par les PME françaises en comparaison des résultats observés dans les autres pays de la zone euro. Symétriquement, le pourcentage de PME françaises qui ne sollicitent pas de financements car elles disposent d'un autofinancement suffisant est parmi les plus bas de la zone euro.

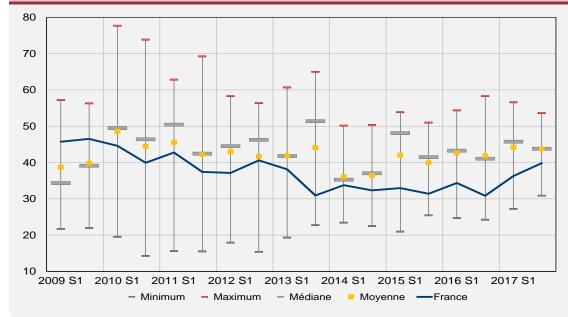
Graphique 40 - Pourcentage des PME françaises et de la zone euro ayant demandé un financement externe durant les six derniers mois



Note de lecture : Au 2nd semestre 2017, 35,7 % des PME françaises interrogées ont sollicité un financement externe durant les six derniers mois, ce qui correspond à un pourcentage élevé en comparaison européenne. En moyenne, les PME de la zone euro sont 26,5 % à avoir demandé un tel financement. Le pourcentage minimal est de 14,9 %, constaté en Irlande.

Source: BCE, enquête SAFE. Dernier point: S2 2017.

Graphique 41 - 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 2nd semestre 2017, 39,8 % 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 43,8 % à avoir déclaré cela. Le pourcentage minimal est de 30,9 % (constaté en Grèce) et le pourcentage maximal de 53,6 % (constaté en Autriche).

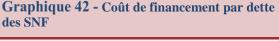
Source: BCE, enquête SAFE. Dernier point: S2 2017.

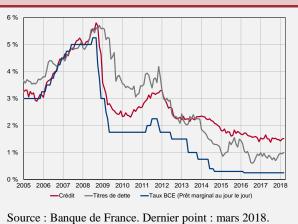
La poursuite de la politique monétaire accommodante de la BCE a stabilisé les taux des crédits octroyés aux entreprises à un niveau historiquement bas en 2017, après une forte baisse depuis 2011 : le coût du crédit s'établissait à 1.5 % à fin 2017.

Le coût du financement par le marché, qui concerne principalement les GE et les ETI, a suivi la même tendance à la baisse, passant sous le taux des crédits bancaires durant l'année 2013. Après un plus bas historique en août 2016 (0,6 %), ce coût a connu une dynamique légèrement haussière au dernier trimestre de l'année 2016 avant de se stabiliser entre 0,75 % et 1 % depuis un an. Il s'établissait à un niveau proche de 1 % au début de l'année 2018.

Du fait de la persistance d'un environnement de taux bas et du refinancement par un grand nombre de SNF de leur stock de dette, le poids de la charge de la dette dans l'excédent brut global (EBG) des SNF a fortement baissé depuis 2011 (18,5 %), en dépit d'une hausse constante du niveau d'endettement, pour s'établir à 14,4 % en 2016. Ce ratio s'inscrit néanmoins en légère hausse en 2016 par rapport à 2015 (+0,8 pt) sous l'effet d'une augmentation plus marquée du ratio de couverture de la charge de la dette des GE (+1,8 pt), imputable au dynamisme de l'endettement de cette catégorie d'entreprises en 2015 et en 2016.

Cependant, la diminution de la charge financière des SNF françaises est à nuancer. Elle reste à un niveau encore élevé (entre 10% et 16% de l'EBE) du fait notamment de l'augmentation de l'endettement, et pourrait être remise en cause par une remontée des taux d'emprunt: (i) une large partie de cet endettement est libellée à taux variable et serait donc directement affectée par une remontée des taux ; (ii) contrairement aux ménages, les SNF doivent souvent refinancer leur dette, ce qui les rend plus sensibles à une remontée des taux, même sur leur dette à taux fixe lorsque celle-ci doit être renouvelée. Cependant, les entreprises ont profité de la période récente pour allonger la maturité moyenne de leur dette, repoussant ainsi en partie l'effet d'une hausse des taux transitant par le besoin de refinancement. Par ailleurs, une remontée progressive des taux en phase de reprise cyclique de l'activité serait partiellement compensée par un excédent brut d'exploitation (EBE) des entreprises en hausse, ce qui pourrait limiter l'augmentation de la charge de la dette.

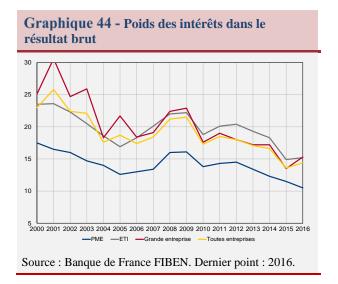




Graphique 43 - Financement des GE et des ETI: flux nets cumulés sur 12 mois (en Md€)

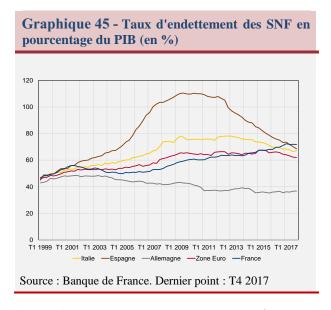


Source : Banque de France. Dernier point : mars 2018.



L'endettement progresse à un rythme très soutenu en 2017, poursuivant une tendance haussière entamée depuis désormais plus de dix ans

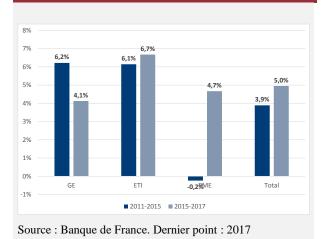
Depuis 2010, l'endettement total des SNF a progressé à un rythme annuel moyen de +5,2 %. Cette dynamique se traduit par une hausse continue de l'endettement rapporté au PIB, à la valeur ajoutée ou encore au chiffre d'affaires des SNF. Cette évolution contraste avec la stabilité ou la baisse observées dans les autres grands pays européens. Entre le T4 2010 et le T4 2017, ce ratio a diminué de 2,8 pp en zone euro mais a augmenté de 11,6 pp en France. Le ratio français est maintenant supérieur de 9,8 pp à celui de la zone euro.



La dette totale des SNF²⁰ se répartit en décembre 2017 entre 686 Md€ pour les grandes entreprises (GE), 431 Md€ pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et 528 Md€ pour les petites et moyennes entreprises (PME). La progression de l'endettement a été nettement plus marquée entre 2011 et 2015 pour les GE et les ETI que pour les PME dont l'encours a baissé sur cette sous-période. Toutefois, depuis 2015, l'encours de dette est très dynamique pour l'ensemble des catégories d'entreprise.

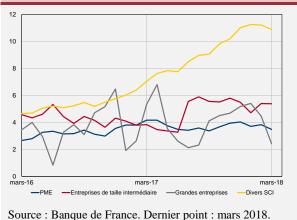
²⁰ Hors crédit des banques étrangères, à la différence du reste de ce chapitre. Cf encadré sur les mesures d'endettement.

Graphique 46 - Croissance annuelle moyenne de la dette brute des SNF 2011- 2017 (%)

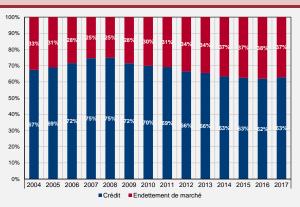


Dans ce contexte, l'endettement total (crédit bancaire et endettement obligataire) des SNF s'établissait à 1 597,4 Md€ en mars 2018, en hausse de +5,2 % (g.a). Les encours de crédit bancaire (974,2 Md€) progressent à un rythme soutenu (+5,4 % en g.a en mars). La croissance annuelle des encours de crédits des PME et ETI s'établit respectivement à +3,5 % et +5,4 % en mars 2018. La progression des encours de crédits mobilisés par les GE demeure dynamique (+2,4 % en g.a en mars). Ces entreprises bénéficient aussi du financement de marché, dont les encours continuent de progresser (623,2 Md€, +4,9 % en g.a. en mars 2018) mais décélèrent depuis la fin de l'année 2017. Du fait de la poursuite d'une croissance très soutenue des encours de crédit bancaire, pour la première depuis la crise financière, la part des titres de créances dans l'endettement total diminue en 2017. La part des titres dans l'endettement des SNF atteignait 37 % à la fin de l'année 2017.

Graphique 47 - Croissance du crédit par catégorie de SNF (en %)



Graphique 48 - Évolution de la structure d'endettement des SNF



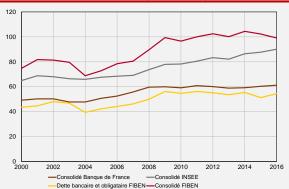
Source : Banque de France. Dernier point : 2017

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

Graphique 49 - Mesures du taux d'endettement des SNF (% du PIB)



Sources: Insee, Eurostat, Banque de France FIBEN. Dernier point: 2016.

nationale française et est notamment reportée par Eurostat et la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Elle présente les avantages d'une définition simple et englobante de la dette des SNF, sans toutefois inclure la catégorie « autres comptes à payer » (F8), en particulier les dettes fournisseurs.

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

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

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

Pour les crédits (F4), trois approches sont possibles

- La première (consolidation Insee reprise par Eurostat : 91,6 % du PIB à fin 2017) 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, quel que soit le secteur emprunteur, y compris le reste du monde. Cette mesure ne nécessite pas de disposer de données « de qui à qui ».

• La troisième (consolidation Banque de France – fin 2017 : 73,4% du PIB) comptabilise uniquement les crédits qui figurent à l'actif des établissements de crédit résidents et non-résidents. Ce mode de calcul élimine l'ensemble des crédits contractés entre SNF. C'est le concept qui est retenu dans ce chapitre.

La 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 (54,4 % du PIB à fin 2016), mesure restreinte pour lequel la consolidation à l'échelle du groupe n'est pas nécessaire ;
- L'endettement financier brut des SNF (99,1 % du PIB à fin 2016), défini comme la somme des dettes au passif consolidé des groupes. Pour chaque société, l'endettement financier consolidé ainsi calculé ne peut pas être inférieur à l'endettement bancaire et obligataire.

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

La progression des fonds propres permet de contenir l'évolution des leviers

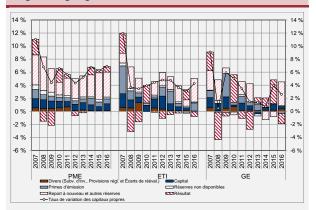
L'année 2016 voit de nouveau une hausse significative des fonds propres des SNF. Elle est continue et élevée depuis 2013 pour les PME et les ETI (d'environ respectivement 6,3 % et 4 % par an en moyenne). Comme les années précédentes, l'accumulation de résultats, et notamment le report à nouveau, constitue la source principale des fonds propres des SNF, en particulier en ce qui concerne les PME et les ETI. Il est à noter que les primes d'émission contribuent également à cette croissance des capitaux propres, notamment pour les ETI, témoignant d'opérations de croissance externe donnant lieu à l'enregistrement de *goodwills* à l'actif de l'entreprise. À cet égard, le rapport sur l'endettement des agents privés non financiers, publié en décembre 2017 par le HCSF, soulignait le lien entre croissance externe et endettement des SNF. S'agissant des GE, la croissance des capitaux propres est plus contenue en 2016 (2,9 % après 4,0 % en 2015). Depuis 2013, le coût des fonds propres de SNF cotées en France a fortement décru et même s'il reste sensiblement plus élevé que pour le financement par dette, il s'établit à un niveau bas à l'heure actuelle dans une perspective de moyen terme.

Graphique 50 - Coûts de financement des SNF : fonds propres et dette



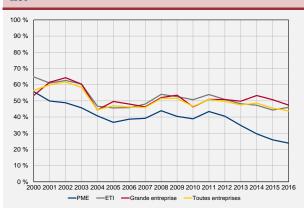
Sources : Banque de France, Thomson Reuters Financial DataStream, Insee, Calculs : DG Trésor. Dernier point : mars 2018.

Graphique 51 - Ventilation de la variation des capitaux propres



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

Graphique 52 - Taux d'endettement financier net²¹



Source: Banque de France FIBEN. Dernier point: 2016

Les dynamiques jointes de la hausse de l'endettement et de la liquidité

L'endettement des SNF doit aussi être mis en regard de la forte augmentation de leur liquidité et de leurs actifs financiers à court terme²² (687,8 Md€ au T4 2017), qui ont très fortement crû depuis le T1 2008 (439,6 Md€). On assiste ainsi à une hausse de ces actifs en part du PIB, passant de 22,4 % au début de l'année 2008 à 30,0 % au T4 2017. À l'inverse, les liquidités et les actifs financiers à court terme détenues par les entreprises allemandes et espagnoles sont bien plus stables en proportion du PIB. Ainsi, l'endettement, consolidé en retenant la méthode appliquée par la Banque de France, net des liquidités et des actifs à court terme des entreprises, a connu une hausse nettement moins marquée que l'endettement brut depuis 2007 (43,2 % du PIB au T4 2017 contre 34,0 % au T1 2008).

Ce résultat est corroboré par l'étude, publiée en décembre 2017 dans la note de conjoncture de l'Insee²³, qui établissait que les sociétés qui ont conjointement augmenté leur endettement et leurs

²¹ Endettement financier net / capitaux propres appelés.

²² Ces agrégats incluent les monnaies et dépôts (F2, dans les comptes de patrimoine financier), les titres de créances à court terme (F3 court terme) et les parts de fonds d'investissement (F521).

²³ Khder, M. B., & Rousset, C. (2017), Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France?. Insee.

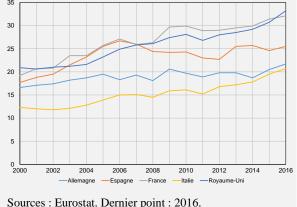
liquidités²⁴ sur 2010-2015 représentaient un encours de dette significatif (330 Md€ en 2010, quand l'encours des trois autres catégories de sociétés était inférieur à 600 Md€). Cette étude documentait également que ce sont les sociétés qui ont accumulé des liquidités dont l'encours de dette a le plus augmenté sur cette période (+170 Md€), alors que l'encours agrégé des autres catégories de sociétés a diminué ou faiblement augmenté.

L'évolution de la dette correspond donc en partie à un changement des modes de gestion de trésorerie. Cela peut être interprété comme la conséquence du développement du financement de marché (par nature moins ajustable) et, plus généralement, une accumulation de liquidités de précaution suite à la crise. Les entreprises semblent ainsi faire le choix d'une transition vers un coussin de trésorerie plus important.

Ce phénomène est renforcé, d'une part par les changements réglementaires et institutionnels favorisant le développement des marchés obligataires corporate (notamment développement des Euro PP et des fonds obligataires, réforme de la masse et du droit obligataire), et d'autre part par la centralisation de la gestion financière des grands groupes en France.

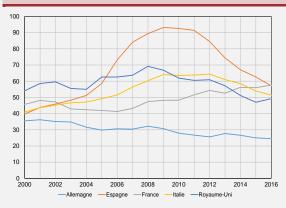
Cette évolution s'inscrit dans le contexte de la baisse des taux, qui s'est accompagnée d'une baisse des spreads et donc d'une réduction des coûts de portage. Avec l'apparition de maturités très élevées (20 ans ou plus), cela diminue le coût pour les entreprises à s'endetter aujourd'hui pour renforcer leur trésorerie, leur permettant de rester réactives si des opportunités d'investissement se présentent par la suite.

