

# HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

## **Rapport annuel** **Septembre 2021**



# Table des matières

---

|  |           |
|--|-----------|
| <b>TABLE DES MATIÈRES .....</b>  | <b>1</b>  |
| <b>RÉSUMÉ.....</b>   | <b>3</b>  |
| <b>1. CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER.....</b>  | <b>6</b>  |
| A. Environnement macroéconomique.....  | 6         |
| B. Développements sur les marchés de capitaux .....  | 6         |
| C. Ménages .....   | 10        |
| D. Entreprises .....   | 12        |
| E. Banques.....  | 17        |
| F. Entreprises d'assurance .....   | 21        |
| G. Gestion d'actifs.....   | 24        |
| <b>2. ACTION DU HCSF.....</b>  | <b>27</b> |
| A. L'action du HCSF au cours de l'année écoulée .....  | 27        |
| B. Calibrage du taux de coussin contra-cyclique .....  | 30        |
| C. Impact de la mesure relative aux grands risques des institutions systémiques.....   | 30        |
| D. Mise en œuvre de la recommandation relative à l'octroi de crédits immobiliers<br>résidentiels en France .....               | 32        |
| <b>3. LES FONDS MONÉTAIRES DANS LA CRISE.....</b>  | <b>34</b> |
| A. En mars 2020, les fonds monétaires ont subi d'importants rachats.....   | 34        |
| B. Des discussions au niveau international ont été engagées pour répondre aux<br>vulnérabilités identifiées .....              | 39        |
| <b>4. L'IMPACT DE LA CRISE COVID SUR L'IMMOBILIER COMMERCIAL ..</b>  | <b>42</b> |
| A. Des effets hétérogènes et encore incertains .....   | 42        |
| B. Comment anticiper l'effet de la crise sur les prix de l'immobilier commercial ?.....  | 44        |
| C. Des exercices de résistance montrent un impact qui resterait contenu sur les banques<br>et assurances .....                 | 47        |
| <b>5. RISQUE CLIMATIQUE ET STABILITÉ FINANCIÈRE.....</b>   | <b>52</b> |
| A. Le changement climatique constitue un risque important pour la stabilité financière .                                       | 52        |
| B. L'ACPR a conduit un exercice pilote impliquant les principaux groupes bancaires et<br>organismes d'assurance français ..... | 56        |
| C. La surveillance des conséquences du changement climatique pour la stabilité<br>financière se renforce .....                 | 60        |

Ce rapport a été adopté par les membres du Haut Conseil de stabilité financière à l'occasion de la séance du 14 septembre 2021.

Bruno Le Maire  
Ministre de l'Économie, des Finances et de la Relance  
Président du Haut Conseil de stabilité financière

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

Robert Ophèle  
Président de l'Autorité des marchés financiers  
Membre de droit

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

Patrick de Cambourg  
Président de l'Autorité des normes comptables  
Membre de droit

Raphaëlle Bellando  
Professeur, Université d'Orléans  
Personnalité qualifiée

Hélène Rey  
Professeur, London Business School  
Personnalité qualifiée

Marianne Verdier  
Professeur, Université Paris II Panthéon Assas  
Personnalité qualifiée

La rédaction de ce rapport a été arrêtée au 7 septembre 2021.

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

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

# Résumé

---

Depuis la publication du dernier rapport annuel du Haut Conseil, en septembre 2020, l'économie française a continué de subir les conséquences de la pandémie de covid-19, mais le système financier a fait preuve de résilience et la stabilité financière a été préservée. Ce rapport annuel 2021 revient tout d'abord sur l'impact de la crise sur la situation financière des ménages et des entreprises, et sur les principaux acteurs du secteur financier (banques, entreprises d'assurances, gestionnaires d'actifs, marchés financiers). Il détaille ensuite l'action du HCSF sur l'année écoulée et fournit des éléments d'analyse sur les principales mesures prises par le Haut Conseil. Enfin, trois chapitres thématiques approfondissent des sujets qui ont nourri les travaux du Haut Conseil : les fonds monétaires, l'immobilier commercial et le risque climat.

## *Le choc de crise a été suivi d'un rebond rapide de l'économie et des marchés financiers*

Le PIB de la France a chuté en 2020, en lien avec la pandémie de covid-19 et les restrictions sanitaires mises en place pour la contenir. La progression de la vaccination et la levée graduelle des restrictions devraient permettre un rebond marqué de l'activité en 2021.

Les marchés actions et obligations privées avaient aussi fortement baissé en mars 2020, mais les valorisations ont nettement rebondi depuis. Les marchés actions dépassent, à l'été 2021, leur niveau pré-crise et les taux obligataires sont revenus à des taux historiquement bas. Les valorisations moyennes sont cohérentes avec les fondamentaux, compte tenu du niveau très bas des taux. Certaines évolutions peuvent toutefois faire craindre le développement de bulles localisées, dans un contexte de liquidité abondante.

## *Les ménages ont accumulé une surépargne importante et les entreprises ont pu emprunter massivement*

La crise a contraint les ménages à réduire nettement leur consommation, alors que le revenu était préservé par les mesures de soutien public. Ainsi, l'épargne des ménages a fortement augmenté en 2020. Cette surépargne a en premier lieu profité aux dépôts bancaires, liquides et garantis, mais aussi à des placements plus risqués et plus rémunérateurs, comme les actions détenues directement ou via des supports d'assurance-vie en unités de compte. Après un creux au printemps 2020, le crédit immobilier a rebondi, la production de crédit ayant désormais dépassé son niveau d'avant crise et les taux atteint des plus bas historiques.

Grâce aux mesures de soutien public et à la résilience du secteur financier, les entreprises ont pu emprunter substantiellement, auprès des banques et sur les marchés financiers, pour faire face à leurs besoins de trésorerie. Elles l'ont fait dans des conditions très avantageuses, les taux sur les crédits de trésorerie atteignant des plus bas historiques. L'endettement brut des entreprises a fortement augmenté en 2020 mais cette hausse s'étant accompagnée d'une progression presque équivalente de leur trésorerie, la dette nette a peu évolué. La situation financière des entreprises reste toutefois hétérogène : une petite partie d'entre elles cumule hausse de l'endettement et baisse de la trésorerie, ce qui justifie un accompagnement spécifique.

## *Les banques et les assurances se sont montrées résilientes à la crise*

Malgré la crise, les ratios de fonds propres des banques sont restés quasiment stables et elles ont continué à prêter en 2020, en particulier pour satisfaire le besoin de financement particulièrement marqué des entreprises. Si la rentabilité des banques a chuté en 2020 du fait de la hausse des provisions sur les

portefeuilles de prêts, elle est restée positive et a nettement rebondi au premier semestre 2021, pour dépasser son niveau pré-crise.

Du côté des assurances, l'impact de la crise a été modéré, le ratio de solvabilité restant très au-dessus des minima réglementaires. L'assurance-vie a subi une décollecte nette, mais qui touche exclusivement les fonds euros, alors que les supports en unités de compte sont dynamiques. Si les assureurs ont été dans l'ensemble peu touchés directement par les pertes engendrées par la pandémie, ils restent confrontés à un environnement de taux bas qui, à moyen terme, contraint leur gestion actif-passif.

### *La dérive des conditions d'octroi des crédits immobiliers s'est interrompue suite à la recommandation adoptée par le Haut Conseil fin 2019 et ajustée fin 2020*

En décembre 2019, le Haut Conseil avait émis une recommandation demandant aux établissements de crédit de respecter de bonnes pratiques en matière d'octroi de crédits immobiliers, notamment en termes de taux d'effort des emprunteurs et de maturité des crédits. Cette recommandation visait à mettre fin à la dégradation continue des conditions d'octroi depuis 2016, qui risquait d'éroder la solidité du modèle français de financement de l'habitat. En s'appuyant sur les enseignements tirés de la mise en œuvre de la mesure, le Haut Conseil a décidé en décembre 2020 d'ajuster certains paramètres de la recommandation et annoncé qu'il donnerait à la mesure un caractère contraignant à l'été 2021.

L'évolution du crédit immobilier depuis la fin 2019 conforte le bien-fondé de la mesure. La part de prêts présentant des taux d'effort ou des maturités élevées a commencé à diminuer, sans que la dynamique de la production de crédit immobilier ou l'accès au crédit soient altérés, et ce pour toutes les tranches de revenus. Lors de sa séance de septembre 2021, le Haut Conseil a adopté une décision encadrant les conditions d'octroi de crédit, qui reprend les paramètres de la recommandation. Elle entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2022.

### *Le Haut Conseil a maintenu une vigilance élevée face aux risques pour la stabilité financière liés à la crise*

L'endettement élevé du secteur privé non financier s'est encore accru pendant la crise et reste un sujet de vigilance de premier plan pour le Haut Conseil. Outre son action sur l'endettement des ménages, il a également décidé de proroger jusqu'en 2023 sa mesure relative aux grands risques, qui limite l'exposition bilatérale des banques systémiques françaises aux grandes entreprises très endettées.

Il a en outre suivi avec attention l'évolution de certains segments de marché davantage affectés par la crise. C'est le cas d'abord des fonds monétaires, auquel est consacré un chapitre thématique de ce rapport annuel. Ces fonds ont subi des rachats importants en mars 2020 avant que la confiance sur le marché ne soit rétablie grâce aux divers dispositifs de soutien. Des travaux internationaux et européens ont été lancés sur le cadre réglementaire des fonds monétaires, afin de rendre cet écosystème plus résilient à des chocs systémiques comme celui connu en 2020. Le Haut Conseil a analysé les développements intervenus en France et suit avec attention les réflexions en cours au niveau international et les initiatives règlementaires qui devraient en découler.

La crise a aussi un double impact sur l'immobilier commercial : un impact conjoncturel, car la baisse de l'activité pèse sur la demande de bureaux et de locaux commerciaux, et un impact structurel, avec le développement du télétravail et du commerce en ligne. Ainsi, dès 2020, le volume de transactions et les prix sur le marché ont baissé, bien que modérément, et les cours des sociétés immobilières ont fortement chuté. Un chapitre thématique de ce rapport annuel est dédié à ce sujet et présente des simulations sur l'impact à moyen terme de ces évolutions sur les institutions financières, en fonction des perspectives économiques et du changement des habitudes de travail. Elles montrent un impact qui, pris isolément, reste globalement modéré sur la situation des banques et des assurances françaises.

*Le Haut Conseil a aussi analysé l'émergence de nouveaux facteurs de risques pour la stabilité financière, en particulier le changement climatique*

Le Haut Conseil s'est également intéressé aux risques pour la stabilité financière liés au changement climatique, auquel est consacré un chapitre thématique de ce rapport annuel. Les risques physiques et de transition liés au changement climatique peuvent affecter l'économie dans son ensemble, et donc le système financier. Le HCSF a en particulier pris connaissance des résultats de l'exercice pilote de l'ACPR, qui a permis de dresser une première évaluation de l'impact de ces risques pour les banques et assureurs français à l'horizon 2050. Les résultats montrent que si l'exposition des banques et assurances au risque climatique est globalement modérée, l'impact des scénarios analysés peut être très significatif pour certains secteurs ou certaines régions. Au-delà de cette première appréciation, la connaissance et la prise en compte de ce risque pour les établissements doit être renforcée.

# Ch.1 Contexte économique et financier

---

## A. Environnement macroéconomique

Sur l'ensemble de l'année 2020, le produit intérieur brut (PIB) s'est contracté de 8,0 % en France, un peu moins qu'en Italie (- 8,9 %), qu'au Royaume-Uni (- 9,8 %) et qu'en Espagne (- 10,8 %), mais plus qu'en Allemagne (- 4,9 %) et qu'aux États-Unis (- 3,4 %). À l'inverse de la crise de 2009, les services marchands – en particulier ceux qui ont été les plus concernés par les mesures de restrictions sanitaires – ont en général été plus affectés que l'industrie. L'investissement des entreprises a baissé mais bien moins que ce que pouvait laisser attendre la chute de l'activité.

Le premier semestre 2021 a été marqué en France par le maintien de restrictions sanitaires importantes et par la mise en œuvre des campagnes de vaccination. Les indicateurs conjoncturels indiquent une vive reprise depuis mai, au rythme graduel de la levée des restrictions sanitaires, et alors que les mesures de politique monétaire et budgétaire continuent de soutenir l'économie.

La croissance a ainsi atteint 0,9 % au deuxième trimestre 2021 en France. Selon les prévisions de l'Insee publiées en juillet 2021, le PIB rebondirait fortement sur l'ensemble de l'année 2021, avec une hausse de 6,0 % : la consommation des ménages serait en forte progression, en lien avec l'allègement des contraintes sanitaires par rapport à 2020, alors que l'investissement des entreprises serait en rebond marqué. Les exportations rebondiraient aussi nettement, dans un contexte de forte reprise du commerce mondial.

Dans ce scénario, le PIB français retrouverait son niveau d'avant-crise dès la fin 2021, le même horizon qu'en Allemagne. Parmi les grandes économies européennes, l'Espagne resterait la plus affectée (à 3 % sous son niveau d'avant-crise en fin d'année 2021), tandis que l'Italie et le Royaume-Uni seraient dans une situation intermédiaire. Les États-Unis ont retrouvé le niveau d'activité d'avant-crise dès le printemps 2021.

L'inflation a été faible en 2020 en France (0,5 %), dans un contexte de demande fortement contrainte et de baisse des prix de l'énergie. Elle augmenterait à 1,1 % en moyenne annuelle en 2021, soutenue par la montée des cours du pétrole, alors que l'inflation sous-jacente resterait stable à un bas niveau (0,6 %).

## B. Développements sur les marchés de capitaux

### B.1. La dynamique positive entamée au printemps 2020 se prolonge en 2021

Le soutien sans précédent – tant par son ampleur que par sa réactivité – des politiques monétaires et budgétaires, les perspectives de redressement de la situation économique et les progrès réalisés dans la campagne mondiale de vaccination ont renforcé la confiance des investisseurs et expliquent le rebond important sur les marchés financiers entamé en avril 2020.

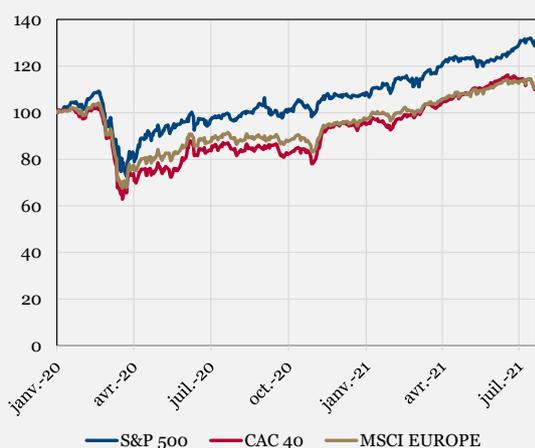
Les actions européennes se situent au-dessus de leur niveau d'avant-crise à l'été 2021 : entre le 1<sup>er</sup> janvier 2020 et le 20 juillet 2021, le CAC 40 et l'indice MSCI Europe (cf. Lexique) ont augmenté

de 11 %. Sur la même période, le S&P 500 américain a connu une performance supérieure, avec une hausse de 31 % (Graphique 1). Ce différentiel peut s'expliquer par un redémarrage plus progressif des économies européennes : pour 67 % des entreprises européennes de l'Eurostoxx 600, les bénéfices se sont révélés au-delà des attentes des analystes au premier trimestre 2021, contre 87 % pour les entreprises du S&P 500. La composition sectorielle joue également, les entreprises technologiques ayant un poids plus important dans l'indice américain, alors que les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration, parmi les plus touchés par la crise sanitaire, sont davantage représentés dans les indices européens.

## B.2. Les taux d'intérêt sont à des niveaux historiquement bas sur les marchés obligataires

Alors que 80 entreprises françaises avaient subi une dégradation de leur notation (par Moody's, Fitch, S&P ou DBRS) en mars 2020, le rythme des dégradations s'est stabilisé depuis le mois de novembre 2020 et le nombre de révisions à la hausse a dépassé celui des déclassements en avril, mai puis en juillet 2021 (Graphique 2).

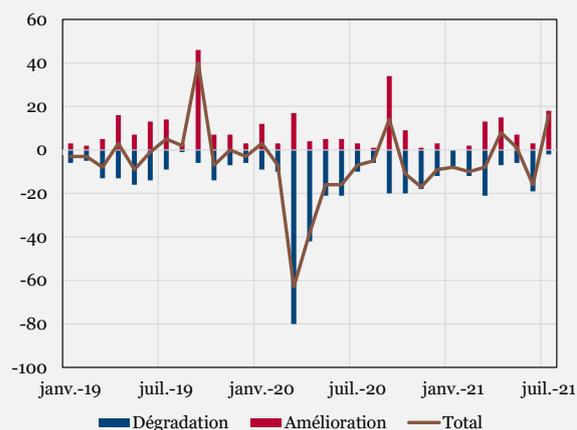
**Graphique 1 - Évolution des principaux indices actions**



Note : Indice base 100 au 1<sup>er</sup> janvier 2020. Tous les indices sont libellés en euro. Dernier point au 20 juillet 2021.

Source : Refinitiv Eikon.

**Graphique 2 - Évolution du nombre de révisions de notation des entreprises françaises**



Source: Bloomberg, calculs Banque de France.