Graphique 53 - Stocks de liquidités et d'actifs financiers à court terme des SNF (en % du PIB)



Sources: Eurostat. Dernier point: 2016.

Graphique 54 - Dette nette consolidée (Insee) des liquidités et actifs financiers à court terme des SNF (en % du PIB)



Source: Eurostat. Dernier point: 2016

La baisse des coûts de portage pourrait même nourrir des comportements opportunistes (carry trade), si le rendement de leurs dépôts et liquidité devient plus élevé que leur coût d'emprunt. Certains éléments, en particulier la croissance du volume des émissions de billets de trésorerie corporates à des taux négatifs pour toutes les maturités de un jour à un an, conduisent à s'interroger sur le développement d'une telle stratégie.

Pour compléter cette analyse, l'Insee considère la dynamique jointe de l'endettement et de l'accumulation de liquidité au niveau des sociétés individuelles. Les SNF caractérisées par un endettement qui croît et une trésorerie qui baisse représentent 15 % de la valeur ajoutée. En outre, ces entreprises ont vu leur taux de marge fortement reculer, de 24% en 2010 à 16% en 2015 et sont très nettement en-dessous de ceux des autres entreprises. L'Insee observe de plus que les entreprises les plus endettées contribuent de manière significative à l'accroissement de la dette nette, et qu'une

²⁴ Dans la partie sur données de sociétés de l'étude de l'Insee, seule la dynamique des liquidités, c'est-à-dire les montants détenus en caisse et les avoirs en banque, est considérée. Ce qui correspond à une définition étroite des actifs financiers à court terme des sociétés.

fraction certaine de la dette agrégée est portée par des entreprises dont la dette nette s'est dégradée d'au moins 60 points de valeur ajoutée entre 2010 et 2015.

Par ailleurs, l'accumulation de liquidités n'écarte pas totalement les risques de stabilité financière. Les entreprises sont pour près de 45 % des encours endettées à taux variables, et la dette à taux fixe doit généralement être refinancée à un horizon de quelques années au maximum. Si une part significative de l'accumulation de liquidités provient d'un souhait de profiter des taux bas pour s'assurer de ressources financières permettant de saisir des opportunités d'acquisition ou d'investissement en période de remontée des taux et si ces liquidités étaient ainsi utilisées, les entreprises deviendraient vulnérables à une hausse des taux. Cette conclusion est également celle de l'Insee.

Ces observations participent du diagnostic ayant conduit à la décision concernant la mesure rendue publique le 11 mai (cf. encadré sur la mesure macroprudentielle sur les grandes entreprises les plus endettées).

Ch.3 Agents financiers

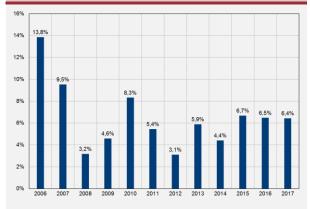
A. Banques

A.1. Des résultats mitigés en 2017 pour les banques françaises

Sur l'ensemble de l'année 2017, les six principaux groupes bancaires français²⁵ affichent un résultat net part du groupe de 23,9 Md€. Ce résultat est en recul par rapport à l'année 2016 (-1,9 %) malgré une légère hausse du Produit Net Bancaire (PNB, +0,5 %). Il s'accompagne de la poursuite de la hausse des frais de gestion (+2,7 %), qui contribue à la dégradation du coefficient d'exploitation qui continue d'augmenter pour s'établir à 69 % (+1,5 point). La reprise économique permet au secteur d'afficher un coût du risque substantiellement en baisse (-18 % par rapport à 2016, soit -3 pb ramené au total d'actifs), qui poursuit donc sa descente continue depuis 2011.

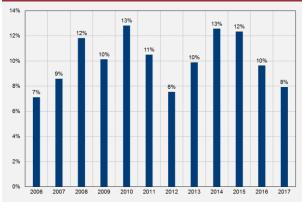
Le rendement sur fonds propres (*Return on Equity* ou RoE²⁶) dégagé par les groupes bancaires français reste quasi-stable par rapport à 2016 (6,4 % - voir Graphique 55). En comparaison, le coût des fonds propres (*Cost of Equity* ou CoE²⁷) qui traduit le rendement exigé par les investisseurs sur les marchés financiers se réduit de 2 points en 2017 (8 % - voir Graphique 56) mais continue de se situer au-dessus du RoE. La persistance d'un tel écart pourrait générer un cercle vicieux dans lequel la hausse du coût de financement complique le redressement de la rentabilité des établissements, ce qui alimente encore la défiance des investisseurs.

Graphique 55 - Return on Equity des principales banques françaises



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

Graphique 56 - 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.

²⁵ 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 2017, voir « ACPR Analyses et Synthèses - La situation des grands groupes bancaires français à fin 2017 ».

²⁶ Le *Return on Equity* s'obtient en faisant le rapport entre le résultat net et les fonds propres totaux.

²⁷ Le *Cost of Equity* est le rendement attendu par un investisseur pour acquérir ou conserver les actions d'une entreprise compte tenu de leur risque. Non directement observable, il est estimé à partir de données boursières dans le cadre d'un modèle de valorisation des actions (évaluées ici comme somme des flux futurs de dividendes actualisés, voir Financial Stability Review de mai 2015). La mesure du rendement que les investisseurs attendent d'un investissement en fonds propres bancaires n'est pas simple compte tenu des difficultés d'estimation des flux de trésorerie futurs et des hypothèses sur la rétention des bénéfices ; un degré élevé d'incertitude est donc intrinsèque à toute estimation du coût des fonds propres, quelle que soit la méthodologie employée.

Les revenus de la banque de détail domestique s'inscrivent en légère diminution (- 0,2 % pour le PNB, -3,7% pour le résultat avant impôt) sur base agrégée, ce qui masque une certaine hétérogénéité entre les principaux groupes. Les banques sont donc presque parvenues à compenser la baisse de leur marge nette d'intérêt, par une hausse des revenus tirés des frais et commissions : au contraire de 2016, les frais et commissions ont ainsi progressé en 2017 avec des hausses comprises entre 2 % et 6 %.

La banque de détail à l'international bénéficie de l'amélioration de l'environnement économique mondial, et de la réduction des risques (qui conduit à une baisse du coût du risque de 24 % par rapport à 2016), et voit sa contribution aux résultats globaux augmenter en 2017.

Les services financiers spécialisés participent de façon dynamique aux résultats des banques, avec des revenus en croissance (+ 4,4 %).

En dépit d'un PNB relativement stable par rapport à 2016 (+ 0,8 %), la banque de financement et d'investissement montre une croissance dynamique de sa rentabilité avant impôt (+ 11 %), associée notamment au repli net du coût du risque (-57,9 %). La croissance des revenus a été pénalisée par des effets de change défavorables (hausse de l'euro).

Enfin, les métiers assurance et gestion d'actifs enregistrent une nette progression, tant au niveau du PNB (+ 9,6 %) que du résultat avant impôt (+ 20,7%). Cela traduit notamment la bonne dynamique de la gestion d'actifs qui enregistre une croissance exceptionnellement élevée de ses revenus (+ 11,6 %) et de ses résultats (+ 20,8 %). Cela a été rendu possible par les synergies de coûts et de revenus opérées entre la gestion collective et la banque privée, et par l'environnement globalement favorable sur les marchés qui a conduit à une appréciation des encours sous gestion et a favorisé une collecte nette positive.

L'année 2017 a été marquée par l'amélioration des conditions économiques, en France, et en zone euro, qui, si elle se poursuit, devrait soutenir la qualité des actifs bancaires, et la profitabilité globale des établissements. La transformation de leur modèle d'affaires, et la rationalisation progressive de leurs coûts seront toutefois nécessaires pour tirer le meilleur parti de cette amélioration de l'environnement économique à moyen terme. Les plans de restructuration et de transformation initiés par les banques françaises, s'ils induisent des coûts supplémentaires à court terme devraient permettre une réduction des coûts sur le moyen terme. Investir dans l'utilisation des innovations technologiques liées à la digitalisation permettra également de réduire les frais de gestion à moyen terme, de faire face à la concurrence de nouveaux entrants ou à l'apparition de nouveaux services (fintech) et de s'adapter à l'évolution des comportements clients.

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

En 2017, les principales banques françaises ont globalement renforcé leur solvabilité, même si ce renforcement ne s'est pas observé chez chacune d'entre elles. 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 Bale 3 *fully loaded* compris entre 11,4 et 17,4 % (13,8 % au niveau agrégé, en hausse de 50 pb - cf. Graphique 57 et Graphique 58) fin décembre 2017. Cette amélioration de la solvabilité des banques françaises reflète tout d'abord une progression continue de leurs fonds propres, sur base agrégée, à travers notamment la mise en réserve régulière d'une part importante de leurs résultats, ainsi qu'une légère réduction des niveaux de risques pondérés (-0,4%).

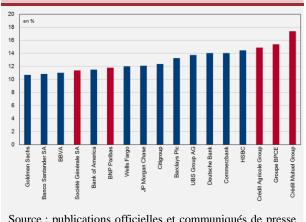
Cette augmentation de leurs fonds propres, combinée à la réduction de la taille de bilan des établissements (-1,8 %), a également permis aux banques françaises d'afficher fin 2017 des ratios de levier supérieurs au minimum de 3 %, généralement en hausse par rapport à fin 2016 (entre 4,3 et 6,4 % pour les six principales banques françaises). Enfin, les principaux groupes ont communiqué des informations concernant la réalisation de leurs objectifs en termes de *Total Loss Absorbing Capacity* (TLAC), qui entrera en vigueur en 2019. Selon leur communication financière, le niveau requis en 2019

(19,5 % en RWA et 6 % en levier) est déjà atteint pour SG, GCA et GBPCE ; BNPP ne publie pas le niveau de son ratio.

Graphique 57 - Évolution du ratio de fonds propres CET1 (Bâle 3 complet) des principales banques françaises



Graphique 58 - Ratio de solvabilité fin 2017 (CET1, Bâle 3 complet)



Source : publications officielles et communiqués de presse des banques, au 31 décembre 2017.

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 particulièrement vigoureuse, notamment auprès des entreprises, où le dynamisme de la collecte s'est accéléré par rapport à 2016 (+9,9 % après 7,3 %). Dans un contexte de croissance des encours de crédit (+5,6 % pour la clientèle non-financière), le ratio de prêts sur dépôts (*cf.* Graphique 59) est encore parvenu à se réduire de 0,9 point pour atteindre 117,5 % fin 2017.



Visant à favoriser la résilience à court-terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une grave crise qui durerait 30 jours, le ratio de liquidité à court-terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR) des six grandes banques françaises a continué d'augmenter et atteint à présent 131,7% (contre 130,1% en décembre 2016). À cette date, les principales banques françaises vérifiaient toutes largement l'exigence

les dépôts.

minimale de 80 % en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2017. Elles se conforment d'ores et déjà à celle de 100 % qui s'applique depuis le 1^{er} janvier 2018.

Le ratio structurel de liquidité à long terme (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR), qui a pour but de réduire le risque de tensions sur le financement sur une période plus longue (≥ 1 an) en imposant aux banques de financer leurs activités grâce à des sources suffisamment stables, progresse de 1,1 point pour s'établir en moyenne à 106,9 % à fin 2017²⁸.

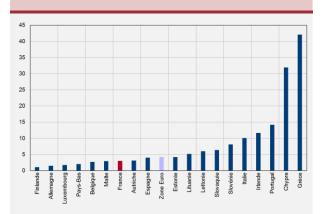
Globalement stable depuis la crise, la qualité des actifs bancaires en France a continué de s'améliorer en 2017. Le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux entreprises non financières résidentes a ainsi baissé de 18 pbs pour atteindre 1,69 % (*cf.* Graphique 60). Après avoir atteint un pic post-crise 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 1,35 % fin 2017 (- 17 pb sur un an). Ce taux d'encours dépréciés reste faible en comparaison européenne tandis que d'autres secteurs bancaires en Europe restent affectés par le poids des créances douteuses dans leur bilan (*cf.* Graphique 61).

Graphique 60 - Taux bruts et nets de créances douteuses des crédits aux ménages et SNF résidents (en % des crédits)



Source : Banque de France (dernier point 2017 T4). 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 61 - Taux brut d'encours dépréciés (en % des crédits)



Source : BCE, 2017 T3. Le ratio affiché est le rapport entre les instruments de dette bruts non performants et le total des instruments de dette bruts.

Les stress tests de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire de 2017

L'exercice de stress test IRRBB

La BCE a mené en 2017 un exercice de stress-test portant sur le risque de taux dans le portefeuille bancaire (*Interest Rate Risk in the Banking Book* - IRRBB), appliqué aux établissements soumis à sa supervision directe. Ses résultats, publiés le 9 octobre 2017, ont servi à éclairer l'évaluation du niveau de capital qu'une institution doit détenir dans le cadre des exigences de Pilier 2.

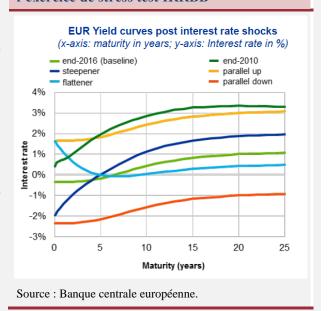
Cet exercice étudie l'impact de différents scénarios de taux d'intérêt en ayant recours à deux métriques distinctes : i) d'une part, les revenus nets d'intérêt (NII) qui mesurent sur un horizon de 3 ans, dans une hypothèse de bilan constant, la sensibilité des revenus d'intérêt à un choc de taux ; ii) d'autre part, la valeur économique des fonds propres (EVE), qui reflète l'effet du changement de l'environnement de taux sur la valeur économique de la banque (calculée comme la somme des flux futurs actualisés à l'actif net de la somme des flux futurs actualisés au passif sur l'ensemble du portefeuille bancaire hormis les fonds propres).

 $^{^{28}}$ Source : ACPR « Analyses et Synthèses – la situation des grands groupes bancaires français à fin 2017 ».

L'approche NII mesure l'effet des changements de taux d'intérêt sur les revenus de la banque à horizon court. Plus proche de la réalité économique et de la gestion actif-passif des banques, elle correspond à l'approche généralement adoptée par les banques françaises pour projeter l'effet sur leur compte de résultat de mouvements de taux.

L'approche EVE permet quant à elle de capturer l'effet des variations des instruments à duration longue sur la valeur économique de l'ensemble du bilan de la banque sur un horizon de temps infini. Elle a ainsi l'avantage d'offrir une vue agrégée du risque, mais repose aussi sur des hypothèses de projection à très long terme ; par ailleurs, si elle mesure mieux l'effet sur les instruments du portefeuille bancaire évalués à la juste valeur, l'approche EVE peut paraître théorique pour les instruments du portefeuille bancaire détenus jusqu'à échéance et comptabilisés au coût amorti, qui constituent la part majoritaire de ce portefeuille, et pour lesquels les variations de valeur ne se matérialisent ni dans le compte de résultat, ni dans les fonds propres.

Graphique 62 - Scénarios de taux d'intérêt de l'exercice de stress test IRRBB



Une série de 6 scénarios de taux a ensuite été appliquée (présentés en Graphique 62).