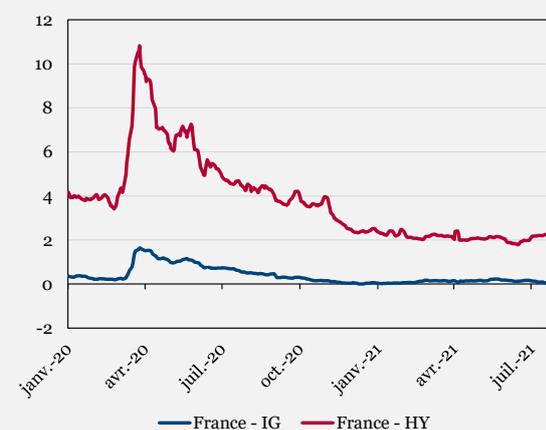
Dans ce contexte, les rendements des obligations d'entreprise en zone euro se sont fortement resserrés (Graphique 3) après avoir été sévèrement frappés par la crise sanitaire. En France, les taux d'intérêt « *Investment Grade* » (IG, cf. Lexique) sont passés de 1,6 % le 25 mars 2020 à un niveau moyen de 0,1 % depuis le début de l'année 2021, soutenus notamment par l'extension du programme de rachat des obligations d'entreprise par la BCE. Les obligations des entreprises moins bien notées, et offrant donc des rendements supérieurs (segment *High Yield* – HY, cf. Lexique), ont également connu une très forte baisse de leur taux, de 10,8 % le 25 mars 2020 à un niveau d'environ 2,1 % en moyenne depuis le début de l'année. Les autres marchés de la zone euro ont suivi une trajectoire similaire. Comme pour les actions, le choc de mars 2020 a eu un effet distinct sur les rendements obligataires en fonction des secteurs. L'industrie et les transports ont vu leurs rendements obligataires IG augmenter plus fortement

que les autres secteurs, mais ce phénomène n'a été que temporaire, laissant rapidement place à une convergence généralisée des taux.

Les taux d'intérêt souverains à dix ans ont aussi diminué progressivement au cours de l'année 2020, après un pic en mars (Graphique 4) dans un contexte marqué par un nouvel assouplissement des politiques monétaires. L'enveloppe du programme exceptionnel d'achat d'actifs (PEPP, cf. Lexique) lancé le 18 mars 2020 par la BCE, initialement de 750 Md€, a été portée à 1 350 Md€ en juin 2020, puis à 1 850 Md€ en décembre 2020. Le Conseil des gouverneurs a également maintenu son principal taux directeur à 0 %. Aux États-Unis, la Fed a conservé son taux directeur dans une fourchette de 0 à 0,25 % depuis mars 2020 et a annoncé en juin 2021 le maintien de son programme d'achat d'obligations du Trésor (80 Md\$ par mois) et de créances hypothécaires titrisées (40 Md\$ par mois, cf. Lexique). La Fed table désormais sur une première hausse des taux en 2023.

Depuis le début de l'année 2021, les taux d'intérêt souverains à dix ans se sont modérément redressés, en lien avec la hausse des anticipations d'inflation et l'amélioration des perspectives économiques, à mesure que les campagnes de vaccination ont progressé et que les restrictions sanitaires ont été levées. Le redémarrage rapide de l'économie a exercé des pressions sur les chaînes d'approvisionnement de plusieurs industries qui ont contribué au rebond des prix. Des pénuries de main-d'œuvre sont également apparues dans certains secteurs, notamment les loisirs et l'hôtellerie. Ainsi, le taux d'inflation anticipé sur la période de cinq ans commençant dans cinq ans aux États-Unis est passé de 0,9 % en mars 2020 à 2,1 % en moyenne depuis le début de l'année 2021, soit le niveau prévalant fin 2018. Une trajectoire similaire s'observe en zone euro, la hausse étant toutefois moins marquée, le même taux passant de 0,9 % en mars 2020 à 1,5 % en moyenne depuis début 2021. Les déclarations des banques centrales présentant l'inflation comme un phénomène transitoire ont néanmoins permis de tempérer les anticipations des marchés.

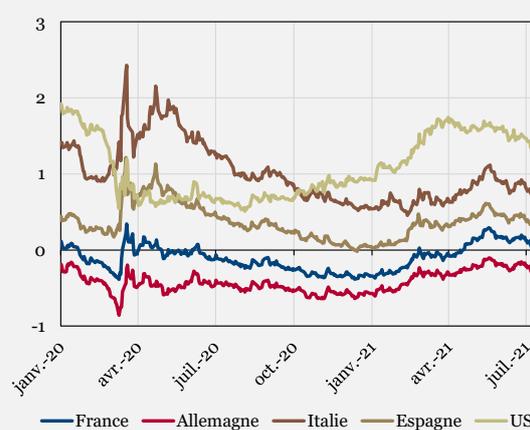
**Graphique 3 - Évolution des rendements des obligations d'entreprises IG et HY**



Source : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France.

Note : Les obligations « Investment Grade » désignent les obligations les mieux notées par les agences de notation, par opposition aux obligations « High Yield ».

**Graphique 4 - Taux d'intérêt souverains à échéance dix ans**



Source: Bloomberg.

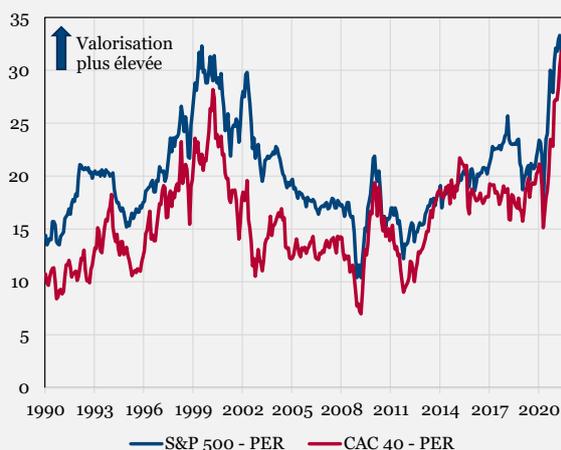
## Encadré 1 – Valorisation des marchés actions

Les valorisations sur les marchés actions sont historiquement élevées selon certains indicateurs. Ainsi, les PER (cours par rapport aux bénéfices constatés les 12 derniers mois – *Price Earnings Ratio*) sur les marchés actions français et américain ont atteint des niveaux sans précédent depuis le début des années 1990, dépassant les pics atteints avant l'éclatement de la bulle Internet (Graphique 5). La baisse de la volatilité implicite sur les marchés actions (VIX à 20 depuis le début de l'année contre 83 au 19 mars 2021) et le niveau modéré du ratio *put/call*<sup>1</sup> sur le S&P 500 (0,47 en moyenne depuis le début de l'année contre 1,28 au 12 mars 2020) signalent aussi un fort optimisme des investisseurs.

Les valorisations actuelles peuvent toutefois largement s'expliquer par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt : les primes de risque sont ainsi globalement en ligne avec leur moyenne historique, voire encore supérieures en France, et ne signalent donc pas un appétit pour le risque anormalement élevé (Graphique 6).

Si les valorisations moyennes n'apparaissent ainsi pas excessives, certains phénomènes font craindre la formation de bulles financières localisées, dans un contexte où la liquidité est abondante. Les marchés actions américains ont été marqués par une forte hausse de la volatilité sur certains titres depuis le début de l'année 2021, en lien avec une participation accrue d'investisseurs particuliers aux échanges. Les niveaux de valorisation apparaissent en outre particulièrement élevés sur certains segments de marché, comme celui des véhicules électriques, au vu des bénéfices attendus. Il a également été observé un engouement important pour de nouveaux produits financiers, tels que les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (*Special Purpose Acquisition Company*- SPAC, cf. Lexique), qui permettent de faciliter les introductions en bourse pour des entreprises dont les perspectives de rentabilité sont incertaines. Enfin, les crypto-actifs ont connu une forte augmentation de leurs cours, le bitcoin dépassant le seuil des 60 000 \$ en mars 2021, contre moins de 5 000 € en mars 2020, avant de connaître une importante correction.

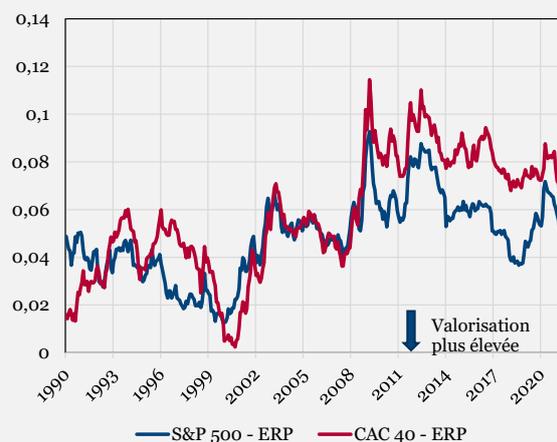
**Graphique 5 - Évolution des PER (ratio cours rapportés aux bénéfices)**



Source : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France.

Note : Dernier point en juin 2021.

**Graphique 6 - Évolution des primes de risque**



Source : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France.

Note : Dernier point en juin 2021.

<sup>1</sup> Ce ratio est calculé en divisant le nombre d'options de vente (*put*) par le nombre d'options d'achat (*call*) et indique une anticipation du marché de forte dépréciation lorsqu'il s'éloigne au-dessus de 1, ou au contraire une absence de vue du marché lorsqu'il s'approche de 1.

## C. Ménages

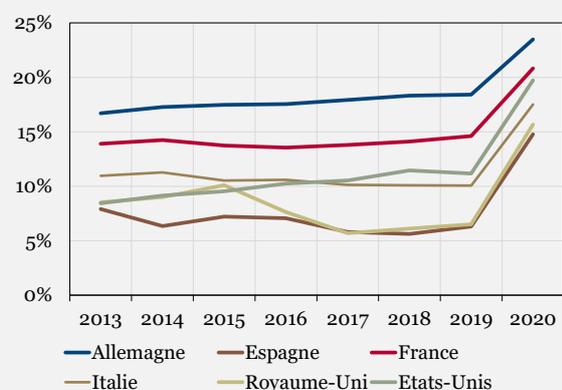
### C.1. En 2020, la « surépargne » des ménages a atteint environ 100 Md€

L'année 2020 a été marquée par une forte baisse de la consommation des ménages (- 6,5 %), en lien avec les mesures mise en place pour contenir la propagation de l'épidémie de covid-19. Dans le même temps, le soutien public a permis de préserver le revenu des ménages, qui a augmenté de 1 % sur l'année. L'épargne des ménages – différence entre leur revenu et leur consommation – a ainsi atteint 320 Md€ contre 219 Md€ en 2019. Le taux d'épargne s'est élevé à 21,4 % du revenu disponible brut, un niveau record, contre 14,4 % en moyenne sur la période 1990-2019. Cette forte hausse du taux d'épargne en 2020 s'observe dans toutes les grandes économies développées (Graphique 7).

La hausse de l'épargne financière des ménages, c'est-à-dire la part de l'épargne qui n'est pas consacrée aux dépenses d'investissement, a été plus importante encore, de l'ordre de 110 Md€ en 2020, en raison du ralentissement des acquisitions de logements neufs<sup>2</sup>. Le taux d'épargne financière s'est élevé à 12,1 % en 2020 (soit 181 Md€), contre 4,7 % en moyenne sur la période 1990-2019. Cette hausse a surtout profité aux placements peu risqués<sup>3</sup> : l'encours de l'épargne bancaire (dépôts et livrets), liquide et garantie, a augmenté de plus de 160 Md€ en 2020 (Graphique 8). La collecte sur l'assurance-vie a en revanche été moins dynamique qu'à l'ordinaire, à 15 Md€ sur l'année contre 41 Md€ en 2019.

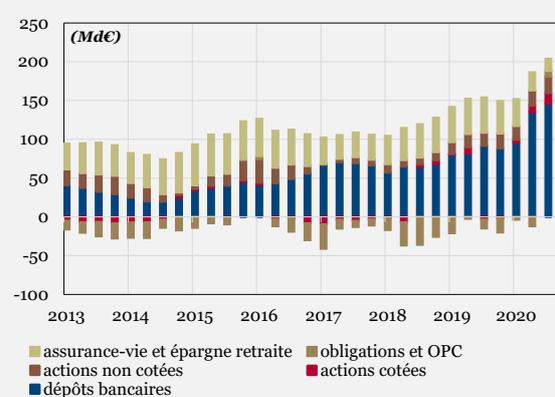
Les projections de juin 2021 de la Banque de France prévoient une épargne encore élevée en 2021, mais moindre qu'en 2020 : en cumul sur 2020 et 2021, le surcroît d'épargne financière atteindrait 180 Md€.

Graphique 7 – Taux d'épargne des ménages



Source : Banque de France.

Graphique 8 – Flux nets de placements financiers (cumul sur 4 trimestres)



Source : Banque de France.

Parallèlement, les ménages se sont davantage tournés vers des placements plus risqués et rémunérateurs qu'à la normale : les achats nets en titres (actions cotées et non cotées, obligations et OPC) atteignant près de 30 Md€. Selon une étude de l'AMF, entre le 24 février et le 3 avril 2020, 150 000 nouveaux

<sup>2</sup> Les dépenses d'investissement des ménages se composent principalement de leurs achats de logement neuf, mais incluent également les variations de stocks, acquisitions nettes d'objets de valeur et d'actifs non financiers non produits (terrains, actifs incorporels...) corrigés des transferts nets en capital.

<sup>3</sup> La variation des placements financiers en 2020 (d'environ 110 Md€ par rapport à 2019) comprend aussi celle des « autres actifs financiers et ajustements statistiques » dont les flux sont supérieurs de 25 Md€ à ceux de 2019.

investisseurs particuliers (26 % des investisseurs sur la période) ont par ailleurs fait leur entrée sur le marché des actions et les achats d'actions ont été multipliés par quatre<sup>4</sup>. Cette tendance s'est confirmée sur l'ensemble de l'année: 1,3 million de particuliers ont effectué des transactions en actions sur un an, soit 30 % de plus qu'en 2018, dont un tiers de nouveaux investisseurs<sup>5</sup>.

## C.2. En 2020, le crédit immobilier est resté très dynamique, en dépit de l'impact du premier confinement sur le marché

La production de crédit immobilier s'est maintenue à des niveaux élevés en 2020. Après une baisse au printemps durant le premier confinement, liée au fort ralentissement de l'activité sur le marché immobilier, la production a nettement rebondi en deuxième partie d'année (Graphique 9). Au total, la production de crédit immobilier hors renégociations a atteint 192,7 Md€ en 2020, un niveau très proche du record de 193,0 Md€ de 2019. Les rachats et renégociations se sont élevés à 59,6 Md€ sur l'année, dont 40,3 Md€ au premier semestre, après 53,4 Md€ en 2019. Cela reflète les démarches des ménages pour réduire leurs mensualités de crédit au début de la crise liée à la pandémie de covid-19. La robustesse du crédit à l'habitat s'est confirmée au 1<sup>er</sup> semestre 2021, l'encours progressant de 6,1 % en glissement annuel en juin.

Les taux d'intérêt étaient à des niveaux très bas en 2020. Les taux hors renégociations s'établissaient à 1,21 % en décembre 2020, légèrement au-dessus (+ 7 pb) du plancher touché en décembre 2019. Les taux y compris renégociations ont connu un pic temporaire en avril, les taux sur les crédits renégociés étant plus élevés que ceux sur les nouveaux crédits. Ils se sont inscrits sur une tendance baissière au 1<sup>er</sup> semestre 2021, atteignant un nouveau plus bas à 1,09 % en juin 2021.

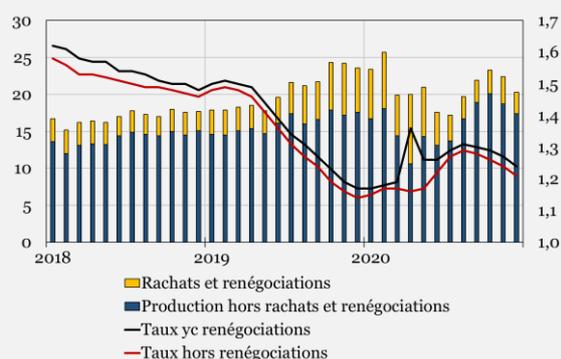
Les prix de l'immobilier sont aussi restés dynamiques sur l'année 2020 : ils étaient en hausse de 6,4 % sur un an au 4<sup>e</sup> trimestre 2020, contre 3,8 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2019 (Graphique 10). La croissance des prix a été, de façon inhabituelle, soutenue par la dynamique des prix en province (+ 6,5 % sur un an au 4<sup>e</sup> trimestre 2020), tandis que la hausse des prix ralentissait à Paris (+ 5,4 %). Cette tendance se confirme début 2021, avec une hausse des prix plus marquée pour les maisons (+ 6,5 % au premier trimestre 2021) que pour les appartements (+ 5,1 %).

Le crédit à la consommation a ralenti en 2020 : les encours sont restés stables en 2020 en France, alors qu'ils avaient progressé de 5,8 % en 2019. La production de crédit à la consommation a chuté au deuxième trimestre 2020, en lien avec la fermeture des commerces lors du confinement, avant de se redresser en fin d'année. Les conditions de crédit sont restées favorables, le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits amortissables étant stable sur l'année : en décembre 2020, il s'établissait en France 3,5 %, comme en décembre 2019 et à 5,1 % en zone euro.

<sup>4</sup> [Comportement des investisseurs particuliers pendant la crise covid-19, AMF, avril 2020](#), chiffres portant sur les actions composant le SBF 120, qui représentent 80 % des montants négociés par les particuliers.

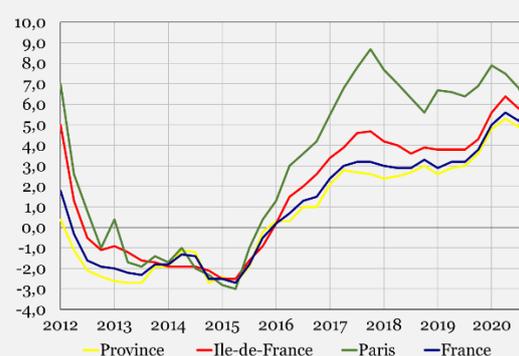
<sup>5</sup> Particuliers n'ayant pas investi en bourse depuis au moins 2017.