Des résultats qui montrent une bonne gestion générale du risque de taux face à un scénario de remontée des taux

Dans un scénario de hausse des taux d'intérêt (scenario *parallel up*), la plupart des banques de l'échantillon (76 %) verraient leur marge nette d'intérêt (NII) s'accroître. En moyenne, elle augmenterait de 10,5 % à horizon 2019 suite à un choc de +200 points de base sur l'ensemble de la courbe des taux. Dans le même temps, 77 % des banques du mécanisme de supervision Unique (MSU) verraient la valeur économique de leurs fonds propres diminuer (Economic Value of Equity– EVE). Cette diminution atteindrait 2,7 % du CET1 en moyenne.

La situation est moins favorable sur ces deux métriques pour les six principales banques françaises avec un impact moyen respectivement de +0,5% et -7,9% du CET1. Cette moindre performance pourrait s'expliquer par la structure du bilan des banques françaises, dont une grande part de l'actif est contractée à taux fixe, et par l'importance des récentes vagues de remboursements anticipés. En effet, les vagues de remboursements anticipés de ces dernières années se sont traduites par le remplacement de prêts immobiliers à taux fixe par des prêts à taux beaucoup plus faibles, pour l'essentiel toujours à taux fixe, figeant dans le temps à un niveau très bas les revenus d'une masse importante de l'actif sans possibilité de bénéficier de la remontée des taux de marché.

Toutefois, cela reflète également des choix méthodologiques qui affectent de manière significative les établissements français sur les deux métriques compte tenu de leur mode de gestion du risque de taux d'intérêt (notamment l'absence d'ajustement possible des marges commerciales sur les prévisions de Marge Nette d'Intérêt).

Une vigilance persistante sur la modélisation des comportements des déposants

La sensibilité des résultats des banques à la hausse des taux d'intérêt repose fortement sur l'hypothèse de la stabilité des dépôts à vue non rémunérés (la hausse des taux ne se répercuterait alors pas sur le coût d'une partie importante des ressources). Au niveau de l'échantillon européen, le Superviseur Unique note ainsi que les modèles de dépôts des banques sont majoritairement calibrés sur une période de décroissance des taux (52% des modèles étudiés sont calibrés sur une période post 2008), et que seuls 7% des dépôts modélisés

prennent en compte la possibilité que la stabilité des dépôts puisse diminuer dans un contexte de hausse des taux.

Le MSU attire l'attention sur le fait qu'une hausse de taux pourrait affecter les établissements bancaires si les comportements de la clientèle venaient contredire les hypothèses comportementales utilisées jusqu'à présent (par exemple sous la forme d'une diminution des dépôts).

A.3. Un cadre réglementaire en consolidation

L'année 2017 a été notamment marquée par la finalisation du cadre réglementaire de Bâle III, annoncée le 7 décembre dernier.

Celle-ci a permis de réviser les méthodes de calcul des risques pondérés, en renforçant la robustesse des résultats produits par les modèles internes, et en assurant la pertinence des approches standards sans introduire d'augmentation significative des exigences de fonds propres des banques. Outre la révision des exigences en matière de risque de crédit, de risque opérationnel et de risque de marché, elle a conduit à l'introduction d'un plancher en capital, qui fixe une limite aux résultats produits par les modèles internes par rapport aux résultats produits par les approches standards. Cette limite, fixée à 72,5%, ²⁹ permet de limiter les écarts d'exigences en fonds propres jugés excessifs, tout en préservant la sensibilité au risque du cadre global.

Cette finalisation marque l'achèvement d'un cycle de réformes réglementaires à Bâle pour les banques, engagé depuis 2009 à la suite de la crise financière. Il s'agit désormais d'aboutir à une mise en œuvre pleine, entière, et en temps voulus de cet accord par toutes les parties prenantes, afin d'assurer la cohérence des règles prudentielles à l'échelle internationale. En Europe, les nouveaux standards devront faire l'objet d'une proposition législative de la Commission, qui sera précédée d'une étude d'impact.

Au niveau européen, les travaux législatifs sur la réduction des risques se sont poursuivis au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen, sur la base des propositions de la Commission européennes publiées en novembre 2016. Ces propositions, qui visent à intégrer plusieurs standards internationaux adoptés depuis l'entrée en vigueur du paquet CRR/CRD 4³⁰ (notamment sur les exigences baloises telles que les risques de marché, le ratio de levier, le ratio de financement stable NSFR) et SRMR/BRRD³¹ (notamment de la transposition de l'exigence TLAC³² adoptée au G20 et de la revue de l'exigence européenne de MREL³³), devrait également aboutir au renforcement de certains objectifs européens (proportionnalité, harmonisation maximale, pilier 2, pouvoirs macroprudentiels, opérationnalisation banque par banque des stratégies de résolution), et représentent en ce sens une évolution majeure du dispositif européen prudentiel et de résolution.

Parallèlement, un nouvel appel de contributions au fonds de résolution Unique a été effectué par le mécanisme de résolution unique auprès du secteur bancaire européen. Les établissements bancaires français ont contribué au titre de 2017 à hauteur de 1,9Md€ sur un total de contributions de 7,2Md€, ce qui permet de constituer préventivement des ressources qui pourraient être mobilisées en cas de défaillances bancaires futures.

La revue triennale des trois Autorités européennes de supervision (l'Autorité bancaire européenne, EBA, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, EIOPA, et l'Autorité européenne des marchés financiers, ESMA) est en cours. À l'issue d'une consultation publique, la Commission européenne a publié, le 20 septembre, une proposition législative, actuellement discutée au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen. De manière générale, le projet de texte, sans remettre en cause l'architecture actuelle, va dans le sens d'un renforcement du rôle et des pouvoirs des différentes Autorités, ce qui devrait notamment favoriser l'objectif d'une convergence accrue des pratiques de

²⁹ Ainsi le niveau de RWA calculé par un établissement donné, quels que soient les choix méthodologiques employés, ne pourra être inférieur à 72,5% de la valeur obtenue avec les formules standards uniquement.

³⁰ Capital Requirements Regulation/Capital Requirements Directive 4

³¹ Single Resolution Mechanism Regulation/Bank Recovery and Resolution Directive

³² Total Loss Absorbing Capacity

³³ Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities

supervision, gage d'une efficacité renforcée. Cette revue est complétée par la revue du Comité européen du risque systémique (ESRB), dont le fonctionnement ne ferait l'objet que de légères modifications.

Par ailleurs, le poids encore important des créances douteuses supportées par les banques de certains pays (voir Graphique 61), source de difficultés persistantes et parfois aigues pour certaines d'entre elles, a conduit le Conseil de l'Union européenne à adopter, à l'été 2017, un plan ambitieux visant à agir sur les différents facteurs à l'origine de cette situation. Il vise notamment à rendre plus efficaces les procédures de recouvrement, à développer le marché secondaire des créances douteuses, à renforcer les pratiques d'octroi de crédit et à inciter les banques à adapter leur politique de provisionnement. Ce plan vient compléter les actions précédemment initiées par la BCE, qui s'articulent autour, d'une part, d'un suivi rapproché pour les établissements les plus exposés, d'autre part, de lignes directrices qui, dans le cadre du pilier 2, permettraient d'inciter les banques à mieux provisionner les créances douteuses les plus anciennes.

B. Entreprises d'assurance

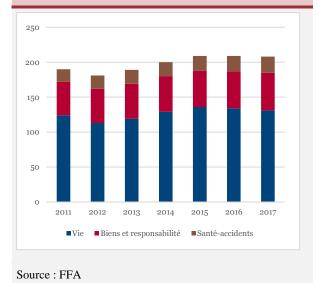
B.1. Un marché plutôt stable, marqué en 2017 par l'impact des catastrophes naturelles

Un marché français en demi-teinte.

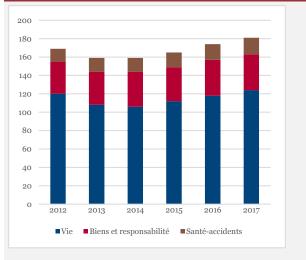
Le montant total des primes collectées en France par les assureurs en 2017 (289 Md€) augmente par rapport à 2016 de 2,7%, mais avec une forte disparité entre segments et entre types d'organisme. L'assurance-vie connaît une croissance de ses primes acquises de 1,7%, tandis que l'assurance non-vie progresse plus rapidement avec une augmentation de 4,5%³⁴. Les assureurs soumis au code des assurances eux ne connaissent pas la même progression. Leur collecte de primes brutes reste stable et connait même une légère baisse de 0,1% selon la FFA.

Une réorientation notable est à constater sur la collecte de l'assurance vie quant à la nature des contrats souscrit. La collecte des contrats en Unité de Compte (UC) progresse de 24,3 Md€, alors que celle des contrats euros décroit de 19,4 Md€ par rapport à l'exercice 2016 (Graphique 65 -).

Graphique 63 - Évolution des cotisations de primes par segment de marché, marché français, affaires directes pour les assureurs soumis au code des assurances

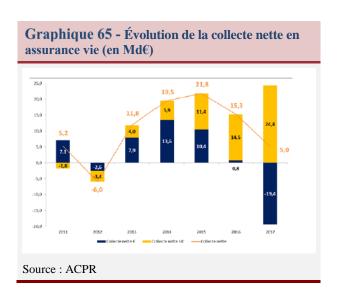


Graphique 64 - Évolution des prestations rachat et sinistre par segment de marché, marché français, affaires directes pour les assureurs soumis au code des assurances



Source: FFA

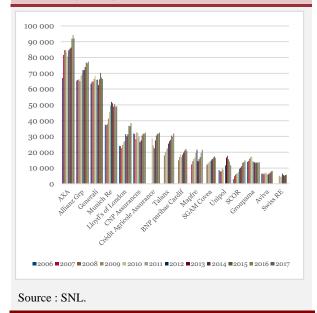
³⁴ Chiffres ACPR, sur les assureurs soumis à solvabilité 2



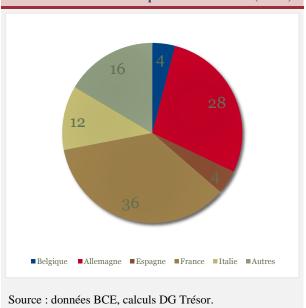
Le secteur assurantiel français demeure un acteur européen majeur (la zone euro est le deuxième marché mondial après celui de l'Asie). Avec 36% du total des actifs des assureurs de la zone euro, il arrive en tête devant l'Allemagne (28%) et l'Italie (12%) (C.Graphique 66 -).

Cette place de la France sur le marché européen se reflète dans les bonnes performances des acteurs cotés français. Les groupes français tels qu'AXA, CNP assurances ou Crédit Agricole assurances occupent en effet les premières places européennes en termes de collecte de primes (Graphique 65 -).

Graphique 66 - Classement des principaux assureurs européens côtés par montant de primes collectées (en $M \varepsilon$)



Graphique 67 - Répartition du total des actifs des assureurs par pays en pourcentage des encours de la zone Euro pour l'année 2017 (en %)



Les dommages assurables liés aux catastrophes naturelles en nette augmentation entraînent une forte activité des réassureurs

L'année 2017 a été marquée par une hausse importante de la sinistralité liée aux catastrophes naturelles climatiques alourdissant les charges des réassureurs. À titre d'exemple, l'ouragan Irma a engendré à lui seul 1,86Md€ de dommages assurés³5. De manière agrégée, la sinistralité en assurance non-vie a

45

³⁵ Source FFA, au 15 mars 2018.

augmenté de 3,8% au cours de l'année 2017. Cette croissance est entre autre due à une progression notable des prestations sinistres sur l'assurance non-vie hors-santé de 5,2%³⁶.

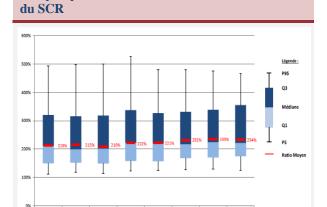
Ces événements ont eu, toutefois, un impact limité pour les assureurs dans la mesure où les programmes de réassurance ont permis d'absorber en grande partie ce surcroît de sinistralités (+1,48 Md€ d'augmentation des sinistres cédés aux réassureurs dans les lignes d'activité touchées par les catastrophes naturelles). Les montants acceptés en réassurance sur le segment non-vie hors santé augmentent donc de 16.3% en 2017, contre une augmentation de 1,9% des montants traités par les assureurs en affaires directes³⁷.

Le secteur de la réassurance n'a pas été déstabilisé par cette conjoncture jusqu'alors, la constitution de provisions pour égalisation lors des exercices antérieurs excédentaires ayant permis de réduire l'impact des catastrophes naturelles sur le résultat technique en comptabilité statutaire.

Les réassureurs ont connu une année de fort ralentissement de leurs résultats nets, qui restent cependant positifs. À l'échelle européenne, Scor connaît une diminution de son résultat net de 52% entre 2016 et 2017. À titre de comparaison, leur résultat net ne reculait que de 6% entre 2016 et 2015. Celui de Munich RE se réduit de 85% en 2017. La cotation boursière de ces grands groupes s'est pourtant maintenue sur la même période semblant indiquer que les marchés gardent confiance sur le caractère passager de cette situation.

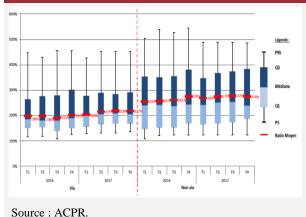
B.2. Les assureurs continuent d'améliorer leur solvabilité.

Les ratios de couverture des SCR (Solvency Capital Requirement) se maintiennent à un niveau satisfaisant, la bonne tenue des marchés actions entre le premier trimestre 2016 et le dernier trimestre 2017 avant permis d'enregistrer une progression de près de 20 points de ces ratios, passant en moyenne de 213% à 232%. De fortes disparités demeurent cependant entre organismes.



Graphique 68 - Évolution des taux de couverture



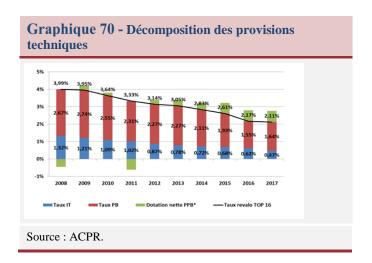


Parallèlement, les assureurs vie ont accru leurs provisions pour participation aux bénéfices (PPB), qui ont été significativement dotées à hauteur de 2,1% en 2017 des provisions techniques. Par ailleurs, le niveau de richesse latente de l'actif a fortement augmenté sur la période 2011-2014, essentiellement du fait de la baisse des taux nourrissant les plus-values latentes obligataires.

Source: ACPR.

³⁶ Chiffres ACPR.

³⁷ Ces montants ne sont pas forcément directement liés aux catastrophes naturelles. La structure du bilan des assureurs ne permet pas d'isoler les prestations versées suite à de tels événements. Cependant les évènements climatiques affectent ces lignes.



B.3. Les assureurs s'adaptent à l'environnement de taux bas

La persistance de l'environnement taux bas commence à se ressentir de manière plus marquée sur les rendements des actifs des organismes. En effet, le retour sur actifs des assureurs s'érode au fur et à mesure que les titres longs achetés avant la baisse des taux arrivent à maturité. Ces titres sont peu à peu renouvelés par des titres avec des rendements plus bas.

Pour faire face à cette conjoncture et à la perte de rendements des actifs obligataires qui représentent la majorité des actifs du secteur, les assureurs semblent avoir adopté une stratégie de rallongement des maturités. Les changements dans la maturité des obligations détenues par les assureurs montrent bien ce phénomène. On assiste à une augmentation nette des titres de moyen et de très long terme au détriment des titres de très courte maturité et de maturité longue. Le total des actifs ayant une maturité résiduelle supérieure à 20 ans est passé de 74 milliards d'euros à 86 milliards d'euros, soit une hausse de 15% en un an. Parallèlement, sur les titres courts, les obligations de très court terme, de maturité résiduelle inférieure à 1 an, ont baissé de 18% alors que ceux de court terme entre 1 et 2 ans sont en croissance de 24% par rapport à leur niveau de 2016. Pour les titres plus longs, ceux de moyen terme (2 à 5 ans) augmentent de 5% et ceux de long terme baissent de la même proportion.

Cette augmentation des titres de moyen et court terme est toutefois plus difficile à interpréter, car elle peut aussi être due à proportion plus élevée d'obligations arrivant à échéance. Il en résulterait alors une équation plus complexe pour les assureurs. En effet, il est probable qu'une partie de ces actifs aient encore des coupons relativement élevés (souscription avant 2012). Il est aussi possible que'en attendant une hausse des taux et une repentification de la courbe des taux, les assureurs se portent sur des titres de court et moyen terme, qui pourront être renouvelés plus rapidement.

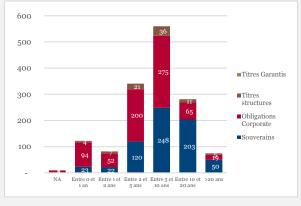
Hormis l'augmentation de la maturité des titres et la recherche de primes d'illiquidité, il semble difficile de se prononcer sur une évolution de la stratégie des assureurs. Les chiffres sur la ventilation de leurs actifs (Graphique 71 -et Graphique 72 -) semblent indiquer que les organismes d'assurance ne suivent pas une stratégie massive de diversification de leurs actifs vers des marchés alternatifs aux obligations, ces derniers restant largement prédominants. Quelques modifications ont cependant eu lieu dans la composition des actifs entre 2016 et 2017. Les obligations des entreprises ont baissé de 2% dans le total des actifs. À l'inverse les titres structurés et garantis ont connu une hausse de 1%.

Enfin les assureurs, toujours pour trouver les rendements nécessaires, pourraient au sein d'une même classe d'actifs aller vers des titres plus risqués (outre l'illiquidité, cela pourrait être des titres avec une plus forte probabilité de défaut). Sur ce point, l'EIOPA³⁸ a mené durant de l'année 2017 une étude qualitative et quantitative, concluant que la notation des titres à l'actif, qu'il s'agisse d'obligations d'entreprises ou de dette souveraine, s'est bien dégradée au cours des dernières années, mais il en est de même pour le marché en général.

_

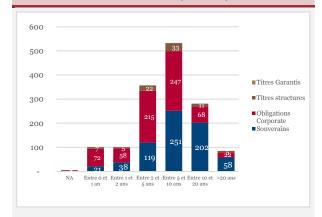
³⁸ Investment behaviour report, EIOPA, Novembre 2017.

Graphique 71 - Maturité résiduelle des titres à l'actif des assureurs en 2016 (en Md€)



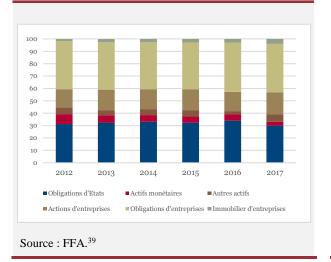
Source: ACPR, Banque de France.

Graphique 72 - Maturité résiduelle des titres à l'actif des assureurs en 2017 (en Md€)

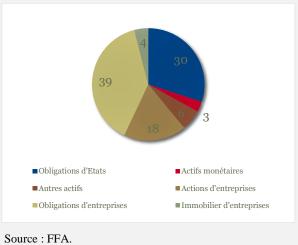


Source: ACPR, Banque de France.

Graphique 73 - Évolution de la composition de l'actif des assureurs par type de produits détenus (en %)



Graphique 74 - Ventilation de l'actif des assureurs en 2017 par types de produits détenus (en



Parallèlement, une remontée brusque des taux pourrait avoir un effet déstabilisant sur les contrats d'assurance vie, pour l'essentiel rachetables à tout moment. L'intensité de ce risque dépendrait de la situation des actifs détenus par les assureurs au moment où il interviendrait, de l'ampleur et de la rapidité de la hausse de taux et de la sensibilité des rachats face à une situation de perte de compétitivité de l'assurance vie. Cette perte de compétitivité de l'assurance vie résulterait de de la capacité des investisseurs à placer à un taux plus attractif leurs fonds suite à une remontée des taux qui n'affecterait que très progressivement le taux de rendement des portefeuilles d'actifs gérés par les assureurs vie. En cas de rachat massif, les assureurs vie seraient alors contraints à céder des actifs obligataires éventuellement en situation de moins-value latente, mettant alors l'assureur en difficulté pour assurer la garantie en capital des fonds en euros. Cependant, les nouvelles souscriptions connaissent une sensibilité moins forte à une potentielle remontée des taux, avec un redéploiement vers les supports en unité de compte et au détriment des fonds euros (cf. partie Ménages).

³⁹ Le champ des obligations d'états a été modifié entre l'année 2016 et 2017. Avant, ces obligations ne comprenaient que les obligations des Etats membres de l'OCDE aujourd'hui le champ est étendu à tous les états. Cependant, les conséquences de ce changement semblent être marginales.

B.4. Un marché caractérisé depuis plusieurs années par un mouvement de concentration

Le secteur de l'assurance connaît depuis quelques années un mouvement de concentration. Ce mouvement concernait des acteurs de taille relativement modeste, mais depuis 2016 un certain nombre de rapprochements d'acteurs très significatifs ont été annoncés. L'année 2018 devrait voir l'aboutissement de certaines de ces opérations. Le tableau ci-dessous rappelle l'évolution du nombre d'organismes d'assurance de chaque catégorie.

Tableau 1- Évolution du nombre d'organismes d'assurance

Nombre d'organismes	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
d'assurance								
Code des assurances	357	351	339	329	318	301	291	285
Sociétés d'assurance	229	327	318	309	299	281	273	267
Sociétés de réassurance	20	19	16	16	15	16	14	14
Succursales de pays tiers	6	5	5	4	4	4	4	4
Code de la sécurité sociale	53	51	49	46	41	37	37	36
Institutions de prévoyance	53	51	49	46	41	37	37	36
Code de la mutualité	719	672	630	599	550	488	446	421
Mutuelles livre II non-substituées	482	453	428	396	371	339	319	310
Mutuelles livre II substituées	237	219	202	203	179	149	127	111
Total des organismes recensés	<u>1129</u>	<u>1074</u>	<u>1018</u>	<u>974</u>	<u>909</u>	<u>826</u>	<u>774</u>	<u>742</u>
agréés ou dispensés d'agrément								

Note : Le total des organismes recensés agrées ou dispensés d'agrément n'intégre pas les organismes toujours sous contrôle mais qui ne sont plus habilités à produire des contrats.

Source: ACPR.

Ces opérations de concentration bénéficient à l'activité d'assurance en augmentant la taille des portefeuilles de contrats. Ainsi, une diversification plus importante des risques peut réduire l'incertitude.

Il apparaît cependant que les moteurs des importants mouvements de rapprochement annoncés ces dernières années sont de natures différentes. Ils semblent résulter essentiellement d'une logique de mutualisation de moyens ou de stratégies de diversification d'activités plutôt que d'une logique d'une plus grande mutualisation des risques. Ces rapprochements peuvent prendre différentes formes : prises de participation par des groupes d'assurance, absorption, substitution⁴⁰ ou affiliations à des groupes prudentiels non capitalistiques qui permettent la création de synergies et l'instauration d'une solidarité financière sans un renoncement total à l'autonomie des membres du groupe⁴¹. Les secteurs mutualistes et paritaires sont les plus concernés.

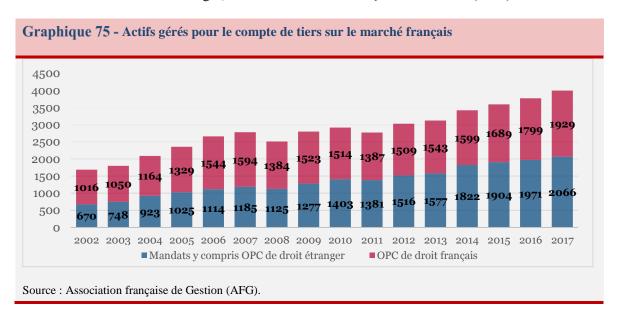
⁴⁰ La substitution d'un organisme par un autre conduit à ce que le second se porte garant de la bonne fin des opérations menées par le premier qui se trouve alors dispensé d'agrément pour mener ses activités et ainsi des contraintes imposées par cet agrément.

⁴¹ Ce qui permet aux organismes de bénéficier d'une plateforme de moyens et d'une solidarité financière au prix d'une participation à la solidarité financière de groupe et d'une réduction de leur souveraineté sur leur affaire du fait d'un pouvoir d'ingérence du groupe. À fin 2018, 28 groupes non capitalistiques soumis à Solvabilité II étaient constitués.

C. Gestion d'actifs

C.1. La gestion d'actifs française poursuit sa croissance en 2017

L'industrie française de la gestion d'actifs gérait en 2017 un encours de 3 995 Md€. Ce montant résulte des 1 929 Md€ correspondant aux encours des OPC de droit français en gestion collective, auxquels s'ajoutent 2 066 Md€ de gestion sous mandat, dont 416 Md€ gérés par des sociétés de gestion françaises à travers des OPC de droit étranger, selon l'Association Française de Gestion (AFG).

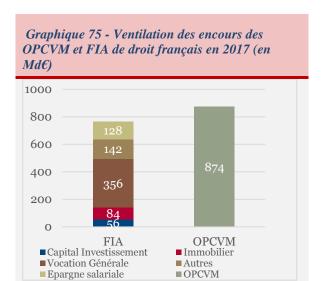


Recouvrant les placements effectués par les Organismes de Placement Collectifs (OPC), la gestion collective française gérait des encours de 1 640 Md€⁴² à la fin 2017 (+9,5% par rapport à 2016) selon l'AMF. Au sein des OPC, les Organismes de Placements Collectifs en Valeur Mobilières (OPCVM, régulés par la directive du même nom) ont vu leurs encours augmenter de 11,7% pour s'établir à 874 Md€. Ces véhicules d'investissement sont largement orientés vers des actifs traditionnels comme les actions ou les obligations. Par ailleurs, les encours des Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA, régulés par la directive du même nom) ont atteint 766 Md€ à la fin 2017 (+8,3% par rapport à 2016). La stratégie d'investissement des FIA est aussi bien axée sur les actifs traditionnels (via les fonds à vocation générale et les fonds d'épargne salariale, qui représentent respectivement 46% et 17% de leurs encours) que sur les actifs réels (les Fonds de capital-investissement et Immobilier représentent pour leur part 18 % des encours des FIA). Les souscripteurs de ces fonds restent majoritairement des investisseurs non-professionnels (à hauteur de 69% en 2017 contre 75% en 2016), qui s'engagent par le biais des fonds ouverts.

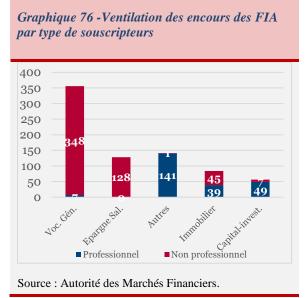
Dans une moindre mesure, les encours de la gestion sous mandat française ont eux aussi progressé de 2% pour atteindre 1 650 Md€⁴³. Ce type de gestion permet à des investisseurs de confier leurs avoirs à des sociétés de gestion, qui pourront les investir selon des critères prédéfinis (horizon de placement, profil de risque, modalité d'information du client). Les investisseurs institutionnels (notamment les sociétés d'assurances) en sont le plus souvent les mandataires.

⁴² Ce chiffre diffère de celui de l'AFG, car il ne comprend pas les encours des organismes de titrisations et des « autres FIA ».

⁴³ Selon le panorama de la gestion pour compte de tiers de l'AFG.

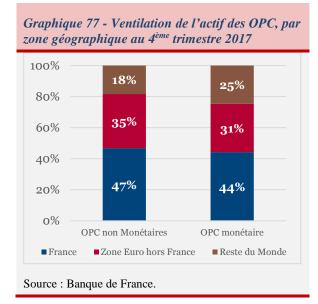


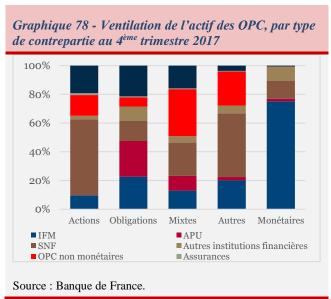
Source : Autorité des Marchés Financiers.



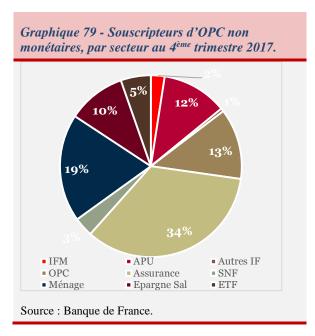
C.2. La diversité des fonds se retrouve dans la structure de leur actif comme celle de leur passif.

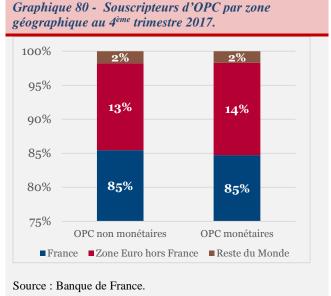
Les actifs des OPC domiciliés en France illustrent leur stratégie de diversification, tant sur le plan sectoriel que sur le plan géographique. En effet, la dynamique d'internationalisation des actifs observée depuis plusieurs années s'est poursuivie en 2017 et les OPC de droit français continuent de déclarer des actifs majoritairement investis en dehors du sol français (à hauteur de 53,3 % pour les OPC non monétaires, et 55,8 % pour les OPC monétaires). Il convient cependant de noter que ces fonds investissent largement en zone euro (81,7% pour les OPC non monétaires, 75,3% pour les OPC monétaires). D'autre part, le souci de diversification des OPC, qui répond par ailleurs a une contrainte réglementaire est aussi mis en évidence par leur stratégie d'investissements sectoriels. Ainsi les Sociétés Non Financières sont le premier poste d'investissement des OPC non monétaires et représentent 49,3 % de leurs encours (principalement tirés par les fonds actions et mixtes) ; les agents financiers suivent en importance en concentrant 41,7 % des actifs ; et les administrations publiques (APU) représentent 9 % des actifs des OPC non monétaires.

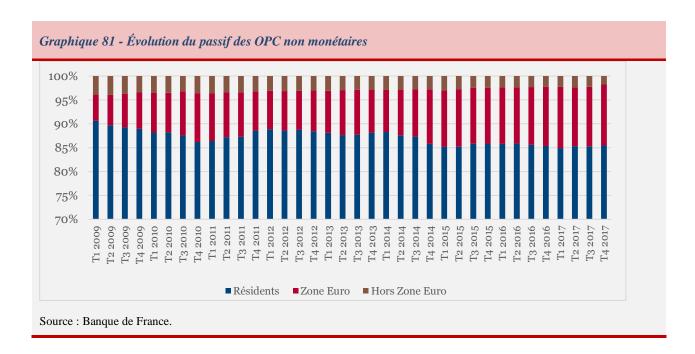




On observe aussi une large diversification au niveau du passif des OPC. C'est particulièrement vrai pour la composante sectorielle des investisseurs. Si le secteur financier reste un investisseur majeur (notamment via les assureurs⁴⁴ qui détiennent 34,4 % des parts d'OPC non monétaires), les ménages (19,2 % directement, et 10,4 % via des fonds d'épargne salariale) ainsi que les administrations publiques (11,7%) sont d'importants détenteurs de parts d'OPC. Sur le plan géographique, le passif est relativement moins diversifié avec 14,5% des parts détenues par des non-résidents. Toutefois, cette part est en augmentation constante, et ce, notamment au profit des investisseurs de la zone euro (hors France), dont la part est passée de 5,5 % fin 2008 à 12,8 % aujourd'hui.