**Graphique 9 – Production mensuelle de crédit immobilier**



Source : Banque de France.

**Graphique 10 – Évolution des prix de l'immobilier (glissement annuel)**



Source : Notaires-Insee.

## D. Entreprises

### D.1. Malgré l'ampleur du choc de crise, l'accès des entreprises au financement a été maintenu en 2020

Le choc économique qu'a constitué la crise liée à la pandémie de covid-19 a induit un choc de trésorerie très marqué pour les entreprises françaises. Ce choc a pu être absorbé grâce aux mesures de soutien public (notamment l'activité partielle et le fonds de solidarité) et au maintien de l'accès au financement, permis par la résilience des acteurs financiers et les dispositifs mis en place par les autorités budgétaires et monétaires (notamment les prêts garantis par l'État). De façon atypique pour une année de forte contraction de l'activité, les volumes de financement aux entreprises ont très nettement augmenté, les conditions d'octroi se sont assouplies et le coût de financement a baissé. Contrairement à ce qui avait été le cas en 2008-2009, les banques ont pu satisfaire les besoins de liquidités des entreprises, que ce soit grâce aux moratoires temporaires sur les crédits existants ou aux nouveaux crédits accordés (principalement garantis).

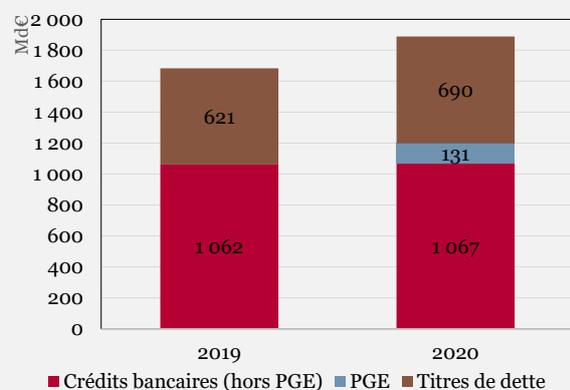
Les flux mensuels de crédits bancaires ont ainsi très fortement augmenté en France à partir du déclenchement de la crise : l'encours a augmenté de 13,5 Md€ par mois en moyenne sur la période allant de mars 2020 à décembre 2020, contre 2,7 Md€ en moyenne entre janvier 2010 et février 2020. Un record historique a été atteint en mars 2020 (33,3 Md€). Au total, l'encours de crédit bancaire aux SNF a progressé de 13 % en 2020, soit 141 Md€ (Graphique 11). Cette hausse a largement été portée par l'octroi des prêts garantis par l'État (PGE), qui ont été mis en place dès la fin mars 2020 : sur les 142 Md€ de PGE octroyés au 6 août 2021, 75 % l'ont été avant début juillet 2020 et 92 % sur l'année 2020.

Les émissions obligataires ont aussi été très dynamiques, avec un fort rebond au printemps 2020 après une quasi-fermeture du marché en mars 2020. L'encours de titres émis a crû de 11 % en 2020 (+ 77 Md€) et les flux mensuels ont enregistré un record historique en avril 2020 (+ 34 Md€).

L'enquête de la Banque de France sur l'accès des entreprises au crédit montrait ainsi au 2<sup>e</sup> trimestre 2020 que les demandes de crédit de trésorerie atteignaient des niveaux exceptionnellement élevés (Graphique 12) : 42 % des PME interrogées avaient demandé un crédit de trésorerie, niveau le plus haut depuis le lancement de l'enquête en 2012. Après une dégradation au 1<sup>er</sup> trimestre 2020, l'accès aux crédits de

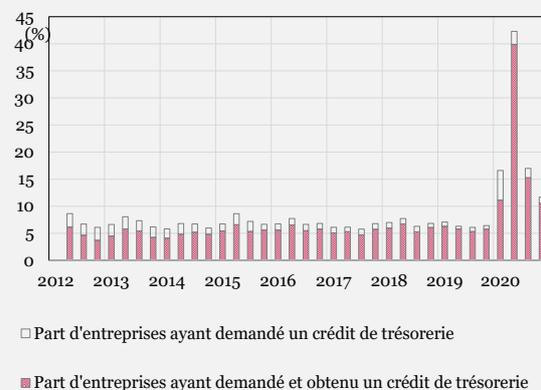
trésorerie s'est sensiblement amélioré au 2<sup>e</sup> trimestre 2020 : la part de PME obtenant le crédit demandé<sup>6</sup> s'établissait à 94 %, un niveau supérieur à celui constaté avant la crise (89 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2019).

**Graphique 11 – Dette financière des SNF à fin 2019 et fin 2020**



Source : Banque de France.

**Graphique 12 – Demande et accès des PME aux crédits de trésorerie**



Source : Banque de France. Dernier point : T4 2020.

Note de lecture : Au T2 2020, 42 % des PME interrogées avaient indiqué avoir demandé un crédit de trésorerie, et 94 % d'entre elles l'ont obtenu.

L'enquête trimestrielle de la BCE auprès des banques sur la distribution du crédit (*Bank lending survey*) montrait aussi une forte hausse de la demande de crédit des entreprises au 2<sup>e</sup> trimestre 2020, accompagnée d'un assouplissement des conditions d'octroi, à l'inverse de l'évolution observée lors de la crise financière de 2008-2009 (Graphique 13).

Enfin, le coût du financement bancaire des entreprises a nettement baissé en 2020 : le taux d'intérêt annuel des crédits nouveaux a atteint un point bas de 0,94 % en mai 2020 ; il se situait à la fin 2020 à 1,26 %, un niveau encore inférieur à celui d'avant-crise (1,38 % en décembre 2019). Les taux d'intérêt sur les crédits de trésorerie ont en particulier très fortement baissé au printemps 2020, atteignant un plancher historique depuis 2011 (0,67 %), au moment du pic d'octroi de PGE.

Après un pic à 1,99 % en mars 2020, le coût de financement sur le marché<sup>7</sup> a baissé de 136 points de base entre mars et décembre 2020 (Graphique 14). Il s'établissait en fin d'année à 0,63 %, un niveau inférieur à celui d'avant crise (0,83 % en décembre 2019).

Les conditions d'octroi sont restées favorables, dans un contexte de forte hausse de la demande de crédit.

<sup>6</sup> Montant obtenu d'au moins 75 % de la demande initiale.

<sup>7</sup> Emissions des titres de créances sur les marchés (obligations et titres de créances négociables), souscrits par les résidents et les non-résidents.

**Graphique 13 – Conditions d’octroi de crédit en France (PME et grandes entreprises)**



Source : Banque centrale européenne. Dernier point : T4 2020.

**Graphique 14 – Coût de financement bancaire et de marché des entreprises**



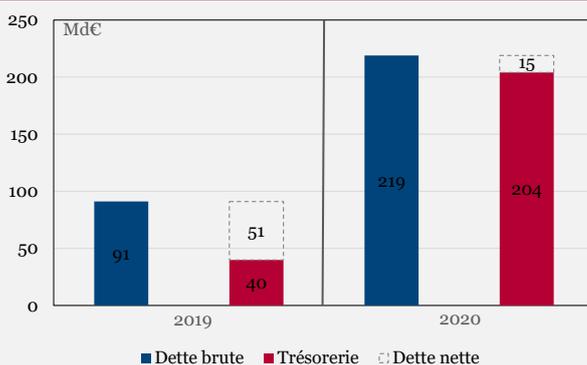
Source : Banque de France. Dernier point : Décembre 2020.

## D.2. L’endettement brut des entreprises a fortement augmenté, mais la dette nette reste contenue

En 2020, l’endettement financier brut des sociétés non financières (qui comprend à la fois les crédits bancaires et les financements obligataires), a augmenté de 219 Md€, soit une progression de 12 % par rapport à fin 2019 (Graphique 15). La hausse de l’encours de crédits bancaires (13 %) concerne toutes les catégories d’entreprises mais est particulièrement marquée pour les PME (+ 20 %), devant les ETI (+ 9 %) et les grandes entreprises (+ 7 %).

Dans le même temps, la trésorerie des entreprises a augmenté de 204 Md€. La dette financière nette n’a donc augmenté que de 15 Md€, un chiffre inférieur à la progression de 2019 (51 Md€).

**Graphique 15 – Évolution de la dette et de la trésorerie des entreprises en 2019 et 2020**



Source : Banque de France

La hausse relativement limitée de la dette nette doit toutefois être doublement nuancée. D’une part, les chiffres présentés ne concernent que la dette financière, et n’inclut pas les reports d’échéances fiscales et de cotisations sociales liées à la crise covid, qui s’élevaient à 15 Md€ en mars 2021. D’autre part, le diagnostic au niveau agrégé masque des situations individuelles très hétérogènes. L’analyse par la

Banque de France des premiers bilans d'entreprises disponibles pour l'année 2020 montre que, si la hausse de l'endettement s'est généralement accompagnée d'une progression de la trésorerie, une petite partie des entreprises a vu sa dette augmenter et sa trésorerie baisser (voir Encadré 2 – Les enseignements des bilans 2020 et les risques liés à l'endettement des entreprises non financières).

Le plan d'action sur l'accompagnement des entreprises en sortie de crise présenté le 1<sup>er</sup> juin 2021 vise à soutenir cette population d'entreprises. Il s'appuie sur un comité national de sortie de crise (et sa déclinaison dans les départements), qui rassemble les partenaires publics et privés afin d'identifier les situations de fragilité et orienter les dirigeants d'entreprises vers les solutions les plus adaptées.

## **Encadré 2 – Les enseignements des bilans 2020 et les risques liés à l'endettement des entreprises non financières**

La Banque de France a procédé à l'analyse des comptes annuels de 235 742 entreprises non financières, dans le cadre de son activité de cotation des entreprises réalisant plus de 750 000 € de chiffre d'affaires annuel. Ces comptes, arrêtés à partir du 30 juin 2020<sup>8</sup> et comparables aux comptes des mêmes entreprises arrêtés un an auparavant, permettent d'analyser les effets de la crise sanitaire sur la santé financière d'un panel d'entreprises françaises.

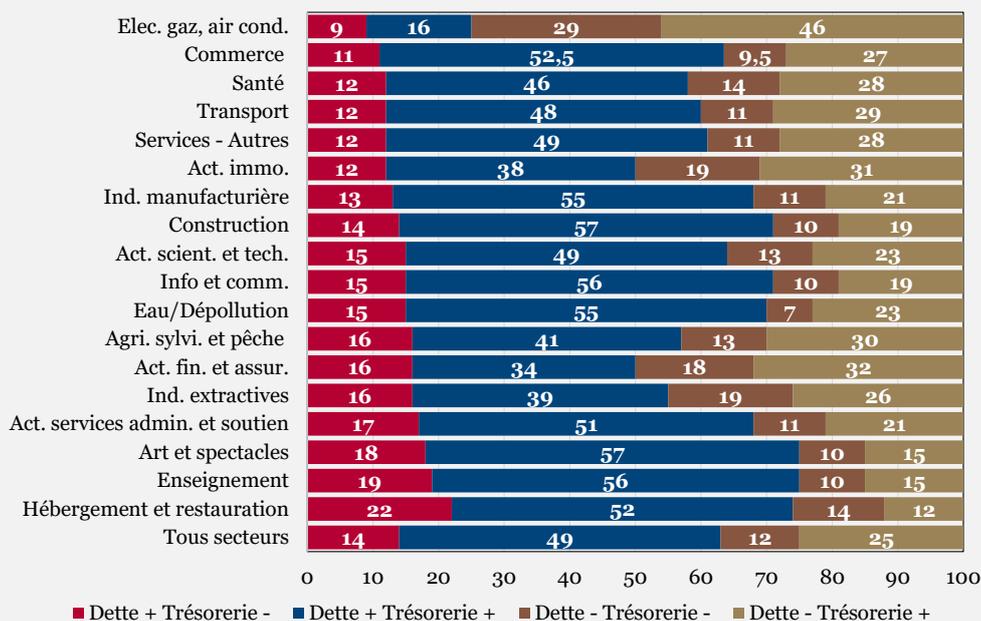
L'analyse montre que l'accroissement de l'endettement financier brut des entreprises observées a largement alimenté leur trésorerie, se traduisant par une hausse limitée de leur endettement net. Ainsi, 63 % des entreprises étudiées affichent un endettement financier brut stable ou en hausse, et 73 % un maintien ou une hausse de leur trésorerie. Cette proportion est sensiblement plus élevée que l'année précédente : seules 59 % de ces mêmes entreprises connaissent une hausse de leur trésorerie entre les deux bilans précédents.

Une minorité d'entreprises (14 %) présente à la fois une hausse de leur endettement financier brut et une baisse de leur trésorerie. Ces entreprises, marquées en rouge dans le Graphique 16 ont subi l'évolution la plus défavorable lors de la crise sanitaire, avec une forte hétérogénéité sectorielle. Elles représentent 23 % de l'endettement total sur la base des bilans post-crise sanitaire. Ces entreprises doivent faire l'objet d'une vigilance particulière, car une partie d'entre elles pourraient connaître des difficultés lors de la levée des mesures d'accompagnement mises en place par l'État.

Les prêts garantis par l'État (PGE) ont nettement contribué à ces évolutions. Les entreprises qui en bénéficient (27 % de celles étudiées) sont à la fois proportionnellement plus nombreuses à afficher une hausse de leur endettement (91 % d'entre elles) et de leur trésorerie (88 %). La progression de leur trésorerie est en outre plus importante que celle des entreprises qui n'y ont pas recours.

<sup>8</sup> 11 % des bilans étudiés sont arrêtés à juin 2020 (3 mois de crise), 15 % à septembre 2020 (6 mois de crise) et 64 % à décembre 2020 (9 mois de crise).

## Graphique 16 - Évolution des bilans des entreprises françaises en 2020 selon les secteurs

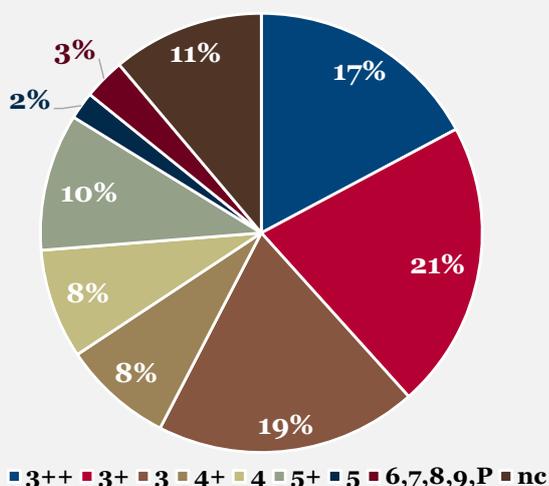


Source : Banque de France.

Note de lecture : Parmi les entreprises étudiées, 14 % enregistrent une hausse de leur endettement brut couplée à une baisse de trésorerie tous secteurs confondus.

La hausse de l'endettement brut porte pour la plus grande part sur les entreprises les moins risquées au sens de la cotation de la Banque de France (Graphique 17). Cette cotation constitue une appréciation de la capacité d'une entreprise à honorer ses engagements financiers à un horizon de 1 à 3 ans. Elle situe l'entreprise sur une échelle à 12 positions, allant de 3++ (la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements est jugée excellente) à P (l'entreprise fait l'objet d'une procédure de redressement ou de liquidation).

## Graphique 17- Répartition de la hausse de l'endettement brut au bilan selon la cote de crédit attribuée à l'entreprise avant la crise sanitaire



Source : Banque de France.

Les entreprises bénéficiant des meilleures cotes de crédit avant la crise (3++ à 4+, soit une capacité à honorer leurs engagements financiers jugée « excellente » à « assez forte »), qui représentaient 61 % de l'endettement avant crise, concentrent 65 % de la hausse de l'endettement financier brut.

En écartant les entreprises cotées 3++ à 4+, dont la situation est suffisamment favorable pour faire face au choc, et les entreprises cotées 6 à P, dont la situation était déjà fragile avant la crise, on peut estimer que 6 à 7 % de ces entreprises, notées entre 4 et 5, nécessitent un suivi attentif en sortie de crise. Cette proportion atteint 10 à 13 % dans l'hébergement restauration.

Sur cette base, après examen par les analystes financiers de la Banque de France, des listes d'entreprises potentiellement fragilisées mais économiquement viables ont été communiquées aux conseillers départementaux à la sortie de crise. Un contact individuel pourra ensuite être établi avec chaque entreprise détectée pour lui proposer un soutien adapté.

## E. Banques

### E.1. Les banques françaises se sont montrées résilientes pendant la crise et ont maintenu une offre de crédit abondante à l'économie

Les banques ont conforté des ratios de fonds propres élevés en dépit du choc de la crise. Le ratio de solvabilité CET1 (*Common Equity Tier 1*, cf. Lexique) des six principaux groupes bancaires français<sup>9</sup> est passé de 14,8 % fin 2019 à 15,4 % fin 2020 (Graphique 18). Les banques françaises restent ainsi bien au-dessus des exigences en fonds propres, qui ont en outre été assouplies par les autorités prudentielles en réponse à la crise. Leur ratio de levier (cf. Lexique) s'est lui aussi renforcé, de 5,3 % fin 2019 à 5,6 % fin 2020. La tendance est similaire au niveau européen, avec un ratio de solvabilité CET1 de 15,6 % en moyenne fin 2020 (contre 14,9 % fin 2019), et un ratio de levier à 5,8 % (contre 5,6 %). L'actif pondéré des risques et l'actif total ont augmenté mais moins que les fonds propres, qui ont notamment bénéficié des mesures de restriction de versement de dividendes.