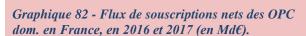
⁴⁴ Les produits d'assurance vie permettent aux épargnants de choisir des placements à faible risques, en investissant dans des fonds en euros dont le capital est garanti, ou de diversifier leurs avoirs sur des supports plus risqués ; dans ce cas ils pourront préférer les produits d'assurance-vie investie en unité de compte (UC, part d'OPCVM).

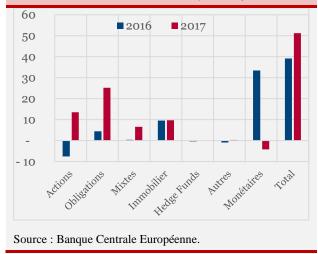
C.3. La dynamique de collecte nette positive amorcée en 2015 s'est accélérée en 2017

Les fonds domiciliés en France ont collecté en termes nets près de 51 Md€ en 2017, une hausse de 31 % par rapport à 2016. Il s'agit de la troisième année de collecte nette positive après cinq années de décollecte (2010-2014). Les encours totaux des OPC non monétaires domiciliés en France ont ainsi atteint fin 2017 près de 1 302 Md€⁴⁵.

Cette collecte est principalement portée par les fonds obligataires qui ont collecté près de 25 Md€ (notamment sur des produits de court-terme), et dans une moindre mesure par les fonds actions qui renouent avec une collecte positive (13,5 Md€) après un long cycle de décollecte (-67 Md€ entre 2010 et 2016). Par ailleurs, suite à une très bonne année 2016 (33,5 Md€ récoltés) les OPC monétaires enregistrent une décollecte de 4 Md€, dans le contexte de rendements négatifs.

La dynamique française est ainsi pleinement cohérente avec les tendances observées en Europe, puisque l'année 2017 a été une année de collecte record en zone euro, avec des flux nets s'élevant à 848 Md€, qui s'explique principalement grâce aux collectes des fonds actions et obligations (flux nets de +183 Md€ et +317 Md€ respectivement).





Graphique 83 - Flux de collectes nets des OPC français (en Md€).



Source : Banque Centrale Européenne.

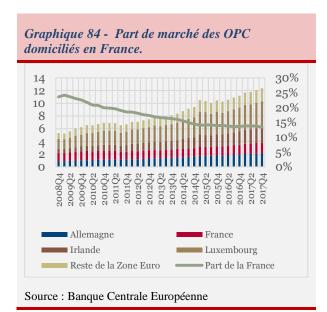
C.4. La part de marché des fonds domiciliés en France se stabilise

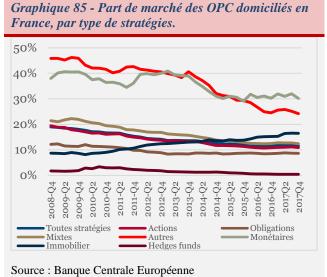
Les fonds localisés en Irlande et au Luxembourg affichent les plus fortes croissances de la Zone euro en termes d'encours avec 16 % et 12 % de croissance annuelle moyenne respectivement depuis 2009. Bien que cette dynamique de flux de souscription se produise au détriment de tous les pays de la zone euro, la France semble être le pays le plus affecté. Ce phénomène est en partie expliqué par un effet de transfert, certaines sociétés de gestion française domiciliant leurs fonds destinés à l'international au Luxembourg.

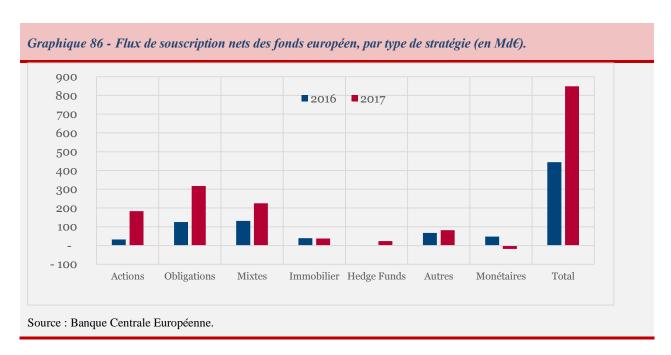
Si la part de marché des fonds de droit français continue de se réduire en Europe, elle se poursuit néanmoins à un rythme moins soutenu depuis 2015. En effet, pour une réduction observée de part de marchés toutes stratégies confondues de l'ordre de 2,5 pt par an en 2009 et 2010, on peut constater une baisse de seulement 0,7 pt sur les années 2016 et 2017 cumulées. Sur le total des encours des fonds

 $^{^{45}}$ 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 atteignent 1 640 Md \in .

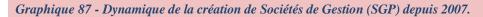
domiciliés dans la Zone euro, les fonds de droit français représentent ainsi 13,3 % à la fin 2017 contre 23,6 % à la fin 2008. Bien que cette érosion soit principalement liée au segment action, elle est visible sur la quasi-intégralité des segments de marchés, à l'exception du secteur de l'immobilier où la part de marché des fonds français a quasiment doublé entre 2009 et 2017.



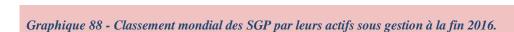


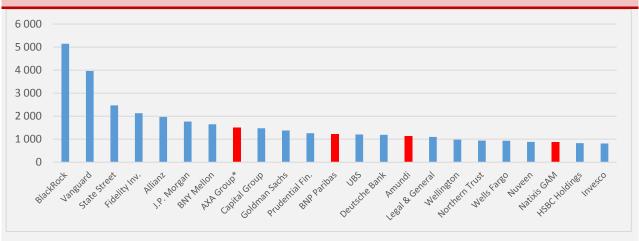


Le nombre de sociétés de gestion est resté stable en 2017 (630) selon les chiffres de l'AMF. Cette stabilité s'explique par une bonne dynamique de création de sociétés (notamment dans les secteurs de l'immobilier et du capital investissement) compensée par un nombre élevé de retraits d'agréments (35), largement expliqué par des rapprochements industriels ou des réorganisations de groupes. Ainsi l'industrie française continue d'être caractérisée par un fort degré de concentration et un nombre conséquent de sociétés de taille importante. Cela s'illustre par le fait que 4 grands groupes français figurent parmi le top 25 mondial (en termes d'encours) et 14 sociétés de gestion françaises gèrent plus de 50 Md€.









Source : Communication des SGP concernées (Etude Tower Watson). *Ce chiffre comprends les 270 Md€ de sa filiale Alliance Bernstein.

Ch.4 Le coussin de fonds propres contra-cyclique

Le coussin de fonds propres contra-cyclique (*countercyclical capital buffer*: CCyB) fait partie des instruments macroprudentiels inclus dans la CRD IV⁴⁶. Depuis janvier 2016, son niveau est fixé par les autorités nationales désignées dans chaque État membre de l'Union européenne (UE). Il est défini comme une surcharge en fonds propres CET1⁴⁷ ayant vocation à s'ajuster dans le temps afin d'augmenter les exigences de fonds propres en période d'accélération du cycle financier et à les desserrer dans les phases de ralentissement. En France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) décide de son niveau tous les trimestres sur proposition du Gouverneur de la Banque de France.

Ce chapitre revient sur les objectifs de cet instrument et le rôle qui lui est assigné, ainsi que son impact sur l'économie.

A. Le rôle du coussin contra-cyclique

A.1. Le cycle financier peut avoir des effets défavorables sur l'économie réelle

Lors de la phase d'expansion du cycle financier, les agents économiques augmentent leurs expositions aux risques et accroissent leur endettement. Cette dynamique favorise également une hausse du prix des actifs (associée à la hausse de la demande) et peut mener par la suite à une dynamique auto-entretenue d'emballement du crédit et de hausse du prix de certains actifs. L'accumulation de risque qui en découle accroît la vulnérabilité du système financier. Cela rend également plus probable la réalisation de crises financières d'importance systémique, et augmente leur impact potentiel.

Si le retournement du cycle financier (et la matérialisation du risque agrégé accumulé pendant la phase d'expansion) n'est pas toujours accompagné d'une crise bancaire de nature systémique, l'analyse historique met tout de même en évidence que l'occurrence de crises systémiques survient à la suite d'un épisode d'emballement de crédit sur trois (Dell'Ariccia *et al.*, 2016).

La crise de 2007 a mis en évidence l'importance que le système bancaire peut avoir dans l'amplification et la transmission des chocs financiers vers l'économie réelle. En effet, un choc à l'actif, par exemple une baisse de prix ou une hausse des défauts suite à un retournement conjoncturel, réduit le niveau de fonds propres des établissements, ce qui contraint leur capacité à absorber des pertes. Les banques doivent alors réagir de manière à retrouver un niveau de fonds propres satisfaisant. Ce besoin d'ajustement est amplifié par la nécessité de couvrir leurs exigences de fonds propres réglementaires. L'ajustement peut consister à lever davantage de capital, mais, à court terme, cet ajustement passe plus probablement par une réduction de leurs expositions à l'actif, notamment les prêts aux agents non financiers (entreprises et ménages notamment), ce qui a une conséquence forte sur l'économie réelle, dont les sources de financement sont affaiblies. Ceci conduit à une transmission et une amplification du choc financier initial à l'économie réelle, via le bilan des établissements bancaires.

En conséquence, la crise a suscité une réflexion internationale, notamment menée au sein du Comité de Bâle, sur les réponses à apporter afin de renforcer la résilience du système bancaire, et son aptitude à maintenir un financement stable au secteur privé non-financier, tout au long du cycle financier. Il

⁴⁶ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

⁴⁷ Common Equity Tier 1 -mesure des fonds propres de meilleure qualité définie par Bâle III.

s'agissait ainsi de développer un cadre permettant de renforcer sa stabilité, et sa capacité à absorber – plutôt qu'amplifier – les chocs économiques et financiers.

A.2. Le coussin contra-cyclique, instrument macroprudentiel

Parmi les outils proposés par le Comité de Bâle⁴⁸, le coussin de fonds propres contra-cyclique a été introduit avec cette perspective principale d'améliorer la résilience des banques aux chocs de nature cyclique.

Son objectif premier est de contribuer à maintenir une capacité de financement nécessaire à l'économie réelle dans la période de ralentissement du cycle de crédit. Si le coussin contra-cyclique se situe à un niveau strictement positif, son relâchement en cas de retournement du cycle permettra, en réduisant l'exigence en fonds propres au moment où ceux-ci peuvent être sollicités pour absorber des pertes, de redonner des marges de manœuvres aux banques. Ceci limite alors la contraction du crédit, qui pourrait résulter d'une volonté des établissements de renforcer leurs positions de solvabilité, et donc la transmission et l'amplification d'un choc financier à l'économie réelle.

La directive 2013/36/UE du Parlement Européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement a introduit en droit européen la notion de coussin contra-cyclique, en insistant sur l'objectif premier de l'outil proposé par le Comité de Bâle⁴⁹.

A.3. Le niveau adéquat du coussin contra-cyclique varie au cours du cycle

La détermination du niveau du coussin contra-cyclique repose sur une analyse coût-bénéfice, qui prend en compte à la fois l'effet négatif potentiel sur l'octroi de crédits aux agents non financiers et les bénéfices attendus en termes de stabilité financière et de résilience des établissements. Cette analyse fait partie des informations fournies au HCSF, responsable de la fixation trimestrielle du taux du coussin contra-cyclique en France, et fait l'objet d'une discussion lors de chacune de ses séances (voir encadré). Les coûts et les bénéfices du coussin contra-cyclique, et donc son niveau adéquat, évoluent au cours du cycle financier. En période d'accélération du cycle financier, la probabilité d'un retournement du cycle, et donc le bénéfice à se doter d'un coussin qu'il sera ensuite possible de relâcher, augmente. En haut de cycle, l'accès facilité au capital réduit le coût des banques à se conformer à des exigences plus importantes et limite le renchérissement du coût du crédit. À l'inverse, en bas de cycle, l'augmentation des exigences de fonds propres peut excessivement limiter la réalisation de projets d'investissement, en augmentant leur coût de financement. Cette contrainte excessive sur l'octroi de crédits peut avoir des conséquences néfastes supérieures aux bénéfices tirés du renforcement de la résilience des établissements

Les autorités macroprudentielles fixent ainsi, tout au long du cycle financier, un niveau de coussin en cohérence avec l'objectif principal de renforcement de la résilience des établissements bancaires en cas de retournement du cycle financier. Au vu des éléments précédents, le coussin est prioritairement activé lors des phases d'accélération du cycle financier et réduit lors des phases de ralentissement.

57

porteuse d'une exacerbation du risque systémique, et libéré en période de tension. »

⁴⁸ Basel Committee on Banking Supervision, « Strenghtening the resilience of the banking sector », Décembre 2009.

⁴⁹ « Il est donc opportun d'exiger des établissements et des entreprises d'investissement concernées qu'ils détiennent, en sus des autres exigences de fonds propres, un coussin de conservation de fonds propres et un coussin de fonds propres contracyclique afin qu'en période de croissance économique, ils se constituent une assise financière suffisante pour absorber les pertes en période de tension. Le coussin de fonds propres contracyclique devrait être constitué lorsque la croissance globale du crédit et d'autres catégories d'actifs ayant une incidence significative sur le profil de risque de ces établissements de crédit et ces entreprises d'investissement est jugée

Les outils d'analyse du Haut Conseil de Stabilité Financière

Le HCSF s'appuie sur trois classes d'outils pour éclairer son jugement

Le HCSF prend ses décisions sur le principe du « pouvoir discrétionnaire orienté », c'est-à-dire qu'il s'appuie sur des indicateurs quantitatifs et qualitatifs et des analyses approfondies afin d'éclairer son jugement, mais les décisions relèvent *in fine* d'un pouvoir discrétionnaire.

Pour l'aider à former son jugement concernant le niveau adéquat du CCyB, le HCSF s'appuie sur trois classes d'outils : les indicateurs de risque, les tests de résistance à des chocs macroéconomiques et les analyses coût-bénéfice.

Les indicateurs de risques informent sur l'évolution du niveau des risques cycliques dans l'économie. Parmi ces indicateurs, les autorités désignées des pays membres de l'Union européenne (UE) et parties à l'accord sur l'Espace Économique Européen (EEE) sont tenues⁵⁰ de considérer « l'écart bâlois », c'est-àdire le ratio du crédit au secteur privé non financier rapporté au PIB en écart par rapport à sa tendance de long terme. Elles publient chaque trimestre son niveau, dans le cadre de leur décision concernant la fixation du niveau du coussin contra-cyclique, ainsi que le taux de coussin contra-cyclique qui résulterait d'une application mécanique du référentiel bâlois, défini dans la recommandation CERS/2014/1 : c'est-à-dire une correspondance entre le niveau de l'écart bâlois et le niveau de coussin contra-cyclique associé. Cet indicateur est complété de toute information quantitative et qualitative que l'autorité nationale désignée juge pertinente, ce qui se traduit notamment par le suivi régulier d'indicateurs macroéconomiques, monétaires et financiers.