Ce très bon niveau de capitalisation et les mesures de soutien public (en particulier les PGE et l'extension du programme TLTRO de la BCE, cf. Lexique) ont permis aux banques de répondre au besoin de financement accru des entreprises et des particuliers. La distribution du crédit par les six grands groupes bancaires français a ainsi été très dynamique, que ce soit en faveur des SNF (+ 7 % en volume) ou des ménages (+ 3 %). La taille du bilan des six grandes banques françaises a augmenté de 12 % en 2020 (Graphique 19), atteignant 7 864 Md€. Côté passif, les dépôts ont fortement augmenté, aussi bien pour les SNF (+ 24 %) que pour les ménages (+ 8 %). En cohérence avec ces évolutions, le ratio rapportant le volume des prêts à celui des dépôts s'est réduit, passant de 115,4 % au dernier trimestre 2019 à 106,4 % au dernier trimestre 2020.

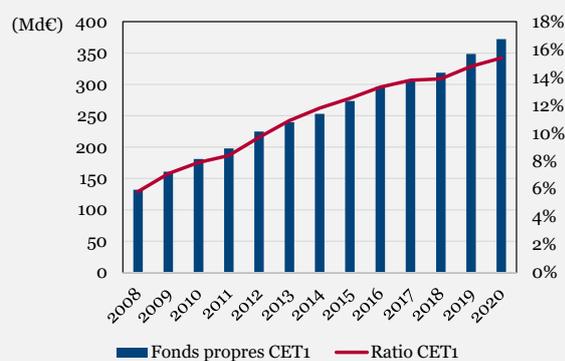
Par ailleurs, les banques européennes ont bénéficié des opérations de refinancement menées par la BCE, en particulier le programme TLTRO III qui a été renforcé en réponse à la crise<sup>10</sup>. Ces financements ont contribué à soutenir le ratio de financement stable à horizon un an (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR,

<sup>9</sup> BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale. Pour plus de détails sur la situation de ces groupes, voir « [ACPR Analyses et Synthèses - La situation des grands groupes bancaires français à fin 2020](#) ».

<sup>10</sup> Les taux de refinancement offerts peuvent descendre jusqu'à - 1 % pour les banques qui augmentent les crédits aux entreprises et aux ménages (hors prêts immobiliers).

cf. Lexique), qui est passé pour les six grandes banques françaises de 106,5 % fin 2019 à 114,5 % fin 2020. Les banques ont par ailleurs augmenté leurs dépôts auprès de l'Eurosystème et bénéficié de la hausse des dépôts de la clientèle, ce qui contribue à la hausse du ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR, cf. Lexique), passé de 131,8 % fin 2019 à 149,6 % fin 2020 pour les grandes banques françaises.

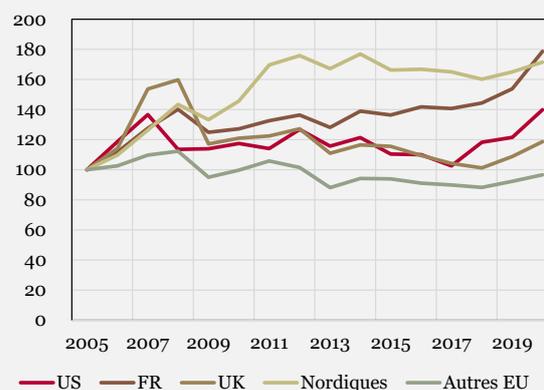
**Graphique 18 – Niveau (en Md€) et ratio de fonds propres CET1 (Bâle 3) des principales banques françaises**



Source : ACPR.

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

**Graphique 19 - Évolution de la taille des bilans des banques (base 100 en 2005)**



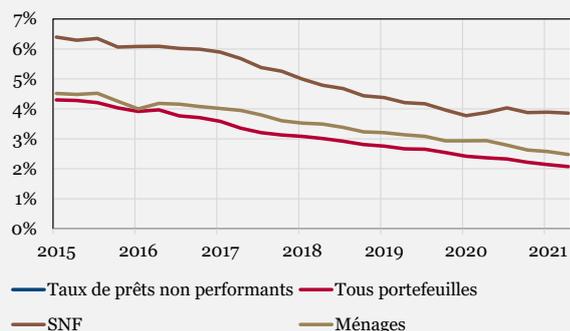
Source : communications financières, calculs ACPR.

## E.2. Le taux de prêts non performants a poursuivi sa baisse en 2020

Alors que la crise aurait pu faire craindre une dégradation rapide de la qualité de l'actif des banques, son impact est pour l'instant resté très limité. Cela s'explique par l'efficacité des mesures de soutien public, qui ont permis de largement préserver le revenu des ménages et des entreprises. Ainsi, le taux de prêts non performants a poursuivi sa décrue en 2020, atteignant 2,2 % en fin d'année après 2,5 % fin 2019 (Graphique 20). Le montant de prêts non performants a toutefois augmenté pour les SNF (+ 5 %) mais baissé pour les ménages (- 8 %).

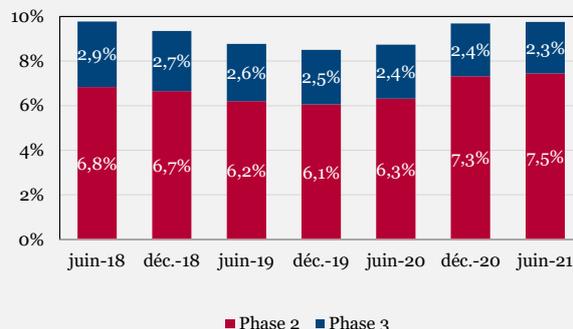
Certains indicateurs suggèrent un début de dégradation du portefeuille de prêts des banques. La norme IFRS9 (cf. Lexique) impose de classer les prêts en trois phases, en fonction de leur probabilité de remboursement : un prêt passe de la phase 1 à la phase 2 lorsque que le risque de crédit augmente de façon significative, et de la phase 2 à la phase 3 lorsque que la contrepartie est en défaut. Si la part de prêts en phase 3 est restée stable jusqu'à présent, la part de prêts en phase 2 a commencé à augmenter en 2020 (de 6,1 % à 7,3 % sur l'année) et se maintient encore à 7,5 % en juin 2021 (Graphique 21). La part de prêts et créances dont le remboursement a dû être aménagé en raison des difficultés des emprunteurs a également fortement augmenté en 2020 (+ 14 %).

**Graphique 20 - Évolution du taux de prêts non performants des six grands groupes bancaires français**



Source : ACPR. Outre les SNF et les ménages, l'ensemble « Tous portefeuilles » inclut les administrations publiques, banques centrales et la clientèle financière.

**Graphique 21 - Ventilation des actifs des six grands groupes bancaires français en fonction des étapes IFRS9**



Source : ACPR.

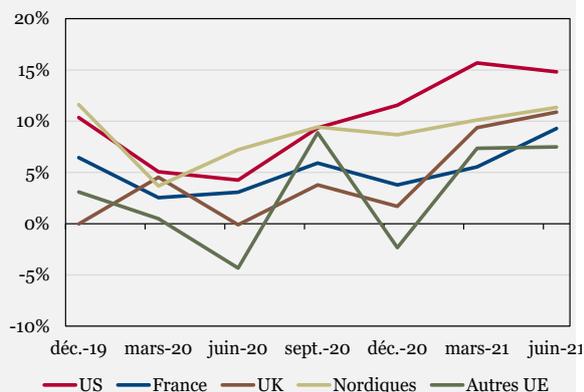
### E.3. La rentabilité des banques a baissé en 2020 en raison de la hausse du coût du risque, mais a rebondi début 2021

Au cours de l'année 2020, la rentabilité des banques a fortement baissé, à la fois en raison du ralentissement de l'économie et de la hausse du coût du risque. Sur l'ensemble de l'année, le produit net bancaire (PNB) des six grands groupes bancaires français a diminué de 2 %, leur coût du risque a été multiplié par 2 et le résultat net part du groupe global a baissé de 22 %, atteignant 20,3 Md€. Cela n'a été que très partiellement compensé par des économies sur les frais de fonctionnement, le coefficient d'exploitation diminuant légèrement (69,3 %, - 0,3 pp).

La hausse du coût du risque a été très marquée dès le second trimestre 2020, ce qui reflète en partie l'effet de la norme IFRS9, entrée en vigueur en 2018, qui impose d'inscrire des provisions sur la base des pertes anticipées, sans attendre que les difficultés de remboursement des emprunteurs se matérialisent. En juin 2021, rapporté au total de bilan, le coût du risque est toutefois revenu à un niveau inférieur à celui de 2019 avec l'amélioration des perspectives économiques, et la rentabilité des banques dépasse son niveau pré-crise, que ce soit la rentabilité des capitaux propres (Graphique 22) ou celle des actifs (Graphique 23).

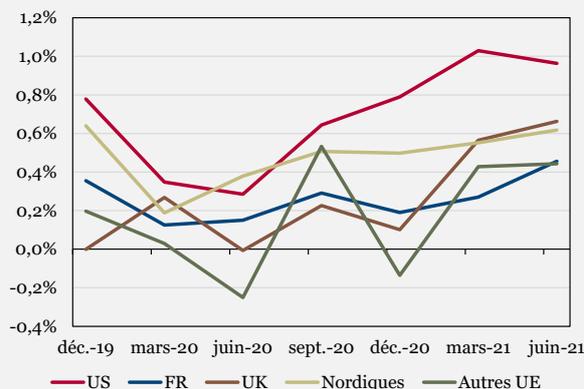
La rentabilité des banques françaises et des banques européennes en général reste toutefois bien inférieure à celle des banques américaines. Cela peut en particulier refléter une marge nette d'intérêts comprimée par l'environnement de taux bas, une activité économique moins dynamique en Europe et un coefficient d'exploitation plus élevé.

**Graphique 22 - Rentabilité des capitaux propres des principales banques françaises, européennes et américaines**



Source: communications financières, données trimestrielles annualisées, calculs ACPR. La rentabilité des capitaux propres (*return on equity* – RoE – en anglais) est calculée comme le rapport entre le résultat net d'un exercice et le montant des capitaux propres du même exercice.

**Graphique 23 – Rentabilité des actifs des principales banques françaises, européennes et américaines**



Source: communications financières, données trimestrielles annualisées, calculs ACPR. La rentabilité des actifs (*return on assets* – RoA – en anglais) est calculée comme le rapport entre le résultat net d'un exercice et le total du bilan du même exercice.

### Encadré 3 - Résultats du test de résistance bancaire européen 2021

L'Autorité bancaire européenne (ABE) a lancé le 29 janvier 2021 un test de résistance qui a porté sur les 50 groupes bancaires européens les plus importants, couvrant environ 70 % des actifs du système bancaire européen, dont 38 groupes sous la supervision directe de la Banque centrale européenne (BCE) incluant 7 groupes bancaires français<sup>11</sup>. En parallèle, la BCE a lancé un test de résistance complémentaire pour 51 autres banques qu'elle supervise directement, dont 4 groupes bancaires français<sup>12</sup>. Les résultats de ces exercices, initialement prévus pour 2020 mais reportés d'un an en raison de la pandémie de covid-19, ont été publiés le 30 juillet 2021<sup>13</sup>.

L'objectif de ces tests est d'évaluer la capacité de résistance des grands groupes bancaires européens face à des chocs macroéconomiques et financiers très défavorables, afin de s'assurer qu'ils continuent d'afficher un niveau de fonds propres suffisant. Sur leurs périmètres respectifs, l'ABE et la BCE ont appliqué les mêmes scénarios et la même méthodologie.

Les scénarios central et dégradé projettent les principales variables macroéconomiques et financières à horizon trois ans. Le scénario dégradé combine les hypothèses (i) d'une évolution défavorable de la pandémie de covid-19, qui provoque une chute de la confiance au niveau mondial ; (ii) de taux sans risque durablement bas. Les trajectoires de PIB supposent une baisse cumulée de 3,4 % pour la France et de 3,6 % pour l'UE, soit des écarts respectifs de 14,2 % et 12,9 % en matière de niveau de PIB atteint en 2023 par rapport au scénario central. Ces prévisions, qui s'appliquent à un environnement macroéconomique 2020 déjà très dégradé, sont donc particulièrement pessimistes.

<sup>11</sup> BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, HSBC Continental Europe, La Banque Postale et Société Générale.

<sup>12</sup> Bpifrance, Caisse de refinancement de l'habitat, RCI Banque, SFIL.

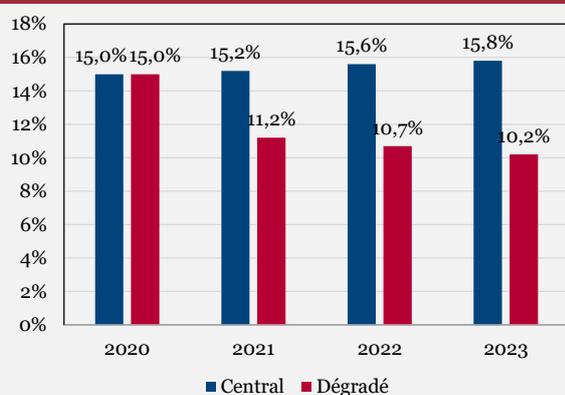
<sup>13</sup> Liens vers les publications respectives des résultats du test de résistance 2021 [de l'ABE](#) et [de la BCE](#).

La méthodologie, proche de celle utilisée lors de l'exercice 2018, a été ajustée pour tenir compte des particularités liées à la crise issue de la pandémie de covid-19. Elle intègre notamment les mesures de soutien mises en place par les autorités compétentes comme les prêts garantis par l'État.

Pour l'ensemble des 50 banques ayant participé à l'exercice de l'ABE, le ratio de solvabilité CET1 agrégé non phasé<sup>14</sup> passerait de 15,0 % à 10,2 % entre fin 2020 et fin 2023 en scénario dégradé (Graphique 24). Ce même ratio passerait de 14,7 % à 9,7 % pour les 38 banques supervisées par la BCE<sup>15</sup>, et de 15,3 % à 9,7 % pour les 7 groupes bancaires français. Parmi ces 7 groupes bancaires français, seul HSBC Continental Europe verrait son ratio CET1 passer sous le seuil d'exigences réglementaires (Graphique 25).

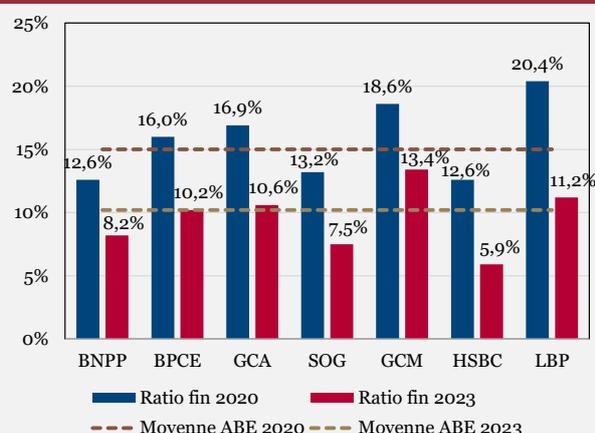
Les résultats de ces tests de résistance permettent de confirmer la résilience du système bancaire français et européen sur l'ensemble de l'horizon de l'exercice (2021-2023).

**Graphique 24 - Trajectoires des ratios de solvabilité CET1 non phasés en scénarios central et dégradé**



Source : test de résistance ABE 2021. Résultats pour l'ensemble des 50 banques européennes.

**Graphique 25 - Évolution des ratios de solvabilité CET1 non phasés des groupes français en scénario dégradé**



Source : test de résistance ABE 2021.

Lecture : le ratio CET1 de BNPP, qui s'établit fin 2020 à 12,6 %, baisserait de 4,4 points pour atteindre 8,2 % à fin 2023 en scénario dégradé.

## F. Entreprises d'assurance

### F.1. Le secteur de l'assurance s'est montré résilient durant la crise sanitaire

Le choc lié à la pandémie de covid-19 a été modéré sur l'activité et les revenus des organismes d'assurance. En 2020, l'encours des placements financiers des assureurs s'est établi à 2 739 Md€, en hausse de 1,3 % par rapport à 2019 (+ 36 Md€). Cette croissance relève à la fois d'une légère

<sup>14</sup> Le ratio de solvabilité CET1 non phasé suppose une application complète et immédiate des normes bancaires sur l'horizon de l'exercice, sans prendre en compte les dispositions transitoires prévues par la réglementation.

<sup>15</sup> En intégrant les 51 banques soumises à l'exercice complémentaire conduit par la BCE, ce ratio passerait de 15,1 % à 9,9 % entre fin 2020 et fin 2023 en scénario dégradé.

revalorisation du prix des actifs sur l'année (+ 19 Md€) et de flux de placements nets positifs (+ 17 Md€).

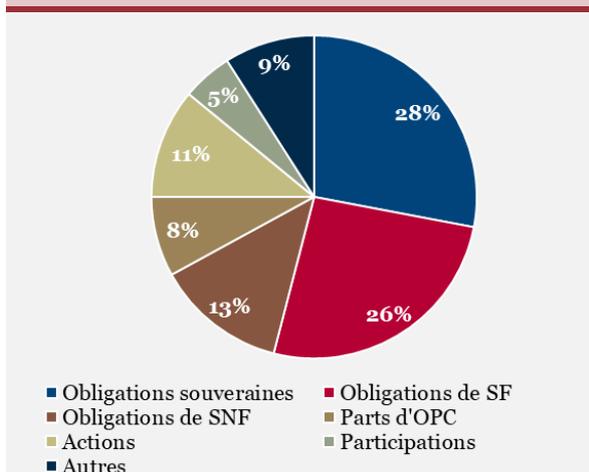
Le segment vie a enregistré une baisse marquée de la collecte nette, qui a reculé de 7 Md€ (contre + 20 Md€ en 2019). Cette baisse a été principalement concentrée sur le 2<sup>e</sup> trimestre (- 5 Md€), durant le 1<sup>er</sup> confinement. Elle résulte d'une baisse des cotisations, sans qu'on ait observé de rachats importants.

Les résultats détaillés sur le segment non vie ne sont pas encore disponibles pour l'ensemble de l'année, mais les premières données fournies par l'ACPR font état d'une bonne résistance du secteur durant la crise, avec une hausse de 0,5 % des primes acquises entre le 1<sup>er</sup> semestre 2019 et le 1<sup>er</sup> semestre 2020.

Les assureurs ont peu modifié la structure de leurs placements, qui étaient toujours composés pour 67 % d'obligations à fin juin 2020, dont 28 % d'obligations souveraines, après mise en transparence (Graphique 26). La répartition géographique des expositions des assureurs est également stable : 60 % sont en France et 85 % dans l'Union européenne.

La solvabilité des assureurs s'est dégradée au 1<sup>er</sup> semestre 2020 du fait de la chute brutale sur le marché des actions en mars et d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt au 2<sup>e</sup> trimestre, mais reste à un niveau très supérieur aux exigences réglementaires minimales. Le ratio de couverture du capital de solvabilité requis (CSR, cf. Lexique) s'élevait ainsi à 244 % fin 2020 contre 267 % fin 2019, mais après avoir atteint un plus bas à 214 % fin septembre 2019 (Graphique 27).

**Graphique 26 – Structure des placements des assureurs en 2020 (après mise en transparence)**



Source : ACPR, données à fin 2020.

**Graphique 27 – Taux de couverture du capital de solvabilité requis**



Source : ACPR, données à fin 2020.

## F.2. La crise a toutefois mis en avant la faible couverture du risque pandémique et accru les fragilités liées à l'environnement de taux bas

Dans l'ensemble, l'activité non vie a été peu touchée par la crise. Les mesures visant à freiner la propagation de l'épidémie (confinement, fermeture des commerces non essentiels) ont entraîné de lourdes pertes d'exploitation pour les entreprises, qui n'étaient dans la plupart des cas pas couvertes par les assureurs. Les données recueillies par l'ACPR font état de 350 M€ de primes collectées au titre de la garantie perte d'exploitation en 2019, couvrant 1,1 million d'assurés. Parmi eux, seuls 3 % des assurés

pouvaient prétendre à une indemnisation en 2020, le risque pandémique étant, dans la grande majorité des cas, exclu des contrats<sup>16</sup>. Les pertes des entreprises ont donc été dans la majorité des cas couvertes par la puissance publique, notamment via la prise en charge de l'activité partielle et le fonds de solidarité.

Dans le même temps, l'environnement de taux bas a été renforcé par la crise et pèse sur la rentabilité des assureurs. Cela tient à deux facteurs.

D'une part, la baisse des taux, et donc du rendement des actifs, pose problème pour l'assurance-vie car la majorité des contrats, dont la maturité est longue, offre un taux de rendement garanti<sup>17</sup> (et qu'il existe un écart de durée entre l'actif et le passif des assureurs). Ainsi, quand les actifs (généralement des obligations) offrant une rémunération élevée arrivent à maturité, les assureurs doivent les remplacer par des actifs à rendement moindre tout en continuant à servir des rendements élevés sur les contrats d'assurance-vie anciens souscrits à taux de rémunération fixe.

D'autre part, la baisse des taux est un facteur de hausse des provisions des assureurs et des exigences en fonds propres. Le déplacement vers le bas de la courbe des taux sans risque augmente en effet le montant des provisions techniques au passif des organismes d'assurance, *via* l'actualisation à la hausse des flux futurs entrant dans le calcul de ces provisions (les indemnités qui seront versées). Du fait d'une maturité plus longue du passif que de l'actif, cette hausse n'est que partiellement compensée par l'accroissement de la valeur de marché des actifs, ce qui réduit mécaniquement les fonds propres. En parallèle, la baisse des taux engendre une hausse des exigences de fonds propres, définies dans la réglementation européenne Solvabilité 2 (cf. Lexique), pour se prémunir contre certains risques (risque de taux et risque de rachat notamment<sup>18</sup>). L'augmentation du capital de solvabilité requis couplée à une diminution des fonds propres conduit alors à une dégradation des ratios de couverture.

### F.3. Les placements en unités de compte sont dynamiques, les placements en euros sont en perte de vitesse

L'assurance vie est un produit financier particulièrement répandu en France : 39 % des ménages détenaient un contrat d'assurance vie<sup>19</sup> en 2017 et les placements sur ce support représentaient 38 % de leur patrimoine financier à fin 2020<sup>20</sup>.

L'année 2020 a été marquée par une décollecte nette (Graphique 28), pour la première fois depuis 2012, sur les placements en assurance vie (- 7 Md€ contre + 20 Md€ en 2019). Ce chiffre agrégé masque toutefois des évolutions très divergentes entre les supports : la collecte nette est négative pour les fonds euros (- 31 Md€) mais positive pour les supports en unités de compte (+ 24 Md€). Ces évolutions interviennent dans un contexte marqué par un regain d'intérêt des ménages pour les placements risqués (hausse importante d'achats d'actions notamment) et une baisse des rendements garantis (de 18 points

<sup>16</sup> La rédaction de certains contrats est trop incertaine pour exclure le fait que le risque soit couvert.

<sup>17</sup> Le taux technique rattaché aux contrats d'assurance-vie – taux de rendement minimum garanti au moment de la souscription et valable sur toute la durée du contrat – s'adapte à l'environnement de taux bas. Il est passé de 0,41 % en 2019, à 0,39 % en 2020.

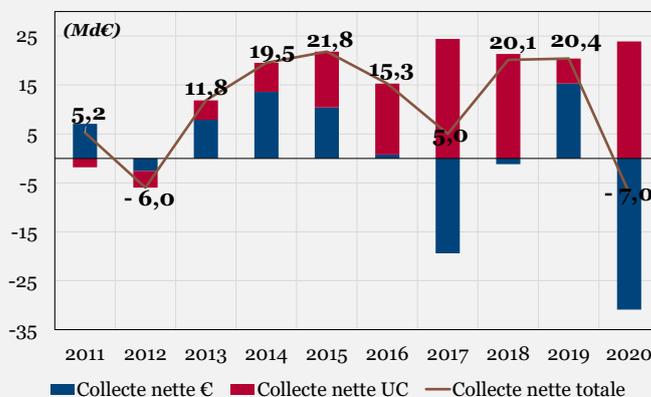
<sup>18</sup> Plus les taux baissent, plus les exigences en capital pour se prémunir contre une hausse des taux future – entraînant une baisse de la valeur du portefeuille, à faible rendement, des assureurs – sont importantes. De la même manière, les assureurs doivent se prémunir contre le risque de subir des rachats importants en cas de remontée des taux, les épargnants s'orientant vers des produits plus rémunérateurs.

<sup>19</sup> Enquête Patrimoine, Insee, 2018.

<sup>20</sup> L'épargne des ménages au T4 2020, Banque de France.

de base en 2020, ramenant la rémunération moyenne des nouveaux contrats pour les fonds euros à 1,28 %).

**Graphique 28 - Collecte nette annuelle en assurance vie, par type de support**



Source : ACPR.

UC : unité de compte.

Cette tendance était toutefois à l'œuvre avant la crise sanitaire : au 2<sup>e</sup> semestre 2019, on observait déjà une baisse des placements en fonds euros et une hausse des placements vers les UC alors que le taux des OAT à dix ans (cf. Lexique) devenait négatif, les assureurs opérant un transfert du risque vers les assurés.

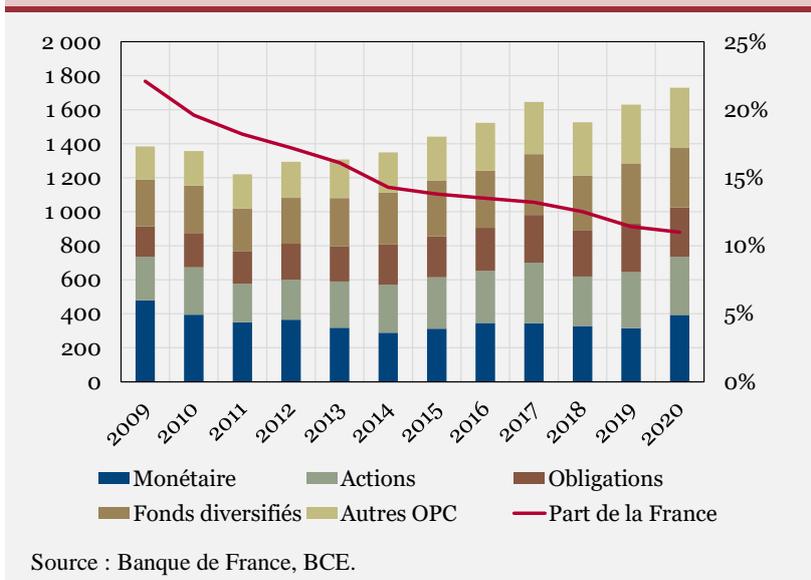
## G. Gestion d'actifs

### G.1. Les encours poursuivent leur croissance en 2020, malgré une chute en mars liée à la crise

En 2020, l'encours de gestion collective française augmente de 6,1 % et atteint un nouveau plus haut historique, à 1 730 Md€ (après 1 630 Md€ fin 2019) – Graphique 29. Les fonds français représentent 12 % du total des 17 700 Md€ d'actifs gérés dans la zone euro, en quatrième position derrière le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne.

La croissance de l'encours en 2020 reflète principalement des flux nets de placements soutenus (+ 85,2 Md€, dont 78,7 Md€ sur les seuls fonds monétaires) alors que la performance des organismes de placement collectif, à + 0,9 % sur l'année (+ 14,7 Md€), est bien inférieure à celle de 2019 (+ 9,0 %). L'encours a très fortement reculé en mars 2020 (- 165,8 Md€, baisse la plus marquée depuis le début de la série en 2006), sous l'effet d'une décollecte importante (- 62,7 Md€, dont -52,4 Md€ sur les fonds monétaires) et d'une chute brutale de la valorisation (- 103,1 Md€). Il a ensuite nettement rebondi sur le reste de l'année.

**Graphique 29 - Encours de fonds domiciliés en France (Md€) et part de la France dans la zone euro**



Le périmètre français de la gestion d’actifs regroupe la gestion collective (les capitaux gérés par le biais d’organismes de placements collectifs) mais également les mandats de gestion, confiés par des institutionnels ou des particuliers. En 2020, ces mandats se sont élevés à 2 286 Md€ (+ 2,1 %)²¹.

## G.2. Si l’effet de la crise a été distinct entre les différents types de fonds, tous ont fait preuve de résilience sur l’année

La crise liée à la pandémie de covid-19 a eu des effets différenciés selon les types de fonds. Ils ont toutefois tous subi une baisse marquée de leurs encours au 1<sup>er</sup> trimestre et enregistré un rebond sur les trois derniers trimestres de l’année (Graphique 30).

Les **fonds monétaires**, qui concentrent 23 % de l’encours de gestion collective en France, ont fait face à des vagues de rachats très marquées au moment du déclenchement de la crise : sur le seul mois de mars, ces derniers se sont élevés à 52,4 Md€, soit 15 % de l’encours des fonds. Si les fonds monétaires français enregistrent traditionnellement des rachats en mars (retrait par les entreprises de sommes placées sur des fonds monétaires pour améliorer les ratios de trésorerie affichés dans les comptes trimestriels et pour payer des charges ou verser des prestations trimestrielles), les rachats de mars 2020 ont de loin dépassé leur niveau habituel. L’ensemble des fonds a toutefois été en mesure d’honorer les demandes de rachats reçues, sans que des restrictions n’aient dû être mises en place. Le programme d’achat d’urgence lié à la pandémie, mis en place à partir du 27 mars, a contribué à apporter de la liquidité aux marchés de titre à court terme sur lesquels les fonds monétaires ont historiquement une emprise importante. L’encours des fonds monétaires a nettement rebondi sur le reste de l’année, passant de 314,7 Md€ à 393,4 Md€, soit une hausse de 25 %.

L’encours des **fonds actions** a progressé de 3,6 % sur l’année, atteignant 342,0 Md€ d’encours fin 2020, grâce au rebond des marchés boursiers. Sur l’année, les flux nets de collecte s’élèvent à 1,8 Md€ tandis que l’effet valorisation représente une hausse de 9,9 Md€. Alors qu’au cours du 1<sup>er</sup> trimestre, on a observé une chute brutale des valorisations (- 71,4 Md€ dont - 45,7 Md€ sur le seul mois de mars), les

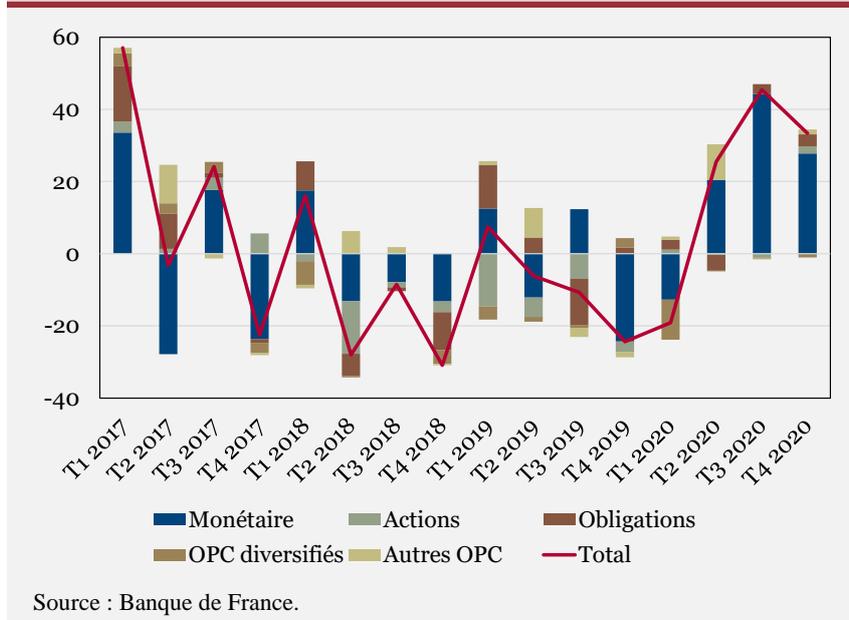
²¹ AFG, rapport d’activité 2020.

investisseurs ont adopté un comportement contra-cyclique, investissant au plus bas (plus forte collecte nette de l'année en mars, + 2,6 Md€). Si le marché s'est nettement redressé sur le reste de l'année, des écarts importants entre les fonds sont encore à souligner. Fin 2020, près d'un tiers des fonds enregistraient encore des moins-values supérieures à 5 % par rapport à leur niveau de début 2020<sup>22</sup>.

L'encours des **fonds obligataires** a légèrement progressé (+ 1,2 %) en 2020 et s'élevait à 289,5 Md€ en fin d'année. La hausse s'explique quasi exclusivement par celle des placements nets (+ 4,4 Md€), l'effet de valorisation étant négligeable. Les fonds ont enregistré leur plus forte baisse mensuelle de valorisation (- 14,8 Md€) et leur plus forte vague de rachats (- 10,3 Md€) depuis le début de la série statistique en mars.

Les **fonds diversifiés** (composés de plusieurs classes d'actifs) sont les seuls à avoir subi une baisse de leur encours en 2020 (- 1,4 %, à 350,6 Md€ fin 2020). Si les fonds ont enregistré une performance moyenne de 2 % (+ 7,3 Md€), ils ont en revanche dû faire face à des rachats importants (- 12,6 Md€). Il est à noter que plus de la moitié de ces rachats (7,1 Md€) est intervenue en janvier, avant la crise.

**Graphique 30 - Flux de souscription nets des OPC domiciliés en France (Md€)**



<sup>22</sup> AMF, Cartographie 2021 des marchés et des risques

# Ch.2 Action du HCSF

## A. L'action du HCSF au cours de l'année écoulée

Le Haut Conseil de stabilité financière s'est réuni à quatre reprises depuis la publication du précédent rapport annuel en septembre 2020. Conformément à son mandat, il a surveillé et analysé les risques et les vulnérabilités potentielles susceptibles d'affecter le secteur financier français. Ces risques sont d'abord ceux liés aux conséquences de la pandémie de covid-19 sur les bilans des acteurs financiers et non financiers. Le HCSF a ainsi suivi avec une attention particulière l'évolution de l'endettement des entreprises françaises, l'impact de la crise sur le segment de l'immobilier commercial ainsi que le risque d'une correction à la baisse de la valorisation de certains actifs sur les marchés financiers. Le Haut Conseil a aussi analysé les vulnérabilités mises en évidence pendant la crise, comme les importants rachats subis par les fonds monétaires en mars 2020. Il a enfin continué de surveiller les risques structurels pour le système financier, dont certains ont pu être renforcés par la crise, notamment les risques liés au changement et à la transition climatique, le risque cyber et les conséquences de l'environnement durable de taux d'intérêt bas.

### A.1. Le Haut Conseil a ajusté sa recommandation relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers résidentiels en France

Le Haut Conseil est particulièrement vigilant quant à l'évolution du crédit immobilier. En décembre 2019, il avait adopté une recommandation demandant aux établissements de crédit de se conformer aux bonnes pratiques en matière d'octroi de crédit immobilier, à savoir un taux d'effort à l'octroi maximal de 33 % du revenu net de l'emprunteur et une durée de crédit qui n'excède pas 25 ans. Jusqu'à 15 % de la production pouvait s'écarter du strict respect de ces critères, dont les trois quarts réservés aux primo-accédants et aux acquéreurs de leur résidence principale, dans la limite d'un endettement inférieur à sept années de revenus. La recommandation était justifiée par la dégradation progressive mais continue des conditions d'octroi depuis le milieu des années 2010, avec notamment une hausse du taux d'effort à l'octroi et un allongement de la durée des crédits.