Ces éléments peuvent être complétés par des **tests de résistance à des chocs macroéconomiques** (ou *stress-tests*) appliqués sur le système bancaire. À partir d'un scénario central de référence, en ligne avec les prévisions, il est possible de définir un scénario défavorable en ligne avec l'objectif du coussin contracyclique. Un scénario cohérent avec les risques identifiés (par exemple risques liés à la hausse de l'endettement du secteur privé, risque de correction abrupte des primes de risques, risques liés à un environnement de taux bas prolongé) peut ainsi être privilégié. Le test de résistance permet alors de simuler les pertes en fonds propres pour les banques. Le coussin peut être ensuite calibré de deux façons possibles : (1) soit de manière à couvrir les pertes estimées pour revenir à des niveaux de capitalisation supérieurs ou égaux à leurs niveaux initiaux, (2) soit de sorte à ce que les banques demeurent au-dessus d'un niveau minimum de fonds propres considéré comme critique pour leur solvabilité.

Enfin, une **analyse coût-bénéfice**, menée dans un cadre structurel d'équilibre général, permet de prendre en compte les effets de l'activation du CCyB transitant par l'économie réelle, notamment le renchérissement du coût du crédit, et en conséquence l'impact de la mesure sur l'offre de crédits. Dans cette approche, un objectif de maîtrise des fluctuations des cycles de crédit, et de leur impact sur l'économie, tant en période d'expansion qu'en période de récession peut être recherché. Cette analyse considère alors les effets positifs du renforcement des exigences (hausse de la résilience des établissements en cas de hausse du niveau du coussin, support à l'octroi de crédits en cas de baisse) et les coûts liés à cette activation (hausse des spreads de crédit en cas de hausse des niveaux du coussin, et baisse de la résilience des établissements en cas de baisse). Un exemple d'une telle analyse quantitative est présenté dans Bennani *et al.* (2017).

_

⁵⁰ Cf. art. 136 de la directive CRD IV.

A.4. Le coussin contra-cyclique en Europe

Cinq États membres⁵¹ de l'Espace Économique Européen⁵² ont aujourd'hui mis en place un coussin de fonds propres contra-cyclique, tandis que trois États⁵³ supplémentaires ont annoncé une activation prochaine de la mesure⁵⁴.

Concernant la Suède, elle a annoncé la mise en place d'un coussin contra-cyclique à 1 % le 8 sept. 2014 pour une entrée en application le 13 sept. 2015. Le coussin a par la suite crû par deux fois. Il est passé à 1,5 % en juin 2016 (annoncé en juin 2015) puis à 2 % en mars 2017 (annoncé en mars 2016). Sur la base de données bancaires, le superviseur⁵⁵ estime que l'impact de la mesure sur les taux de crédit des entreprises devrait être de 5 pb et par conséquent peu susceptible d'affecter la demande de crédit. En cohérence, l'encours de crédits bancaires des SNF suédoises croît sur toute la période sans que n'apparaissent de manière marquée les potentiels effets des contraintes réglementaires de capitaux.

La forte hausse d'exigences en capital supplémentaires sur la même période⁵⁶ ne permet cependant pas de distinguer l'effet imputable au CCyB à partir de données agrégées. Ramené au PIB, on observe toutefois une baisse de l'encours de crédit bancaire des SNF en part de PIB (-4 pp), qui n'est pas compensée par une hausse relative de l'endettement de marché. En supposant que l'encours de crédit rapporté au PIB serait

Graphique 89 - Taux de CCyB applicable au 25 juin 2018 (date d'entrée en vigueur)

1.25 % (nov. 2017)

2.3 (tale. 2017)

0.5 % (janv. 2017)

0.5 % (août 2017)

Source: ESRB.

resté stable en l'absence d'accroissement des exigences en capital, l'impact des exigences totales sur l'encours de crédit serait de 4pp, soit environ 6 %. Une baisse de 6 % de l'encours de crédit suite à une hausse de 7 pp des exigences réglementaires est cohérente avec les évaluations économiques existantes (voir partie B).

⁵¹ La France sera le 6ème État Membre à mettre en place un tel coussin.

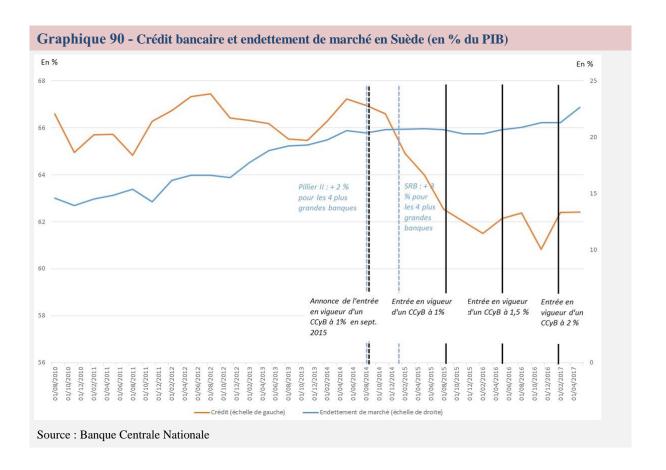
⁵² Islande, Norvège, République Tchèque, Slovaquie, Suède.

⁵³ Danemark, Lituanie, Royaume-Uni.

⁵⁴ Dans le cadre de CRD IV, lorsque les autorités nationales désignées choisissent d'augmenter le niveau de leur coussin, le délai d'entrée en application pour les banques est de douze mois à compter de la publication de la décision, sauf circonstances exceptionnelles justifiant un délai plus court.

⁵⁵ Finanzinspektionen.

⁵⁶ Hausse du pilier II en sept. 2014 (+2 pp) et la hausse du coussin pour risque systémique, SRB, en janv. 2015 (+ 3 pp) pour les quatre plus grandes banques (qui représentent plus de 85 % de la distribution de crédit en 2017).



B. L'effet attendu d'une activation du coussin contracyclique sur l'octroi de crédits est limité

Si l'effet à long terme de l'activation du CCyB peut être positif (lorsque le gain en termes de résilience est supérieur au coût économique), il pourrait à court terme y avoir un effet négatif sur les conditions du crédit aux SNF. Cet effet semble néanmoins maîtrisé dans les circonstances actuelles pour plusieurs raisons :

- (i) l'effet négatif sur l'encours de crédit serait très mesuré. Il est compris pour la majorité des études entre 1 et 2 % par point de capital bancaire supplémentaire exigé.
- (ii) la nouveauté de la mise en œuvre de cet outil macroprudentiel invite les autorités à une implémentation progressive qui permette d'appréhender ses effets et de s'assurer de son impact très limité lors de son activation sur le crédit, afin de ne pas peser sur les perspectives économiques ;
- (iii) si renchérissement des taux d'emprunts il y a, celui-ci ne saurait mettre à mal l'accès au crédit compte-tenu des conditions actuelles de taux d'intérêt ;
- (iv) Enfin, et c'est bien là l'objet du coussin contra-cyclique, l'effet de l'augmentation des exigences réglementaires de fonds propres, notamment sur l'octroi de crédit, semble plus faible en période d'accélération du cycle financier, tandis qu'il est plus élevé en période de contraction.

B.1. Les mécanismes théoriques

Dans une analyse de type Modigliani-Miller, la composition du passif des banques, et donc les ratios réglementaires de capital, ne devrait pas avoir d'effet significatif sur leur octroi de crédits. En effet, cette théorie prédit que le coût du financement est uniquement fonction du profit et du risque du projet, et qu'il est par conséquent indépendant de la répartition du profit entre le créditeur et l'actionnaire.

Dans une perspective plus réaliste qui tient compte des asymétries d'information, de la nature des actifs bancaires (dont le niveau de risque dépend des choix de la banque) ou encore de la fiscalité, le coût des fonds propres est supérieur au coût de la dette. Par conséquent, la hausse des exigences règlementaires peut augmenter le coût de financement des banques, ce qui change la courbe d'offre de crédits par ces établissements, en renchérissant leur coût de production.

À long terme, cette hausse du coût de production amènerait à un nouvel équilibre sur le marché du crédit bancaire, avec un prix supérieur et des encours de crédits inférieurs. Cependant, à long terme, la hausse des exigences pourrait également conduire à une réduction de la probabilité de défaut du système bancaire, avec des effets négatifs sur les coûts de financement des banques, qui compense partiellement l'effet de premier ordre sur l'offre et le coût du crédit.

À court terme, si la banque ne peut pas aisément ajuster ses capitaux propres, une baisse de l'actif supérieure à l'effet prédit par le renchérissement des fonds propres peut être observée. En effet, l'ajustement aux nouvelles exigences réglementaires peut s'opérer via une hausse du numérateur (mise en réserve des résultats ou levée de fonds), mais aussi via une baisse du dénominateur (diminution ou réallocation de l'actif).

Une telle phase de transition entraîne une baisse des volumes de crédit (voir Bennani *et al.*, 2017 pour une modélisation en équilibre général de la transition). L'importance du cycle économique et de la capacité de la banque à ajuster son niveau de capital en réponse aux exigences règlementaires est centrale pour l'ampleur de cette sur-réaction à court terme et a été modélisée par l'article théorique de Bahaj et Malherbe (2016) : si la hausse des exigences réglementaires a lieu alors que le capital est aisément accessible et/ou accumulable, typiquement durant les phases montantes du cycle financier, les banques pourraient privilégier la hausse de leurs capitaux propres plutôt que la réduction de leur actif pour s'y conformer.

Les évaluations empiriques des effets des exigences réglementaires en matière de capitaux propres

Les évaluations macroéconomiques

Il n'existe pour l'heure pas, dans la littérature académique, d'évaluation des premières expériences de mise en œuvre du CCyB. Cependant, l'effet empirique de sa mise en œuvre peut être approché à partir des résultats de la littérature économique quantitative sur les effets réels des autres exigences réglementaires en matière de capitaux des banques.

Le MAG (Macroeconomic Assessment Group) a été créé en 2010 par le BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) et le FSB (Financial Stability Board). Il évalue *ex ante* les effets macroéconomiques de la transition vers un niveau d'exigence accrue en matière de capitaux et de liquidités. Le rapport final de ce groupe de travail (BIS & FSB, 2010), qui a mobilisé plusieurs méthodes d'évaluation macroéconométriques, insiste sur le caractère imparfait de celles retenues individuellement mais aussi sur leur complémentarité et met en avant le résultat d'estimation médian tiré de 89 modèles. Ce résultat suggère que l'augmentation d'un point de pourcentage (pp) du ratio cible de capitaux propres sur les actifs pondérés en fonction des risques entraîne une baisse du niveau du PIB de 0,2% à un horizon de 10 trimestres (2 ans et demi) qui correspond à l'effet maximal de la mesure. Le MAG présente également des résultats concernant l'effet direct de la mesure sur le comportement d'octroi de crédits des banques, certains de ces résultats étant produits à partir de données bancaires⁵⁷. Les différentes études menées concluent à une baisse du volume de l'encours de crédit à un horizon de deux ans comprise entre 0,7 % et 2,1 % et à une hausse des taux comprise entre 5 points de base (pb) et 24 pb, suite à une hausse de 1 pp du ratio réglementaire.

Une étude macro-économétrique plus récente (Meeks, 2017), conduite sur données britanniques, exploite la variation temporelle de l'écart entre les exigences réglementaires et le niveau effectif des fonds propres des banques. Ces écarts, au niveau des banques, sont agrégés en une série macroéconomique en utilisant

⁵⁷ Ces effets étant ensuite, dans certaines modélisations comme celle de la BCE, introduits dans un modèle macroéconomique pour en mesurer l'impact sur l'activité.

la part dans la distribution du crédit des différentes banques. Cette série est ensuite utilisée pour isoler l'effet d'un choc réglementaire d'évolution des exigences en capital. Cette étude conclut à un effet un peu plus marqué des exigences réglementaires sur l'octroi de crédits aux sociétés non financières (une hausse de 1 pp des ratios de fonds propres entraîne une baisse du crédit de 3 % par rapport à sa tendance après 18 mois), mais plus faible et moins durable sur l'activité du fait de la réponse de la politique monétaire. Ces résultats sont concordants avec ceux d'une autre étude macro-économétrique (Noss et Toffano, 2015), conduite sur une période plus longue (1986-2010), qui obtient un effet de court terme du choc réglementaire sur les crédits aux entreprises mais pas d'effet significatif sur le PIB.

Ces approches macroéconomiques aboutissent à des résultats proches : un effet très modéré des contraintes réglementaires sur l'activité, y compris à court terme, et un effet plus marqué et persistant sur le volume de crédit bancaire et les taux des crédits aux SNF. Ces analyses ont l'avantage de potentiellement capturer des effets d'équilibre général qui se manifestent à court terme et à moyen terme, notamment des effets de bouclage macro keynésiens par la demande ou encore des transferts de part de marché entre banques contraintes et banque non-contraintes, ainsi que des effets de substitution qui peuvent conduire certaines entreprises à délaisser une source de financement qui se renchérit (l'emprunt bancaire) pour le financement de marché. Les résultats de ces études reposent cependant sur des hypothèses d'identification fortes. Les évolutions microéconomiques, utilisant des données au niveau des banques, permettent d'analyser plus précisément l'effet causal des contraintes réglementaires, en exploitant notamment les différences entre banques en matière d'exigence micro-prudentielle du superviseur, sur le comportement d'octroi de crédits.

Les évaluations microéconomiques

Francis et Osborne (2009) utilisent les variations dans le temps des règles micro-prudentielles imposées par le superviseur anglais à chaque banque au titre du pilier II dans le cadre des règles de Bâle II pour étudier leurs effets sur l'octroi de crédits. Ils estiment un modèle à correction d'erreur qui repose sur l'hypothèse qu'en l'absence de choc de contrainte règlementaire le ratio de capitaux propres devrait revenir à sa moyenne de long terme (voir Hancock et Wilcox, 1993 et 1994). Francis et Osborne (2009) présentent un scenario contrefactuel d'une hausse d'un pp du ratio réglementaire en 2002 qui conduit à une baisse des volumes de crédit de 1,0 % à un horizon de deux ans (-1,2 % à un horizon de quatre ans). Le volume des actifs pondérés du risque baisse davantage (respectivement -1,2 % et -1,4 %), reflétant aussi que les crédits sont alloués aux entreprises moins risquées en réponse à une hausse des exigences réglementaires.

Deux autres articles qui mobilisent des données similaires dans un cadre méthodologique différent trouvent des effets qualitativement proches. Le document de travail de la Banque d'Angleterre (Bridges et al.58, 2014) suggère qu'une augmentation d'un pp des exigences réglementaires diminue la croissance de l'encours du crédit aux entreprises de 3,9 pp à un horizon d'un an. Cet effet sur la croissance est transitoire mais l'effet sur le stock semble toutefois permanent car il n'est pas compensé par une hausse plus importante par la suite. Des analyses complémentaires montrent que l'effet des contraintes règlementaires sur l'octroi de crédits aux entreprises est comparable pour les grandes et les petites banques mais qu'il est plus marqué lorsque l'écart de production de l'économie est négatif. En outre, l'effet estimé des contraintes règlementaires n'est pas statistiquement significatif lorsque l'écart de production est positif. Ce résultat corrobore les mécanismes documentés par la littérature théorique commentée plus haut. L'article d'Aiyar et al. (2016) étudie la même question que Bridges et al. (2014) en se fondant sur des données partiellement communes (la période d'étude et les méthodes d'agrégation des deux études diffèrent cependant). Il conclut à une baisse comprise entre 5,7 et 8,0 pp de la croissance de l'encours de crédit suite une augmentation d'un pp du ratio réglementaire. Les caractéristiques des banques (taille ou ratio de liquidité) n'affectent en revanche pas de manière significative la transmission au crédit des exigences réglementaires d'après cette étude.