Sur la base des éléments fournis par l'ACPR sur la mise en œuvre de la recommandation par les établissements, le Haut Conseil a décidé en décembre 2020 d'apporter quelques ajustements. La nouvelle recommandation, publiée le 28 janvier 2021, clarifie le calcul du taux d'effort et porte le taux référence de 33 % à 35 %, prévoit une tolérance de 2 ans de différé d'amortissement pour certaines opérations spécifiques et porte la marge de flexibilité à 20 %, en la réservant à 30 % aux primo-accédants et à 80 % aux acquéreurs de leur résidence principale.

Lors de sa séance de septembre 2021, le Haut Conseil a traduit cette recommandation en une mesure juridiquement contraignante, comme il l'avait annoncé lors de sa séance de décembre 2020, afin de pérenniser les bonnes pratiques d'octroi de crédit immobilier. La mesure reprend les principaux critères établis dans la recommandation publiée en janvier 2021. Le contrôle du respect des dispositions définies dans la décision revient à l'ACPR, qui sera responsable de la procédure de sanction en cas d'infraction par un établissement.

Enfin, le Haut Conseil a été tenu informé par l'ACPR de la mise en place du *reporting* RENTIMMO permettant de suivre la rentabilité des activités de crédit, notamment immobilier, des établissements bancaires.

## A.2. Autres décisions

Le Haut Conseil de stabilité financière a maintenu le taux du coussin de fonds propres bancaires contracyclique à 0 %, niveau auquel il était depuis le 2 avril 2020, afin de permettre aux banques de continuer à accompagner la reprise économique. Il a indiqué, dans le communiqué de sa séance de mars 2021, qu'il n'anticipait pas de relèvement effectif de ce taux avant fin 2022 au plus tôt, indication qui a été renouvelée en juin 2021.

Lors de sa réunion de juin 2021, le Haut Conseil a en outre décidé de reconduire jusqu'au 30 juin 2023 sa décision du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques. Cette mesure vise à limiter la concentration excessive des risques de contreparties des banques vis-à-vis des grandes entreprises les plus endettées, ce qui demeure particulièrement pertinent dans le contexte actuel. Le Haut Conseil s'est, en particulier, assuré que la mesure ne faisait pas obstacle à la mise en œuvre des dispositifs de soutien au financement des entreprises.

Le Haut Conseil a également adopté lors de sa séance du 18 mars 2021 une notice relative au coussin pour le risque systémique, qui fait partie des mesures macroprudentielles que le HCSF peut prendre pour prévenir des risques pour la stabilité financière. Cette notice permet de prendre en compte l'évolution du cadre réglementaire, la directive dite CRD<sup>23</sup> révisée en 2019 permettant d'appliquer ce coussin à des sous-ensembles d'expositions.

Enfin, le Haut Conseil a publié le 30 juin 2021 trois décisions de réciprocité de mesures macroprudentielle norvégiennes et une recommandation de réciprocité d'une mesure luxembourgeoise (Tableau 1).

## A.3. Le Haut Conseil a renforcé sa communication

Le Haut Conseil a pris plusieurs mesures pour renforcer l'explication de son action auprès d'un public large. Le site Internet du HCSF a été refondu, avec des pages dédiées à chacune des mesures du Haut Conseil et une *mailing list* de notification des mises à jour a été mise en place. Une attention particulière a été apportée aux questions posées par le grand public. Enfin, les communiqués de presse du Haut Conseil sont désormais traduits de manière systématique en anglais afin de faciliter les interactions avec les autorités étrangères et internationales ainsi qu'avec les institutions financières étrangères.

L'action du HCSF a continué de gagner en visibilité : les visites sur le site Internet du HCSF ont atteint son plus haut niveau en décembre 2020, au moment de la décision d'ajuster la recommandation sur les conditions d'octroi de crédit immobilier (Graphique 31).

---

<sup>23</sup> CRD V, Directive 2019/878/UE du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive 2013/36/UE en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières holding, les compagnies financières holding mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres.

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

| Date de la décision | Date d'entrée en vigueur * | Outil macro-prudentiel                     | Décision  |
|---------------------|----------------------------|--|---|
| 06/10/2020          | 06/10/2020                 | Coussin de fonds propres contra-cyclique   | Le taux du coussin pour la France est maintenu à 0 %.   |
| 29/12/2021          | 05/01/2021                 | Coussin de fonds propres contra-cyclique   | Le taux du coussin pour la France est maintenu à 0 %.   |
| 01/04/2021          | 02/04/2021                 | Coussin de fonds propres contra-cyclique   | Le taux du coussin pour la France est maintenu à 0 %.   |
| 15/06/2021          | 01/07/2021                 | Conditions d'octroi de crédits immobiliers | Réciprocité de la mesure adoptée par la Commission de surveillance du secteur financier luxembourgeoise fixant des conditions pour l'octroi de crédits relatifs à des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg.             |
| 30/06/2021          | 01/07/2021                 | Coussin de fonds propres contra-cyclique   | Le taux du coussin pour la France est maintenu à 0 %.   |
| 30/06/2021          | 01/07/2021                 | Coussin pour le risque systémique          | Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien mettant en place un coussin pour le risque systémique de 4,5 %.  |
| 30/06/2021          | 01/07/2021                 | Calcul des pondérations de risque          | Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien imposant un seuil de pondération de risque minimale à 20 % appliqué pour les prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Norvège.                   |
| 30/06/2021          | 01/07/2021                 | Calcul des pondérations de risque          | Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien imposant un seuil de pondération de risque minimale à 35 % appliqué pour les prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un bien immobilier commercial situé en Norvège. |
| 30/06/2021          | 01/07/2021                 | Limite d'exposition aux grands risques     | La décision n° D-HCSF-2018-2 du HCSF du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques est prolongée jusqu'au 30 juin 2023.   |

\* Pour les décisions relatives au coussin de fonds propres contra-cyclique, les banques ont en règle générale douze 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 coussin.

**Graphique 31 - Nombre de visites sur le site du HCSF par semaine**



Source : DG Trésor.

## B. Calibrage du taux de coussin contra-cyclique

En France, l'activation du coussin de fonds propres contra-cyclique s'appuie principalement sur plusieurs indicateurs relatifs à l'évolution du crédit, le poids de la dette des agents privés ou la dynamique des prix des actifs. Ces indicateurs permettent d'évaluer le positionnement de la France dans son cycle financier. Avant la crise de la covid-19, le calibrage du taux de ce coussin faisait également référence à l'écart entre le ratio du crédit au produit intérieur brut observé et sa tendance de long terme (indicateur appelé *credit gap*), auquel les orientations du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire font une référence pour la fixation du niveau du coussin.

À la fin du premier trimestre 2021 ce *credit gap* était à des niveaux (14,8 points de pourcentage après 16,7 pp au 4<sup>e</sup> trimestre 2020 contre 5pp au 1<sup>e</sup> trimestre 2020) qui, au regard des orientations du Comité de Bâle (cf. Lexique) et pris isolément, auraient pu justifier une hausse du taux du coussin. En effet, suivant la règle du Comité de Bâle, le taux de référence pour le coussin qui en résulterait serait de 2,5 points de pourcentage. Toutefois, cette forte hausse du *credit gap* s'explique mécaniquement par la forte chute du PIB (au dénominateur) ainsi que par une augmentation de l'endettement (au numérateur) pour faire face au choc de trésorerie initial comme à titre de précaution dans un environnement de grande incertitude : il devrait revenir à des niveaux moins élevés en sortie de crise. Sur la base d'une analyse large et d'une appréciation conjointe des cycles économiques et financiers, le Haut Conseil estime donc que le taux du coussin de fonds propres contra-cyclique, fixé à 0 % depuis le 2 avril 2020, reste adapté aux circonstances actuelles et n'anticipe pas de relèvement effectif avant fin 2022 au plus tôt.

## C. Impact de la mesure relative aux grands risques des institutions systémiques

Le Haut Conseil de stabilité financière a adopté en mai 2018 une mesure visant à limiter l'exposition des banques françaises systémiques aux grandes entreprises très endettées. Cette mesure a été prorogée une première fois le 30 juin 2020 pour une durée d'un an, puis une seconde fois le 30 juin 2021 pour deux ans. Elle a été prise dans le contexte d'une progression rapide de l'endettement des sociétés non financières (SNF) françaises, en particulier parmi les plus grandes entreprises. La mesure a pour objectif principal de protéger les banques systémiques contre le risque de défaut d'une grande entreprise, et comme objectif secondaire de sensibiliser le marché à la dynamique excessive de l'endettement de ces grandes entreprises, et d'inciter ces entreprises à maîtriser leur endettement et diversifier leurs prêteurs.

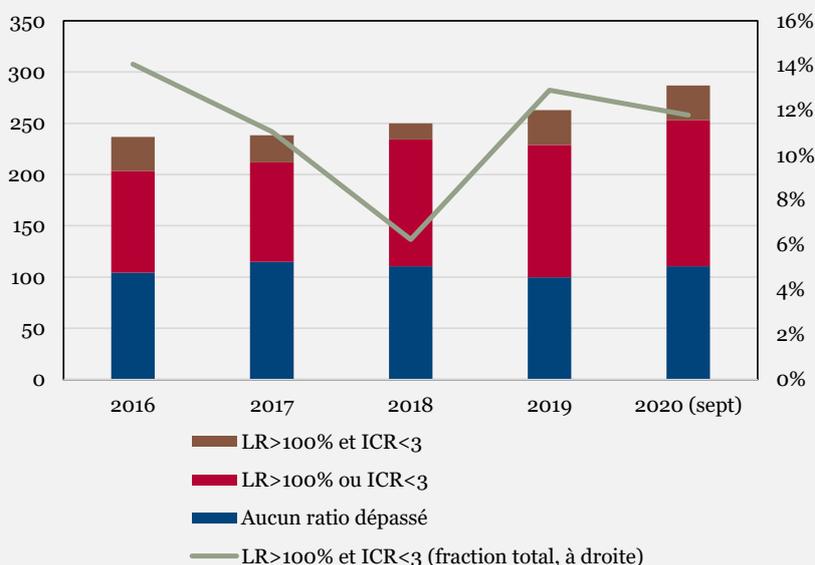
La mesure limite à 5 % de leurs fonds propres les expositions individuelles des banques systémiques envers les entreprises très endettées<sup>24</sup>. Une entreprise est définie comme très endettée si les deux conditions suivantes sont vérifiées :

- son levier net, défini comme le rapport de la dette nette totale sur les capitaux propres de l'entreprise, est supérieur à 100 % ;
- son ratio de couverture des frais financiers, défini comme le rapport entre d'une part, les bénéfices avant intérêts et impôts (*Earning Before Interests and Taxes* - EBIT, cf. Lexique), et d'autre part les charges financières de l'entreprise, est inférieur à 3.

<sup>24</sup> La mesure ne s'appliquant qu'aux expositions supérieures à 300 M€, ce qui la limite aux grandes entreprises.

À ce jour, aucune des expositions des grandes banques systémiques françaises n'a dépassé les seuils instaurés par la mesure. La part des entreprises très endettées dans l'encours des banques systémiques est restée relativement stable depuis 2016 (Graphique 32).

**Graphique 32 - Expositions grands risques en fonction des ratios d'endettement des entreprises**



Source : Corep.

Note : « LR » correspond au ratio de levier net (*Net Leverage Ratio*, cf. *Lexique*) et « ICR » correspond au ratio de couverture des frais financier (*Interest Coverage Ratio*, cf. *Lexique*). À gauche, expositions totales en milliards d'euros ; à droite, expositions en pourcentage du total des expositions grands risques.

Étant donné l'impact négatif prévisible de la crise de la Covid-19 sur les comptes des SNF en 2020<sup>25</sup>, le HCSF a conduit un exercice de simulation du choc sur les comptes des grandes entreprises ainsi que sur le capital des banques systémiques, pour étudier l'effet potentiel de la crise sur la capacité des SNF à se financer auprès du système bancaire. L'exercice s'est appuyé sur les chiffres du recours au chômage partiel, ainsi que les pertes estimées de chiffres d'affaires en 2020.

L'exercice a montré que seul un nombre très limité de grandes entreprises aurait pu devenir très endettées au sens de la mesure à la suite du choc de crise. En outre, aucune exposition bancaire vis-à-vis de ces entreprises n'aurait dépassé le seuil de 5 % des fonds propres simulés. La mesure du HCSF sert d'incitation à ne pas concentrer excessivement sur un nombre très réduit d'établissements les expositions vis-à-vis de ces contreparties plus risquées. En effet, en mobilisant au maximum ses possibilités d'endettement auprès de l'ensemble des banques systémiques françaises, une entreprise très endettée disposerait de près de 20 Md€ de capacité de prêt<sup>26</sup>. Malgré la crise, la mesure n'empêche donc pas les grandes entreprises de se financer auprès du système bancaire, d'autant que la mesure prend en compte les dispositifs publics de soutien : en particulier, la part garantie par l'État des PGE n'est pas comptabilisée dans le montant des expositions. L'analyse des comptes annuels 2020 des SNF a permis de confirmer les résultats d'ensemble des simulations conduites début 2021.

<sup>25</sup> Les comptes de 2020 n'étaient pas disponibles en mars 2021, lorsque le HCSF a décidé de lancer la procédure de prorogation de la mesure auprès des autorités européennes.

<sup>26</sup> Il s'agit de 5 % de la somme des fonds propres stressés des banques systémiques françaises.

## D. Mise en œuvre de la recommandation relative à l'octroi de crédits immobiliers résidentiels en France

L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) est en charge du suivi des pratiques d'octroi des établissements de crédit et du respect de la recommandation du HCSF relative à l'octroi de crédits immobiliers résidentiels en France. Ce suivi s'effectue à l'aide d'un *reporting* dédié (l'état réglementaire<sup>27</sup> Credithab, actualisé après l'adoption de la recommandation), qui apporte des informations sur la typologie des prêts émis par les banques suivies par l'ACPR et dont les encours de crédits immobiliers excèdent 4 milliards d'euros<sup>28</sup>.

L'analyse de ces données depuis janvier 2020 indique une dynamique de normalisation des conditions d'octroi, notamment en matière de taux d'effort et de maturité. Ainsi, la part des prêts<sup>29</sup> avec un taux d'effort supérieur au seuil de 35 % a baissé de 12,6 points de pourcentage (pp) pour atteindre 19,4 % en juin 2021, permettant un recul du taux d'effort moyen de 0,9 pp, à 30,0 %. Il en est de même pour la part des nouveaux prêts avec une maturité excédant 25 ans, qui a reculé à 6,7 %. Sur la même période, la maturité moyenne a légèrement augmenté, pour atteindre 21 ans et 9 mois (en hausse de 2 mois) : cet ajustement était anticipé dans la mesure où la diminution des taux d'effort individuels passe en partie par une augmentation de la maturité. Enfin, le rapport moyen entre le montant des prêts et la valeur des biens financés à l'octroi (*Loan to Value* – LTV, cf. Lexique) a lui aussi diminué pour s'établir à 82,4 % (- 2,3 pp), indiquant une dynamique de hausse des taux d'apport qui permet en contrepartie une réduction des taux d'effort. In fine, l'ensemble de ces évolutions contribue affectivement au renforcement de la résilience des ménages.

Ces évolutions ont conduit à une réduction significative de la part de prêts non conformes à la recommandation du HCSF, qui a atteint 23,7 % de la production entrant dans le champ de la recommandation au deuxième trimestre 2021 (22,6 % en juin 2021), avant prise en compte de la marge de flexibilité (Graphique 33).

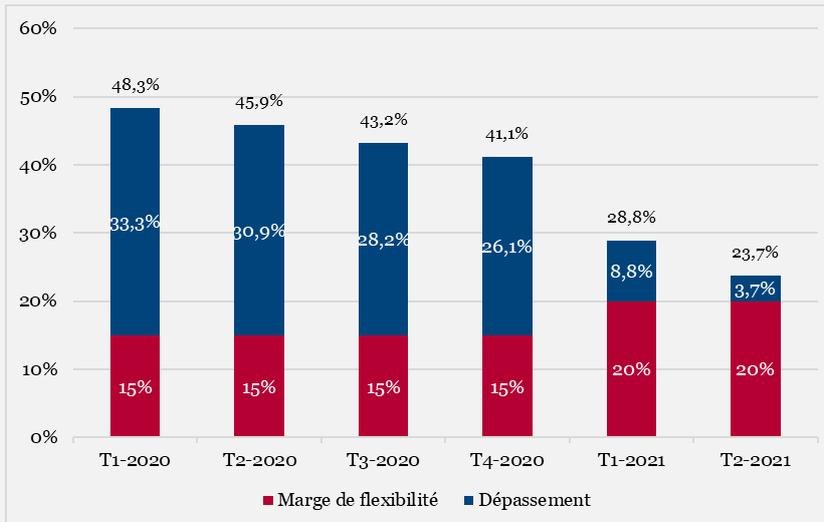
D'un point de vue macroéconomique, cette normalisation des pratiques d'octroi a eu lieu sans coût pour l'activité du marché immobilier résidentiel, qui est resté dynamique malgré le contexte de crise sanitaire ; ni pour la production de crédit, qui a conservé un rythme soutenu (cf. Section 1.C dédiée aux ménages).

<sup>27</sup> État « SURFI » (Système unifié de reporting financier) réglementaire auquel sont soumis les établissements de crédit français.

<sup>28</sup> Ces informations seront aussi disponibles à partir de janvier 2022 pour les banques avec un encours de crédits immobiliers inférieur à 4 milliards.

<sup>29</sup> Prêts dans le champ de définition de la recommandation (hors prêts relais, rachats, renégociations et regroupements de crédits).