À notre connaissance, deux études utilisant des données françaises se sont intéressées à l'impact des contraintes réglementaires de capitaux propres sur les volumes et les conditions d'octroi de crédits. Premièrement, Fraisse *et al.* (2017) analysent l'entrée en vigueur de Bâle II et exploitent deux sources d'hétérogénéité:

⁵⁸ Il estime un modèle avec des effets fixes banque et année dans lequel les auteurs régressent la croissance de l'encours de crédit sur le ratio de capitaux propres réglementaires demandés à chaque banque.

- la variation entre banques des exigences réglementaires, qui découle de la composition en termes de risque des entreprises contreparties qui constituent le stock d'encours de crédit, et,
- pour une même entreprise, de son facteur de risque différant suivant les banques en fonction des paramètres du modèle interne.

Les données au niveau des lignes de crédit permettent, sous certaines hypothèses, de dissocier la marge extensive (c'est-à-dire la décision d'initier ou de mettre fin à une relation de prêt) et la marge intensive du crédit (le volume de prêts à destination d'une contrepartie). Les auteurs montrent que l'effet de la marge intensive (-1 % d'encours suite à une hausse du ratio réglementaire d'un pp) est faible comparativement à celui de la marge extensive puisque l'effet total d'une hausse du ratio règlementaire d'un pp est estimé à -8 %. Il faut toutefois noter que l'estimation de l'effet sur la marge extensive requiert de faire une hypothèse forte quant à quelle banque est un prêteur potentiel d'une entreprise donnée. Les auteurs retiennent que l'univers des prêteurs potentiels comprend toutes les banques qui ont prêté au moins une fois à l'entreprise au cours de la période considérée.

Il est important de noter que cette transition du cadre règlementaire de « Bâle 1 » à « Bâle 2 », qui a conduit en moyenne à une diminution des exigences en fonds propres des banques françaises à partir de sa mise en œuvre en 2008, permet d'évaluer l'effet en matière d'octroi de crédit d'un relâchement des exigences règlementaires en phase de retournement de cycle. C'est cette perspective que les auteurs explorent dans un article connexe (Brun *et al.*, 2013) pour établir que ce relâchement a soutenu les encours de crédit aux SNF à hauteur de 3 à 8 points de pourcentage entre 2008 et 2012.

L'article de De Jonghe *et al.* (2016) étudie la même transition sur des données de crédit au niveau des entreprises belges. Ils trouvent qu'une augmentation d'un pp du ratio réglementaire, lorsqu'il affecte le niveau effectif des capitaux propres en proportion de cette augmentation, entraîne une diminution de 0,26 pp du taux de croissance trimestriel du crédit, soit une baisse de 1 et une diminution de 0,74 pp de la probabilité qu'une relation de crédit se noue entre la banque affectée et l'entreprise.

Le second article sur données françaises (Labonne et Lamé, 2014) analyse l'impact du ratio de capital sur l'octroi de crédits en comparant la corrélation entre ratio de capital et croissance des volumes de crédit selon que le niveau de capital de la banque est initialement supérieur ou inférieur aux exigences fixées pour chaque banque par le superviseur. Il montre que la corrélation positive du ratio de capitaux propres avec la croissance du volume de crédit est moins prononcée, voire inexistante, pour les banques qui sont davantage contraintes par les exigences du superviseur. L'effet négatif de l'augmentation des exigences en capital sur le crédit résulte du comportement des banques qui sont contraintes *ex ante* et ajustent leurs ratios en comprimant leurs encours de crédit.

Une étude de Mésonnier et Monks (2015) utilise les données de bilans bancaires dans la zone euro pour évaluer le comportement de prêt des banques soumises à l'exercice de recapitalisation imposé par l'EBA en 2011-2012⁵⁹. Cet exercice, annoncé en octobre 2011, imposait aux grands groupes bancaires européens d'atteindre un ratio de capital pondéré core tier 1 d'au moins 9% avant fin juin 2012 et de constituer un coussin de capital additionnel reflétant les risques associés à la détention de titres souverains européens. En contrôlant de la demande de prêt au niveau du pays de résidence et des caractéristiques individuelles des banques, ils trouvent qu'une banque appartenant à un groupe contraint d'augmenter son ratio de capital de 1 pp a, en moyenne, accru ses prêts de 1,2 à 1,6 pp de moins qu'une banque appartenant à un groupe suffisamment capitalisé sur les 9 mois de l'exercice. Ils trouvent également que l'exercice a eu un impact négatif sur l'offre de prêts au niveau agrégé, suggérant que les banques non concernées par l'effort de recapitalisation n'ont pu se substituer aux banques contraintes.

Plus récemment, Jiménez *et al.* (2017) ont étudié l'impact des exigences en capital en exploitant les variations des règles de provisionnement du « fonds de provision dynamique » espagnol qui s'apparentent à des exigences de type pilier II, puisqu'elles sont spécifiques pour chaque banque, mais dont la calibration est contra-cyclique. Ils montrent que, lorsque le cycle est favorable, une hausse des exigences réglementaires réduit l'octroi de crédits de la banque affectée, mais n'a pas d'effet sur le financement et l'investissement des entreprises car ces dernières trouvent des substituts de financement, notamment auprès d'autres banques moins affectées. Les PME sont toutefois davantage affectées par le baisse d'octroi

⁵⁹ Cet épisode a également été étudié par Gropp *et al.* (2016) ; ces auteurs trouvent des résultats identiques.

de crédits des banques en réponse à un choc réglementaire. En revanche, lorsque le cycle se retourne, la baisse des exigences accroit l'offre de crédits des banques ayant *ex-ante* davantage de provisions et a un effet positif sur le financement des entreprises. Les entreprises en relation commerciale avec des banques qui ont *ex-ante* 1 pp de plus de ratio provisions sur encours de crédit ont une variation d'encours de crédit 9 pp supérieure. Les auteurs établissent que le recours à des banques davantage provisionnées via un changement de banque n'est pas opérant dans cette phase du cycle. Par conséquent, ils concluent par conséquent que la distribution des provisions entre les banques affecte l'efficacité de la mesure en creux de cycle.

B.2. La littérature économique reste limitée à ce jour, mais la majorité des études indiquent un impact mesuré des exigences en capital sur l'octroi de crédits aux entreprises

Au vu des éléments développés en encadré, il apparaît consensuel que les contraintes réglementaires en matière de capitaux propres peuvent avoir un impact négatif à court terme sur le volume des crédits aux SNF. Cet effet sur la dynamique des crédits semble s'estomper avec le temps mais reste durable sur le stock. Sa quantification varie en fonction de la méthode et des données ; mais les estimations de l'impact d'une hausse du ratio réglementaire d'un pt sur le stock de crédit sont majoritairement comprises entre -1 % et -2 %. Ces résultats appellent toutefois plusieurs commentaires.

Premièrement, l'effet hétérogène des contraintes réglementaires en fonction du niveau effectif des capitaux propres n'est pas nécessairement traité dans ces études : des banques nettement au-dessus des exigences réglementaires sont susceptibles de moins réagir que des banques qui sont très proches de ces exigences. Plusieurs études précitées confirment cette hétérogénéité.

Deuxièmement, la plupart de ces études se fondent sur l'observation de comportements d'octroi suite à des variations d'exigences micro-prudentielles spécifiques à chaque banque ; elles ne sont donc pas nécessairement en mesure d'intégrer les effets d'équilibre général résultant d'une augmentation concomitante des exigences en capitaux propres.

Enfin, l'endogénéité des changements en matière de contrainte réglementaire au titre du pilier II n'est semble-t-il pas traitée par cette littérature. La corrélation positive suspectée entre les exigences réglementaires et les difficultés propres à chaque banque laisse à penser que l'absence de prise en compte de cette endogénéité conduit à surestimer les effets négatifs des exigences règlementaires. La baisse du crédit consécutive à la hausse des exigences en capitaux propres pourrait être positivement corrélée aux fragilités ayant précisément conduit à l'accroissement des exigences.

Références:

Aiyar, S., Calomiris, C. W., & Wieladek, T. (2016). How does credit supply respond to monetary policy and bank minimum capital requirements? *European Economic Review*, 82, 142-165.

Bahaj, S., & Malherbe, F. (2016). A positive analysis of bank behaviour under capital requirements. No 11607, CEPR Discussion Papers.

Bennani, T., Couaillier, C., Devulder, A., Gabrieli, S., Idier, J., Lopez, P., Picquard, T., & Scalone, V. (2017). An analytical framework to calibrate macroprudential policy. Banque de France.

BIS & FSB (2010). Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements - Final report.

Bridges, J., Gregory, D., Nielsen, M., Pezzini, S., Radia, A., & Spaltro, M. (2014). The impact of capital requirements on bank lending. Bank of England Working Paper 486.

Brun, M., Fraisse, H., & Thesmar, D. (2013). The real effects of bank capital requirements. Débats économiques et financiers N° 8 ACPR.

De Jonghe, O., Dewachter, H., & Ongena, S. (2016). Bank capital (requirements) and credit supply: Evidence from pillar 2 decisions. National Bank of Belgium Working Paper Research 303.

Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. & Tong, H. Credit booms and macrofinancial stability. *Economic policy*, 2016, vol. 31, issue 86, pp. 299-355.

Fraisse, H., Lé, M., & Thesmar, D. (2017). The real effects of bank capital requirements. WP No. 47 ESRB.

Francis, W., & Osborne, M. (2009). Bank regulation, capital and credit supply: Measuring the impact of prudential standards. Occasional paper, 36, UK Financial Services Authority.

Gropp, R., Mosk, T. C., Ongena, S., & Wix, C. (2016). Bank response to higher capital requirements: Evidence from a quasi-natural experiment. Swiss Finance Institute Research Paper No. 16-70.

Hancock, D., & Wilcox, J. (1993). Has there been a 'capital crunch' in banking? The effects on bank lending of real estate market conditions and bank capital shortfalls. *Journal of Housing Economics*, vol 3, pp 31–50.

Hancock, D., & Wilcox, J. (1994). Bank capital and credit crunch: The roles of risk-weighted and unweighted capital regulations. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, vol 22, pp 59–91.

Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J. L., & Saurina, J. (2017). Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers, and credit supply: evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments. *Journal of Political Economy*, 125(6), 2126-2177.

Labonne, C., & Lamé, G. (2014). Credit growth and bank capital requirements: Binding or not? ACPR.

Meeks, R. (2017). Capital regulation and the macroeconomy: Empirical evidence and macroprudential policy. *European Economic Review*, 95, 125-141.

Mésonnier, J. S., & Monks, A. (2015). Did the EBA Capital Exercise Cause a Credit Crunch in the Euro Area?. *International Journal of Central Banking*.

Noss, J., & Toffano, P. (2016). Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements on lending and growth during an upswing. *Journal of Banking & Finance*, 62, 15-27.

Ch.5

Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs et le reste du système financier

L'architecture du système financier, définie par les interconnexions entre les éléments le composant, a un rôle clé sur son degré de résilience, c'est-à-dire la manière dont le système pourra absorber et dissiper des chocs, de nature et d'intensité variées. Un réseau densément connecté peut par exemple renforcer la résilience du système, face à des chocs d'amplitude limitées, en permettant de répartir au mieux sur le système l'effet des chocs idiosyncratiques, tandis qu'un réseau peu interconnecté peut être privilégié en cas de choc d'intensité élevée, en ce qu'il limite la propagation d'un choc de nature à déstabiliser une large partie du système, à un sous-ensemble restreint de contreparties⁶¹.

Ce chapitre présente une description du secteur de la gestion d'actifs, à travers le prisme des expositions financières à l'actif et au passif des organismes de placement collectifs de droit français envers le système financier français⁶². La relation entre la gestion d'actifs et les secteurs bancaire et assurantiel est appréhendée à l'actif des fonds par la détention de titres (actions ou obligations) émis par les banques et les assureurs et au passif par la détention de parts de fonds par les banques et les assureurs. Il conviendra de noter que les relations financières autres que celle impliquant la détention de titres ou de parts (prêt-emprunt, crédit, lignes de crédit contingentes, utilisation de dérivés) ne sont pas captées dans l'analyse. Ce chapitre expose la dynamique de ces interconnexions sur la période 2011-2016, à un niveau agrégé, puis présente les caractéristiques principales du réseau ainsi formé, à l'aide de données d'expositions individuelles.

Il s'inscrit dans la volonté du Haut Conseil de mieux appréhender et évaluer la dimension transversale du risque systémique, par le biais des canaux de transmission des chocs financiers entre les différents acteurs, y compris non-bancaires. À la différence du chapitre précédent qui portait sur un outil macroprudentiel visant le risque cyclique, il s'agit ici d'appréhender un potentiel risque systémique structurel et transversal, à savoir la contribution au risque systémique des externalités négatives associées aux effets de contagion.

Cette description se limite, faute de données plus larges, aux liens bilanciels des fonds de droit français, et gagnerait à être complétée par les liens avec les fonds européens, voire mondiaux.

Le HCSF poursuit actuellement ces travaux de manière à capturer de façon plus précise le rôle que peuvent jouer ces interactions dans la transmission et l'amplification de chocs de nature financière, dans une perspective de développement du suivi des risques au-delà du secteur bancaire.

⁶⁰ Ce chapitre présente les principales conclusions d'une <u>étude</u>, qui fait l'objet d'une publication thématique extensive sur le site du HCSF.

⁶¹ Voir par exemple Acemoglu, D., Ozdaglar, A. & Tahbaz-Salehi, A. « Systemic Risk and Stability in Financial Networks », American Economic Review 2015, 105(2): 564-608.

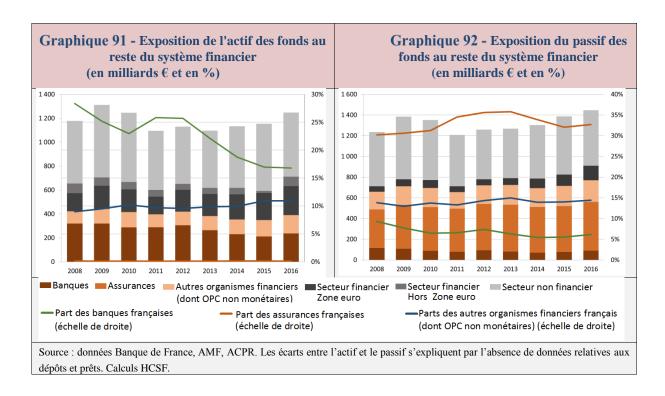
⁶² Les interconnexions décrites n'intègrent pas en conséquence les relations de détention directes entre les autres acteurs du système financier (comme les liens direct entre banques et assurances), mais se limitent aux expositions financières des fonds entre eux, et avec le reste du système financier français (banques et assurances).

A. Au sein du secteur financier français, l'actif des fonds est essentiellement tourné vers les banques, le passif vers les assurances

Cette première partie présente les expositions agrégées du secteur de la gestion d'actifs au passif et à l'actif, ainsi que ces expositions par type de fonds.

A.1. Une interconnexion au système financier qui tend à diminuer

À fin 2016, les organismes de placement collectifs (OPC) français sont majoritairement investis dans des titres émis par des entités du secteur financier dans son ensemble⁶³. Le secteur financier est également le principal investisseur dans le secteur français de la gestion d'actif (avec une détention agrégée de 63% de son passif). Cette détention est essentiellement domestique.



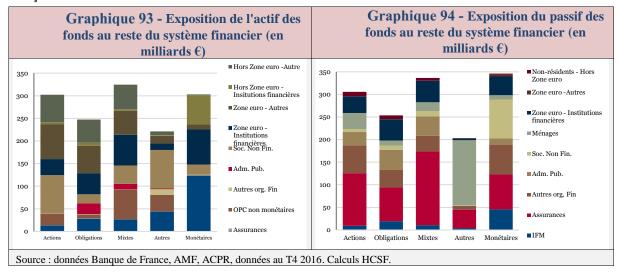
Concernant les entités financières françaises, les OPC sont essentiellement exposés à l'actif à des banques (17% de l'actif total des OPC), tandis que leur exposition au passif est majoritairement orientée vers le secteur de l'assurance (33% de leur passif total). En termes de dynamique générale, on constate que la hausse des encours des OPC français observée depuis 2012 s'accompagne d'une diminution de l'exposition des OPC français au système financier dans son ensemble, en particulier en ce qui concerne leurs expositions à l'actif.

A.2. Une exposition au système financier hétérogène selon les types de fonds

À l'actif, les fonds monétaires sont, à fin 2016, les plus exposés au système financier dans son ensemble (celui-ci représente 88% de leurs actifs, dont 47% de l'actif investi sur des contreparties financières

⁶³ À 51%. Dont 28% émis par des entités domiciliées en France, 17% en zone euro hors France et 6% hors zone euro.

françaises). Les expositions de l'actif à l'ensemble du système financier sur les autres classes de fonds vont de 20% pour les OPC actions à 51% pour les OPC mixtes. Elle se réduit à respectivement 13% pour les OPC actions et à 29% pour les fonds mixtes lorsqu'on se limite aux institutions financières françaises.



Au passif, à la même date, l'exposition apparaît moins hétérogène, avec une exposition généralement forte des différents types de fonds aux contreparties financières. Seule la catégorie résiduelle (« Autres fonds ») se démarque avec une exposition de 28% au système financier, dont 26% au système financier français en lien avec la forte proportion de fonds d'épargne salariale, rarement détenus par des institutions financières, dans cette catégorie.

B. Un réseau d'interconnexions structuré autour d'entités piliers

Au-delà des expositions sectorielles agrégées entre le secteur de la gestion d'actifs et le reste du système financier français, les données individuelles disponibles permettent de caractériser plus finement les interconnexions considérées.

B.1. Le réseau s'avère peu interconnecté mais agrégé autour d'entités piliers

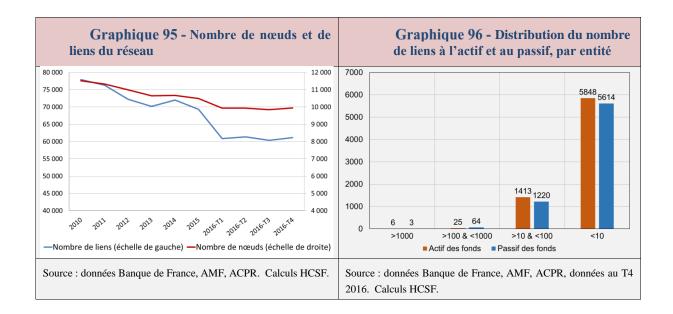
L'ensemble des interconnexions bilancielles se traduit par un réseau constitué de nœuds, représentant les entités financières, reliés entre eux par des liens représentant les expositions d'une entité envers une autre⁶⁴.

À fin 2016, le nombre de nœuds du réseau s'élève à 9 943 - dont 9 520 fonds - et s'inscrit en baisse depuis 2010. Ceci reflète la baisse du nombre de fonds domiciliés en France observée sur la période.

À la même date, le réseau est constitué de 61 117 liens (B.1.Graphique 95 -B.1.Graphique 95 -). Ce nombre apparaît comme limité comparativement aux 98 millions de liens potentiels dans le réseau considéré⁶⁵, mais est en ligne avec les résultats obtenus dans les analyses empiriques de réseaux financiers. Il diminue par ailleurs significativement depuis 2010 où il s'élevait à 77 900, et de façon plus marquée depuis 2015.

⁶⁴ Les interconnexions présentées dans ce chapitre se limitent aux liens impliquant au moins un organisme de placement collectif et s'abstraient en conséquence des liens directs entre banques et assurances.

⁶⁵ La densité (ou connectivité) du réseau, qui se définit comme le rapport entre le nombre de liens du réseau et le nombre de liens possibles, apparaît comme très faible avec un niveau de 0,06%.

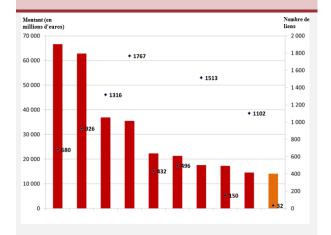


Les liens existants se répartissent de façon très hétérogène entre les entités. Le graphique 7 montre que la grande majorité des entités du réseau (essentiellement des fonds) présentent moins de 10 liens à leur actif ou à leur passif. Seules 6 entités (des assurances) affichent plus de 1 000 liens avec le passif des fonds et 3 entités (des banques) avec leur actif. Cette structure de réseau suppose la présence de quelques entités très connectées avec le reste du système, et elle est stable au cours de temps.

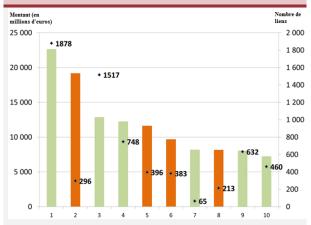
B.2. Des entités « piliers » plus importantes au passif des fonds qu'à l'actif

La capacité à concilier la caractéristique d'un réseau à la fois très faiblement connecté mais affichant une faible distance moyenne entre ses nœuds s'explique par la présence de quelques « entités piliers » : il s'agit essentiellement de quelques banques, assurances et de fonds monétaires possédant de multiples liens et facilitant ainsi la dimension « petit monde » du réseau.

Graphique 97 - Liens des 10 principales entités financières françaises au passif des fonds



Graphique 98 - Liens des 10 principales entités financières française à l'actif des fonds



Source : données Banque de France, AMF, ACPR, données au T4 2016. Calculs HCSF.

<u>Note de lecture</u>: La couleur rouge correspond à des assureurs, la couleur verte à des banques et la couleur orange à des fonds monétaires. Chaque barre représente le montant total investi dans (ou investi par) l'entité financière française considérée (rangée ici par taille d'exposition au passif ou à l'actif envers le secteur français de la gestion d'actifs). Le montant est reporté dans la graduation de gauche.

Chaque point représente le nombre de liens avec les fonds français que l'entité considérée à son actif (graphique de gauche) ou à son passif (graphique de droite). Le nombre de lien est reporté dans la graduation de droite.

La plus grosse entité du réseau au passif a investi 67 Md€ dans le secteur de la gestion d'actifs français via 680 liens. Les OPC français détiennent 23 milliards d'actifs de la première entité bancaire via 1878 liens.

Ainsi, les dix principales entités au passif des fonds totalisent 310 milliards d'euros au passif des OPC français (22% du passif total). Ces entités sont quasi exclusivement des assurances. À l'actif des fonds, les dix plus grosses détentions des OPC français s'élèvent à près de 120 milliards d'euros en cumulé (9% de l'actif total). Elles sont constituées de banques (pour 60% des montants cumulés) mais aussi de fonds monétaires (pour 40% des montants).

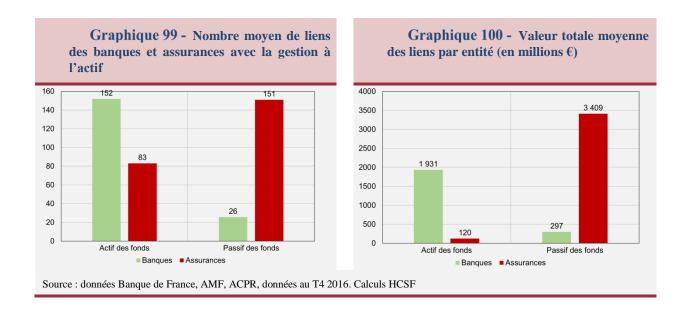
Les montants par entité à l'actif sont significativement inférieurs à ceux des principales entités présentes au passif des fonds. Les résultats suggèrent donc que le passif des fonds est plus concentré que l'actif des fonds, autour « d'entités piliers » plus importantes.

B.3. Les fonds monétaires sources des interconnexions les plus importantes avec le reste du système financier français

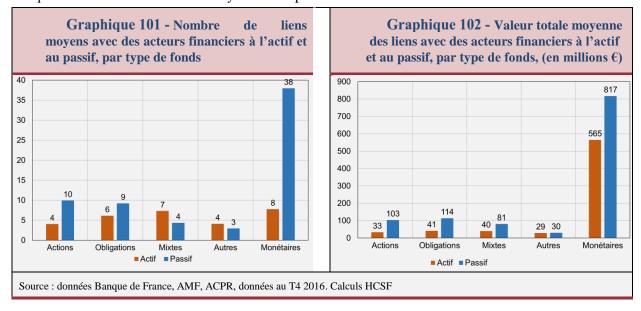
Comme le montraient les premiers éléments d'analyse au niveau agrégé, les banques françaises sont très présentes à l'actif des fonds français⁶⁶ et les assureurs à leur passif⁶⁷.

⁶⁶ Les banques sont exposées en moyenne à 152 fonds (par leur présence à l'actif de ces derniers). Les banques sont par ailleurs exposées pour un montant total moyen de 1,9 milliards d'euros par banque, à la gestion d'actifs, via leur présence à l'actif des fonds.

⁶⁷ Les assureurs sont exposés en moyenne à 151 fonds (par leur présence au passif de ces derniers). Ils sont exposés en moyenne à hauteur de 3,4 milliards d'euros par assureur, à la gestion d'actifs, via leur présence au passif des fonds.



Les fonds monétaires (350 milliards d'euros d'encours pour 234 entités) sont les fonds les plus fortement connectés avec le reste du réseau, avec une moyenne de 8 liens à leur actif et de 38 liens à leur passif. En montant, la valeur totale de ces liens par fonds s'élève en moyenne à 565 millions d'euros à leur actif et à 817 millions à leur passif. Les autres types de fonds (obligations, mixtes, monétaires et autres) possèdent un nombre de liens sensiblement inférieur, notamment à leur passif. L'écart est renforcé lorsqu'on considère les montants moyens des expositions.



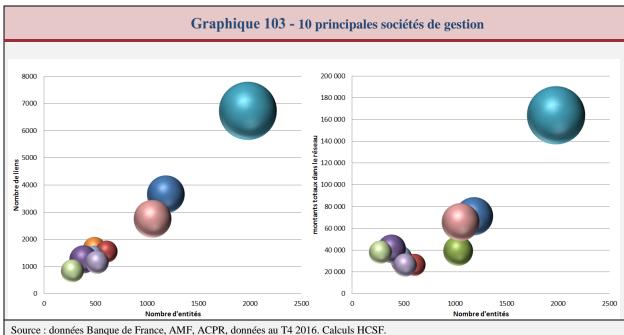
Les fonds français sont gérés par des sociétés de gestion de portefeuille, agréées et surveillées par l'Autorité des Marchés Financiers. Il est alors possible de poursuivre l'analyse à un niveau de consolidation supérieur, en se concentrant sur les interconnexions au niveau des sociétés de gestion, et des sous-réseaux qu'elles constituent. C'est l'objet des deux points suivants.

B.4. Un secteur de la gestion relativement concentré autour de quelques sociétés de gestion

Le secteur de la gestion d'actifs français compte un nombre relativement important de sociétés de gestion (630 à fin 2017). Toutefois, il apparaît que les dix principales concentrent près de 60% des

encours totaux dont respectivement 20%, 8% et 8% pour les trois plus grosses, dont le nombre de fonds s'élève respectivement à 2 000,1 200 et 1 100.

Le graphique 104 détaille les caractéristiques des liens des sous-réseaux⁶⁸ formés par les 10 plus grosses sociétés de gestion avec le reste du système financier français. Il ressort que le nombre de liens par société de gestion évolue de façon proportionnelle avec le nombre total de fonds qui la composent⁶⁹. Cette proportionnalité se retrouve au niveau des montants totaux engagés dans le réseau. Ainsi la plus grosse entité concentre 164 milliards d'euros dans le réseau (en cumul à l'actif et au passif). Pour les dix principales sociétés de gestion, la part des encours exposés au système financier français varie de 27% à 43%.



B.5. Des interconnexions plus marquées par des expositions de fonds à des entités bancaires ou assurantielles du même groupe ?

Enfin on peut s'intéresser aux interconnexions entre des fonds et des entités bancaires ou assurantielles d'un même groupe. Ceci permet notamment de mieux appréhender les risques dits de *step-in*, correspondant à des risques de soutien par l'établissement-mère en cas de matérialisation de problèmes de liquidité au niveau d'une filiale. Ces risques sont désormais encadrés au niveau international, par la mise en place d'analyses régulières du risque de soutien implicite ou explicite par les banques et les régulateurs, pouvant entraîner une surcharge en capital de réserve le cas échéant⁷⁰. Ces interconnexions peuvent être analysées à travers les expositions des dix principales sociétés de gestion avec les groupes bancaires et assuranciels desquels elles dépendent.

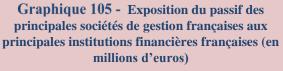
Note: chaque bulle représente une société de gestion. La taille des bulles est proportionnelle aux encours gérés par la société de gestion.

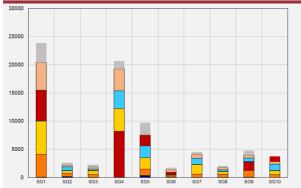
⁶⁸ Les sous-réseaux de sociétés de gestion sont constitués de l'ensemble des fonds appartenant à une même société de gestion ainsi que les entités auxquelles ils sont directement reliés. Ils comprennent donc aussi bien les liens entre fonds appartenant à la même société que ceux de ces fonds avec le reste du système financier françaisr .

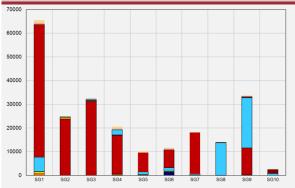
⁶⁹ La plus grosse entité affiche ainsi un nombre total de près de 7 000 liens pour 2 000 fonds contre moins de 900 liens pour la dixième qui compte 270 fonds.

⁷⁰ Voir Basel Committee on Banking Supervision (2017), "Identification and management of step-in risk", octobre.









Source : données Banque de France, AMF, ACPR, données au T4 2016. Calculs HCSF.

Note de lecture : La couleur rouge correspond à l'exposition à une entité bancaire ou assurantielle d'un même groupe. SG = société de gestion.

Il ressort tout d'abord qu'à l'actif, les expositions à une entité du même groupe sont du même ordre que celle à d'autres entités et ne laissent pas apparaître de déséquilibre. Cette concentration limitée découle des contraintes de diversifications microprudentielles imposées aux fonds.

Au passif, en revanche, on note que la grande majorité des montants investis par les principales banques et assurance dans les fonds français le sont auprès de fonds du même groupe. Cependant, ces investissements apparaissent faibles au regard de leurs portefeuilles globaux : ainsi, les plus grosses banques et assurances investissent de 1% à 6%.