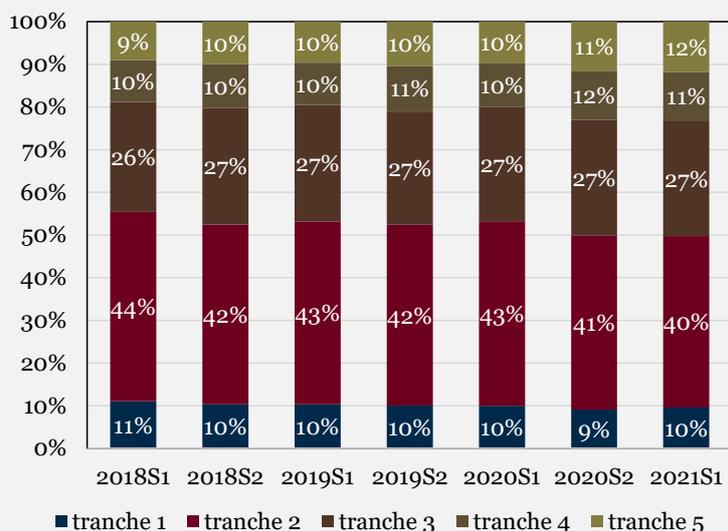
**Graphique 33 - Production non conforme (% production totale de nouveaux crédits)**



Source : Reporting CREDITHAB (instructions 2020-I-02 et 2021-I-02).

L'analyse des données montre en particulier que la recommandation assortie de sa marge de flexibilité n'a pas eu d'effet pénalisant sur les primo-accédants et les emprunteurs à revenus modestes. Ainsi, la distribution de la production de crédits nouveaux à l'habitat, hors rachats et renégociations, est restée globalement stable par niveau de revenu (Graphique 34) : la baisse du premier semestre 2020, principalement causée par le premier confinement, a été observée pour toutes les tranches de revenus et a été plus que compensée par la suite.

**Graphique 34 - Répartition de la production de crédits immobiliers par tranche de revenu**



Source : Banque de France.

Note : les tranches de revenus sont divisées comme suit : de 0 à 20 000 € (Tranche 1) ; de 20 000 à 40 000 € (Tranche 2) ; de 40 000 à 60 000 € (Tranche 3) ; de 60 000 à 80 000 € (Tranche 4) ; au-delà de 80 000 € (Tranche 5). La production porte sur les résidences principales, hors rachats et renégociations. La répartition est en nombre de dossiers.

# Ch.3 Les fonds monétaires dans la crise

---

## A. En mars 2020, les fonds monétaires ont subi d'importants rachats

### A.1. La plupart des fonds monétaires de dette privée ont subi des rachats importants

Les fonds monétaires (en anglais *money market funds* – MMF) sont des organismes de placement collectifs qui investissent dans des instruments de dette à court terme pour le compte d'investisseurs institutionnels ou de détail. Ces instruments de dette à court terme sont principalement de billets de trésorerie (cf. Lexique) de sociétés non financières et d'administrations publiques (en anglais *commercial paper* ou CP) et certificats de dépôts de banques (CD), ainsi que des contrats de prise en pension ou des obligations de maturité résiduelle faible. Ils jouent un rôle d'intermédiaire clé sur le marché du financement court terme (*short-term funding market* – STFM).

Le marché mondial des MMF est très concentré : sept pays totalisent ainsi plus de 90 % des presque 6 800 Md€ d'encours à fin 2020. À eux seuls, les États-Unis représentent plus de la moitié du marché. Pris dans leur ensemble, les trois principaux pays de domiciliation européenne (Irlande, Luxembourg, France) cumulaient environ 21 % du total mondial<sup>30</sup>. Il s'agit aussi d'un marché relativement segmenté (cf. Encadré) : certains fonds sont spécialisés dans les instruments de dette souveraine (*Government MMF* aux États-Unis, fonds à valeur liquidative constante – CNAV – en Europe), quand d'autres investissent principalement dans des instruments de dette privée (*Prime MMF* aux États-Unis, fonds à valeur liquidative variable – VNAV –, ou faiblement variable – LVNAV – en Europe). À cette segmentation en termes de produits s'ajoute une segmentation en fonction des devises : en Europe cohabitent ainsi des fonds en livre britannique, en dollar américain et en euro dans des proportions comparables.

Le marché des MMF a connu des mouvements très marqués au cours du mois de mars 2020 : la plupart des fonds monétaires de dette privée américains et européens ont subi une vague de rachats de grande ampleur, alors que simultanément la plupart des fonds de dette publique bénéficiaient de flux nets de souscription record<sup>31</sup>.

En Europe, ce sont les fonds investis en titres d'émetteurs du secteur privé à valeur liquidative faiblement variable (LVNAV), libellés en dollars et en livre sterling et domiciliés en Irlande et au Luxembourg, qui ont suscité les plus fortes craintes : ces fonds à très court terme sont autorisés à utiliser des règles d'amortissement comptable pour afficher une valeur liquidative stable, alors même que les actifs sous-jacents peuvent subir des pertes de valorisation. Lorsque l'écart entre la valeur de marché des actifs sous-jacents et la valeur faciale de la part dépasse 20 points de base, la stabilité de la valeur liquidative ne peut plus être assurée, le fonds devant alors valoriser ses actifs à leur valeur de marché (*mark-to-market*) et donc refléter dans sa valeur liquidative les moins-values du portefeuille : les fonds

---

<sup>30</sup> Voir EFAMA (2021) [International Statistical Report](#), Q4 2020

<sup>31</sup> Voir [Évaluation des Risques du Système financier français \(décembre 2020\)](#), pp 49-54

LVNAV sont de ce fait convertis en VNAV. Cette situation crée un avantage au premier sortant (*first-mover advantage*) qui peut se matérialiser par un phénomène de *run* autoréalisateur : chaque investisseur a intérêt à sortir du fonds avant la conversion en VNAV, et chaque sortie d'investisseur force le gérant à liquider des actifs, ce qui accélère les pertes de valorisation. Les problèmes liés à l'éligibilité des instruments de dette en dollar *offshore* aux programmes de rachats de la Fed n'ont pas facilité la gestion du risque de liquidité, les fonds concernés ne pouvant pas bénéficier directement des programmes de rachats exceptionnels. D'autres exigences réglementaires, comme l'obligation pour le gérant d'envisager la mise en place de commissions de souscription ou rachat compensatrices, ou le plafonnement des rachats lorsque le ratio d'actifs à échéance hebdomadaire descend sous le seuil de 30 %, ont vraisemblablement créé des effets de seuil qui ont entretenu des comportements de rachats<sup>32</sup>. Ces seuils incitent en effet les investisseurs à retirer par anticipation leurs capitaux, de crainte que des frais de liquidité ou un plafonnement ne leur soient imposés une fois le seuil de 30 % franchi.

## Encadré 4 – Typologie des fonds monétaires

Trois catégories de MMF sont identifiées par le Règlement MMFR :

- les fonds monétaires à valeur liquidative variable (« fonds VNAV »), standards ou court terme : 45 % des MMF européens à fin 2020. Cette catégorie regroupe les fonds qui offrent des remboursements ou des achats à un prix égal à la valeur nette de marché du fonds par part. Les fonds français sont des fonds VNAV (85 % standards, 15 % court terme). Essentiellement localisés en France, les fonds VNAV sont principalement libellés en EUR (80 %) ;
- les fonds à valeur liquidative constante liés à la dette publique (« fonds CNAV de dette publique »), court terme : 7 % des MMF européens. Traditionnellement présents en Irlande (22 Md€ de NAV en décembre 2020) et au Luxembourg (63 Md€), ces fonds offrent une valeur liquidative constante, quelle que soit la variation globale de valeur du fonds. Ce fonctionnement plus risqué a justifié que le règlement MMF impose que l'essentiel de l'actif soit investi en dette publique (99,5 %). Ces fonds sont quasiment uniquement libellés en USD (97 %) et sont donc essentiellement investis en dette souveraine américaine ;
- les fonds à valeur liquidative à faible volatilité (« fonds LVNAV »), court terme : 48 % des MMF européens. Cette nouvelle catégorie vise également à mieux encadrer les anciens fonds à valeur liquidative constante. Elle concerne les fonds dont le cours des parts reste constant dans une limite de 20 points de base par rapport à la valeur de marché. Ces fonds constituent l'essentiel des fonds irlandais (515 Md€ de NAV en décembre 2020) et luxembourgeois (195 Md€) et sont fortement exposés aux devises étrangères (42 % en livres, 39 % dollars et 18 % en euros).

### A.2. Les rachats sur les fonds français semblent s'expliquer par les besoins de liquidité de leurs investisseurs

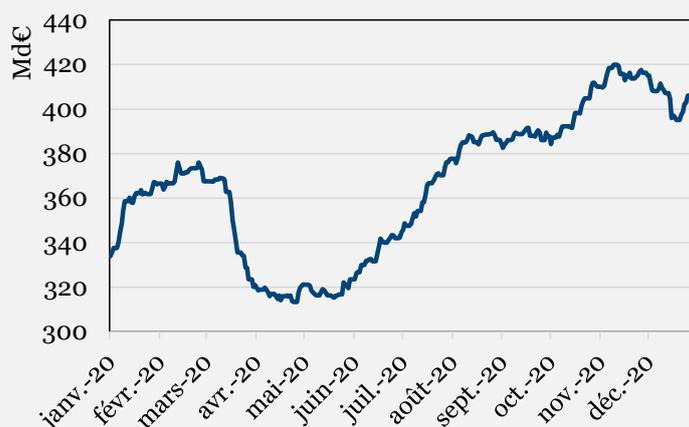
Les MMF français, dont l'encours s'élevait à 412 Md€ au 31 décembre 2020, sont exclusivement à valeur liquidative variable (ils investissent en dette privée et sont valorisés à la valeur de marché), et à

<sup>32</sup> Voir ESRB (2021). [Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds \(MMFs\)](#).

plus de 99 % libellés en euro. De fait, deux tiers des MMF européens libellés en euro sont des VNAV français.

Même s'ils n'étaient pas sujets aux mêmes effets de seuils que les LVNAV irlandais ou luxembourgeois en dollar et en livre sterling, les VNAV français ont néanmoins dû faire face à une vague de rachats massive en mars 2020 (Graphique 35). Les rachats nets ont atteint 48,6 Md€ en cumulé sur la période allant du 12 au 30 mars, soit 13 % de l'actif net au 12 mars. Les rachats se sont poursuivis jusqu'au 25 avril, à un rythme toutefois moins marqué, avec 6,7 Md€ supplémentaires (soit un total de 55,3 Md€, ou 15 % de l'actif net au 12 mars)<sup>33</sup>.

**Graphique 35 - Actif net des MMF français au cours de l'année 2020**



Source : AMF.

Les flux sortants d'investisseurs se sont concentrés sur les fonds standard (par opposition aux VNAV de court terme), mais au sein même de cette catégorie de fonds, une grande hétérogénéité a pu être observée. En outre, certains fonds ont expérimenté une collecte nette. Une étude, publiée en juillet 2021 par l'AMF, exploite les données de supervision recueillies pendant la crise pour tenter d'expliquer pourquoi certains fonds ont été plus particulièrement soumis aux rachats que d'autres.<sup>34</sup> Cette étude invalide, pour les VNAV français, deux hypothèses qui avaient été avancées. D'une part, il apparaît très difficile de relier statistiquement les rachats aux performances sur les jours précédents du fonds : les investisseurs ne sont vraisemblablement pas très sensibles à des variations de quelques points de base. D'autre part, les rachats ne se sont pas concentrés sur les fonds qui présentaient les ratios de liquidité les plus faibles ou qui avaient les maturités les plus longues : les investisseurs ne semblent donc pas avoir spécifiquement réagi à des vulnérabilités anticipées sur certains fonds. Ainsi, pour les VNAV français, on peut émettre l'hypothèse que la différence dans les amplitudes des rachats soit directement le fait des besoins de liquidité propres aux investisseurs du fonds : un fonds détenu par des institutions très affectées par la crise aurait ainsi mécaniquement subi de plus forts rachats, toutes choses égales par ailleurs. La collecte et l'exploitation des données détaillées sur le passif des fonds est ainsi essentielle pour compléter le diagnostic de la crise.

<sup>33</sup> Voir Darpeix et Mosson (2021). [Analyse détaillée des portefeuilles des fonds monétaires de droit français lors de la crise de la covid-19 de début 2020](#), Risques et tendances de l'AMF (Mai). 41p.

<sup>34</sup> Voir Darpeix (2021). [Étude économétrique des déterminants des flux de rachat sur les fonds monétaires français pendant la crise de 2020](#), Risques et tendances de l'AMF (Juillet). 33p.

Les éléments permettant de retracer le passif des fonds monétaires lors de la crise de mars 2020 sont des données relativement agrégées recueillies soit via une enquête *ad hoc* de l'AMF auprès des principaux gérants (couvrant environ 60 % du marché des MMF français en volume à fin février 2020) soit par le biais d'un sondage mensuel de la Banque de France interrogeant les dépositaires (environ 70 % du marché). Les estimations dérivées de ces deux sources tendent à montrer que les principaux retraits entre février et mars 2020 étaient le fait d'assureurs et de sociétés non financières (SNF). L'absence de données plus granulaires empêche toutefois une identification précise des raisons de ces retraits (contrainte de liquidité, comportement de précaution, opportunisme, etc.). La Banque centrale européenne est parvenue à établir un lien probable entre les appels de marge auxquels ont été confrontés certains assureurs néerlandais et leurs demandes de rachats portant sur des parts de MMF irlandais et luxembourgeois libellés en euro. Elle n'a cependant pas été en mesure de conclure sur le cas français<sup>35</sup>. Concernant les sociétés non financières, l'Association française des trésoriers d'entreprise a mis en avant le choc de trésorerie induit par le confinement, renforcé par le gel du marché primaire du financement à court terme (c'est-à-dire l'impossibilité d'émettre de nouveaux billets de trésorerie pour financer le besoin de fonds de roulement) qui les avait contraints à la fois à liquider des parts de MMF et à tirer sur leurs lignes de crédit.

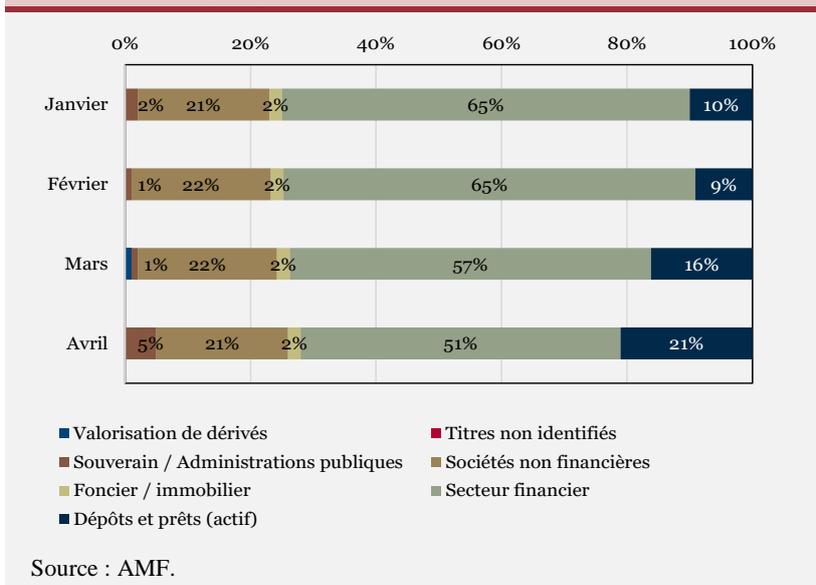
### A.3. La crise a déformé la structure de l'actif des MMF

Du côté de l'actif des fonds, la crise s'est traduite par une déformation substantielle des portefeuilles : la part des certificats de dépôt émis par les banques (et plus particulièrement les banques françaises) a baissé de 48 % fin février à 36 % fin avril<sup>36</sup>. Dans le même temps, la part du *cash* mais aussi celle des instruments de dette publique (États, administrations centrales et collectivités) se sont fortement accrues, passant, entre fin février et fin avril respectivement de 9 % à 21 % de l'actif net des MMF français, et de 1 % à 5 % (Graphique 36). La part des billets de trésorerie des SNF est restée constante, autour de 22 % du portefeuille. En termes de maturité, la part du *cash* et des titres à moins d'un mois a crû substantiellement, de 19 % fin février à 34 % fin avril.

<sup>35</sup> BCE (2020). [Financial stability review](#), Novembre 2020 (Encadré 8, pp. 100-102)

<sup>36</sup> Cf. Darpeix & Mosson (2021), *op. cit.*

**Graphique 36 - Déformation de la structure du portefeuille des MMF français par secteur émetteur**



La forte baisse de la part des certificats de dépôt bancaires ne doit pas s'interpréter comme une défiance des MMF envers les établissements de crédit : en réalité, dans le contexte de gel soudain du marché du financement court terme, certaines banques ont accepté de racheter leurs propres titres, et ainsi d'animer partiellement le marché secondaire. Dans un second temps, plusieurs banques ont aussi accepté de racheter certains instruments financiers émis par des sociétés non financières, en particulier les titres éligibles au PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) de la BCE<sup>37</sup> ou plus généralement les titres admis en collatéral à la BCE.

#### A.4. La crise a révélé des vulnérabilités du marché de la dette à court terme

La crise de mars 2020 a révélé des vulnérabilités structurelles importantes sur le marché du financement court terme. En effet, il s'agit d'un marché essentiellement de gré à gré (*over the counter*), segmenté en Europe entre le NEU-CP<sup>38</sup> (encadré par la Banque de France, qui assure un niveau de transparence minimal sur ce marché) et l'Euro-CP (pour lequel les données sont en revanche lacunaires). Les investisseurs sur ce marché conservent généralement leurs titres jusqu'à maturité, et le marché secondaire est donc notoirement peu profond. Les instruments de dette à court terme sont en outre mal couverts par les rediffuseurs de données (il est difficile d'avoir des informations sur les prix et les volumes) et par les principales agences de notation de crédit. Enfin, il n'existe pas de mécanisme de tenue de marché (*market-making*), ni de système de fourniture de liquidité en dernier recours, tandis que la régulation de ces marchés reste limitée en comparaison des marchés obligataires soumis la supervision des autorités de marché. Lors de la crise de mars 2020, l'intervention des banques centrales a été nécessaire pour une réouverture du marché des titres à court terme. Une fois la liquidité restaurée sur le marché, les MMF (qui ont bénéficié de flux de souscription nets très importants entre juin et décembre

<sup>37</sup> Dans la mesure où les gestionnaires d'actifs ne sont pas des contreparties éligibles aux programmes de la BCE, ils ne pouvaient pas directement apporter leurs CP/CD aux guichets des banques centrales nationales. Il fallait d'abord les céder à une contrepartie éligible.

<sup>38</sup> Negotiable European Commercial Papers, émis depuis le 1<sup>er</sup> juin 2016.

2020) ont été en mesure de prendre le relais des banques centrales pour investir sur les nouvelles émissions. En conséquence, l'intervention du Système européen des banques centrales a été temporaire, générant une exposition de très courte durée : plus de 35 Md€ de CP de SNF ont été achetés entre mars et mai 2020 (dont 29 Md€ sur le marché primaire), dont il ne restait plus que 4,6 Md€ fin mai 2021 à l'actif des banques centrales.

## B. Des discussions au niveau international ont été engagées pour répondre aux vulnérabilités identifiées

Pour répondre aux vulnérabilités identifiées en mars 2020, des travaux réglementaires portant sur les fonds monétaires ont été engagés à la fois au niveau international et au niveau européen. Sans remettre en cause le cadre actuel applicable aux fonds monétaires, ces travaux visent à le compléter par l'introduction de mesures visant à accroître leur résilience, et renforcer la prise en compte des enjeux systémiques de la structure du secteur des fonds monétaires et des STFM.

### B.1. Au niveau international, le Conseil de stabilité financière a engagé des travaux

Fin 2020, le Conseil de stabilité financière (en anglais Financial Stability Board - FSB) a établi un diagnostic du choc observé en mars 2020 sur le système financier<sup>39</sup> et défini un programme de travail<sup>40</sup> concernant l'intermédiation financière non bancaire (*Non-Bank Financial Intermediation* - NBFi). Le premier axe de ce programme consiste à revoir l'encadrement réglementaire des MMF, pour améliorer leur résilience et traiter les risques de stabilité financière associés. Ces propositions de réformes doivent participer à garantir le caractère exceptionnel des interventions des banques centrales (pour prévenir tout aléa moral), tout en préservant le dualisme des fonctions économiques des MMF (actif de trésorerie et investisseur sur les marchés de financement de court terme).

À cet effet, les membres du FSB et d'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) ont établi une liste composée d'une vingtaine de propositions réglementaires envisageables tant sur le plan microprudentiel que sur le plan macroprudentiel. Un rapport consultatif a été publié en juin 2021<sup>41</sup>. Un rapport final devrait être publié pour le sommet du G20 d'octobre 2021, après analyse des réponses à la consultation.

Le rapport du FSB analyse les différentes propositions de façon qualitative, au regard du fonctionnement du secteur des MMF et des marchés de financement de court terme sous-jacents, ainsi que du comportement et des attentes des investisseurs comme des gérants de MMF.

Le rapport identifie plusieurs mesures possibles, étant entendu qu'une seule mesure ne suffira pas à répondre à l'ensemble des vulnérabilités identifiées en mars 2020. Le rapport laisse ainsi aux États la flexibilité de sélectionner parmi les options suivantes celles qu'elles souhaitent mettre en œuvre, en fonction des spécificités des MMF qui y sont domiciliés :

- Généralisation de l'utilisation du *swing pricing* (mécanisme d'ajustement de la valeur liquidative en fonction de la variation du passif) par les gestionnaires de MMF ou activation d'un *swing pricing* sur un périmètre plus large par une autorité macroprudentielle. Ces outils permettraient *a minima* de

<sup>39</sup> [Revue holistique des événements de mars 2020.](#)

<sup>40</sup> [Programme de travail du FSB pour 2021.](#)

<sup>41</sup> [Propositions réglementaires pour améliorer la résilience des MMF - rapport consultatif du FSB](#)

transférer les coûts de liquidité aux investisseurs sortants, protégeant ainsi les investisseurs restants, et au mieux, de ralentir les demandes de rachat, sans les plafonner comme dans le cas des *gates* (barrières à la sortie). De premières problématiques opérationnelles ont toutefois été mises en lumière concernant la mise en place d'un *swing pricing* sur les fonds monétaires. Une solution équivalente, la mise en place de droits de sortie ajustables acquis au fonds (*anti-dilution levies*), est également en discussion.

- Mise en place d'un coussin d'absorption des pertes (*minimum balance at risk*) ou de capital ou mesures de soutien en capital par un sponsor (sur le modèle américain des banques sponsors, une modalité exclue au sein de l'Union européenne en application du règlement MMFR), avec toutes les précautions qui s'imposeraient pour ne pas mettre à mal le modèle d'affaires des MMF. Ces outils permettraient d'assurer une absorption des pertes en cas de choc, tandis que les mesures de soutien en liquidité par un sponsor ou la mise en place d'une banque dédiée (*liquidity exchange bank*) permettraient un soutien en liquidité aux MMF en leur achetant des actifs en période de stress.
- Abandon de l'utilisation de la valorisation constante pour les LVNAV et les CNAV, suppression des liens automatiques entre seuils réglementaires et déclenchement d'outils de gestion de la liquidité (*fees/gates*), limites de concentration au passif des MMF et mise en place de coussins de liquidité relâchables. Ces mesures permettraient de supprimer des effets de seuil actuellement présents dans la réglementation.
- Exigences de liquidité additionnelles et limites sur les actifs éligibles pour les MMF, limitation des MMF aux seuls MMF gouvernementaux ou publics, rachats en nature, rachats différés. Ces outils permettraient d'éviter un décalage trop significatif entre la liquidité de l'actif des fonds monétaires et les possibilités de retrait offertes aux investisseurs, afin que le gestionnaire de MMF puisse céder des éléments du portefeuille au rythme des demandes de rachats. Il conviendrait toutefois de s'assurer au préalable que de telles exigences supplémentaires n'obèreraient pas la contribution des MMF au financement de l'économie.
- Tests de résistance (*stress tests*) individuels par fonds ou concernant l'ensemble du secteur, *reportings* additionnels sur les MMF et sur les marchés de financement de court terme. Ces outils permettraient d'améliorer le suivi des risques associés aux MMF.

Selon le contenu des réponses à la consultation publique portant sur le rapport consultatif sur les MMF, le FSB envisagera de poursuivre ses travaux réglementaires en s'intéressant à la structure des marchés de financement de court terme (CP et CD) sur lesquels les MMF sont des investisseurs substantiels.

Le dualisme des fonctions économiques des MMF (actif de trésorerie et investisseur sur l'ensemble des marchés de court terme) peut et doit être préservé et les réformes à venir ne devraient pas remettre en cause le cadre actuellement applicable aux MMF, principalement tourné vers la protection des investisseurs, afin de conserver l'attractivité des MMF.

## B.2. Côté européen, le règlement sur les fonds monétaires (MMFR) va être révisé en 2022

Au sein de l'Union européenne, la révision du règlement MMF (MMFR)<sup>42</sup> prévue par la Commission en 2022 doit permettre d'analyser si des modifications sont nécessaires, à l'aune des enseignements issus de la crise Covid-19. Le règlement actuel a une approche centrée sur la protection des investisseurs.

Les autorités membres du HCSF sont fortement impliquées dans cette révision via les travaux de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF - ou ESMA en anglais) et du Comité européen du risque systémique (CERS – ESRB en anglais).

L'AMF a ainsi participé, au sein de l'AEMF, à l'organisation d'une consultation publique de mars à juin 2021 sur cette révision. La Banque de France a contribué à la réponse coordonnée de la BCE à cette consultation. L'AEMF a reçu près d'une trentaine de réponses, provenant largement de gestionnaires d'actifs, mais aussi de banques, d'agences de notations, d'assureurs et d'organisations professionnelles du secteur des MMF<sup>43</sup>. En s'appuyant sur cette consultation, l'AEMF publiera une opinion fin 2021 à destination de la Commission européenne.

Au sein du CERS, un groupe de travail a été mis en place auquel participent la Banque de France et l'AMF, avec l'objectif de formuler des recommandations à la Commission européenne, également d'ici fin 2021. Plusieurs combinaisons d'options sont actuellement à l'étude<sup>44</sup> et les propositions discutées reprennent en grande partie les options réglementaires présentées dans le rapport du FSB : exigences de liquidité accrues et amélioration de l'utilisation des outils de gestion de liquidité. Parmi ceux-ci, le *swing pricing* est évoqué, ainsi que plus récemment, sous l'influence des travaux internationaux, les *anti-dilution levies*. Ces deux outils partagent l'objectif de protéger les investisseurs restants dans le fonds, mais diffèrent sur les coûts opérationnels spécifiques aux fonds monétaires : à titre d'exemple, les *anti-dilution levies* ne reposent pas sur le *pricing* des actifs détenus par le fonds, et n'affectent pas le calcul de la valeur liquidative.

---

<sup>42</sup> Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires.

<sup>43</sup> [Réponses reçues par l'ESMA lors de sa consultation sur la révision de MMFR](#)

<sup>44</sup> Le premier rapport du groupe de travail a été [publié](#) (voir notamment le tableau 1 : Initial policy options to reform MMFs).

# Ch.4 L'impact de la crise covid sur l'immobilier commercial

---

## A. Des effets hétérogènes et encore incertains

L'immobilier commercial désigne l'ensemble des biens immobiliers détenus par des acteurs professionnels qui n'en sont pas les occupants et qui en retirent un revenu à titre habituel. Cette définition recouvre les segments suivants : bureaux, commerces, industrie (immobilier destiné à concevoir, produire et stocker les marchandises), services (hôtellerie, établissements de santé et de loisir) et les actifs résidentiels détenus par des professionnels (hors bailleurs sociaux et particuliers propriétaires bailleurs). Fin 2019, l'encours de placements en immobilier commercial s'élevait à 400 Md€ (bureaux 62%, commerces 13%, industrie 8%, résidentiel 11%, services 5%)<sup>45</sup>.

La crise covid a eu un effet conjoncturel sur le secteur de l'immobilier commercial, en raison de la baisse de l'activité économique. La crise a aussi accéléré le développement du télétravail et du commerce en ligne, ce qui pourrait avoir un impact structurel sur le secteur si ces tendances étaient durables. Cela pourrait affecter aussi bien la demande d'investissement (avec un effet sur les prix et le volume des transactions de bureaux et de locaux commerciaux) que la demande locative (avec un impact sur le taux de vacance et le niveau loyers).

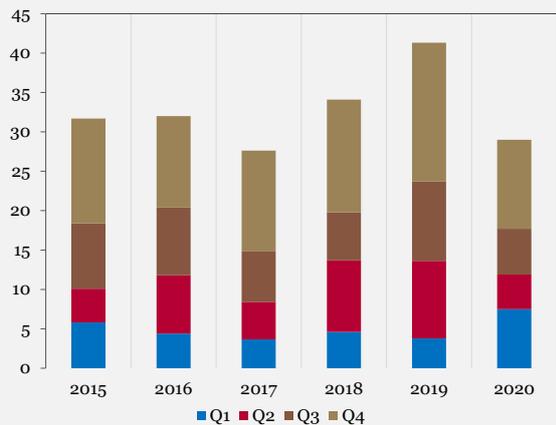
La crise a déjà eu un impact marqué sur les transactions dans l'immobilier commercial (Graphique 37). Malgré un niveau record au premier trimestre 2020 (7,5 Md€, + 50% comparé à 2019), les investissements ne se sont élevés qu'à 28,2 Md€ sur l'année, soit un recul de 31 % par rapport à 2019. La baisse a été un peu plus marquée sur les commerces (- 29 %) que sur les bureaux (- 26 %).

Si les prix sont globalement restés stables en 2020 (Graphique 38), l'évolution a été très hétérogène selon les segments : le prix des locaux commerciaux a chuté (- 7,1 %), ceux des bureaux et des services sont quasiment restés stables (respectivement - 0,5 % et - 1,2%) et celui des locaux industriels a connu une hausse marquée (+ 7 %). Il est important de noter que ces prix peuvent ne pas refléter exactement la réalité du marché car, en période de crise, ils reposent sur un nombre restreint de transactions.

---

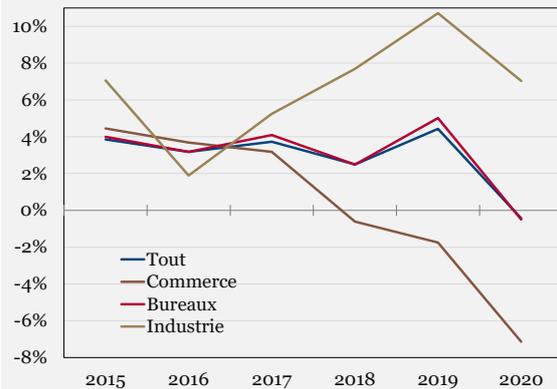
<sup>45</sup> Estimation basée sur 45% du marché, source MSCI.

**Graphique 37 – Volume des transactions en France, par trimestre (Md€)**



Source : BNP Paribas real estate.

**Graphique 38 – Évolution des prix en France par segment (%)**



Source : MSCI.

Il est donc utile de s'intéresser aussi aux sociétés immobilières françaises, qui sont fortement exposées à l'immobilier commercial<sup>46</sup> et dont les cours boursiers s'ajustent plus rapidement que les prix, avec comme contrepartie une forte volatilité inhérente aux marchés boursiers (Graphique 39). À l'instar de l'ensemble du marché actions, on constate un choc lié à la crise covid en mars 2020. Cependant, les cours boursiers des foncières françaises restent plus affectés que le CAC 40 à la fin 2020, ce qui suggère un impact plus durable de la crise sur le marché de l'immobilier.

**Graphique 39 - Évolution du cours boursier des SIIC\* françaises en 2020 (Index ; base 1 en janvier 2020)**



Source : Bloomberg.

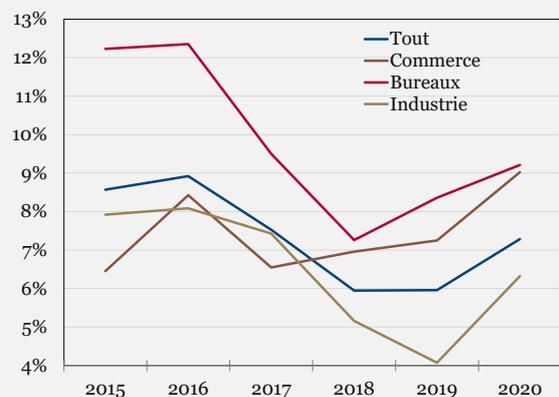
\* Société d'investissement immobilier cotée.

L'étude de la demande locative confirme les difficultés du secteur dans son ensemble en 2020, et plus particulièrement du segment des commerces. Le taux de vacance moyen augmente de 1,3 pp (Graphique

<sup>46</sup> En France aucune société d'investissement immobilier cotée n'est dédiée exclusivement à l'immobilier résidentiel.

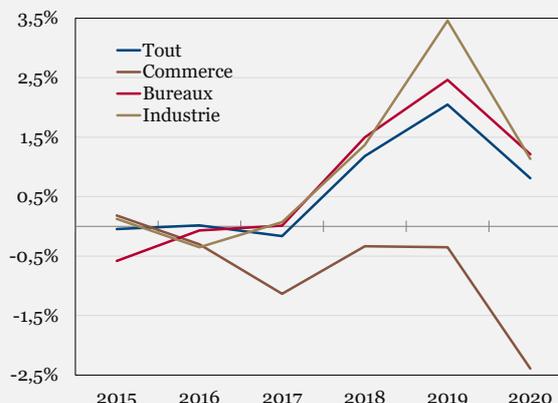
40), l'augmentation étant plus marquée pour les commerces et de l'industrie (respectivement + 1,8pp et + 2,1 pp). On observe dans le même temps un ralentissement des loyers (Graphique 41). Les loyers des commerces, qui étaient déjà en faible diminution en 2019 (- 0,4 %), sont en baisse plus marquée en 2020 (- 2,4 %).

**Graphique 40 – Taux de vacance en France par segment (%)**



Source : MSCI.

**Graphique 41 – Évolution des loyers dans l'immobilier commercial en France par segment (%)**



Source : MSCI.

Les indicateurs montrent un repli du marché de l'immobilier commercial en 2020, qui reste toutefois contenu au vu de l'ampleur de la baisse de l'activité. Une poursuite de l'ajustement du marché au cours des années à venir ne peut toutefois être écartée, en particulier du fait de possibles évolutions structurelles des modes de travail et de consommation.

## B. Comment anticiper l'effet de la crise sur les prix de l'immobilier commercial ?

Pour simuler l'impact possible de la crise sur l'immobilier commercial<sup>47</sup>, un modèle d'estimation des prix a été développé par la Banque de France. Il consiste à : (i) estimer les revenus locatifs des propriétaires en modélisant l'impact de la crise covid sur les loyers et le taux de vacance, puis (ii) déterminer un prix moyen pour le secteur (apparenté à un indice de prix) reflétant la somme des revenus locatifs actualisés sur un horizon donné d'investissement.

La première étape repose sur l'estimation de l'effet de l'emploi sur la demande locative par secteur. En effet, l'emploi est un déterminant majeur de la demande locative sur les différents segments de l'immobilier commercial (Graphique 42). Comme le marché locatif peut s'équilibrer à court terme via les loyers ou le taux de vacance, la corrélation historique de ces deux variables avec l'emploi est estimée sans préjuger *ex ante* du mode d'ajustement (cf. Encadré 5 pour davantage de détails).

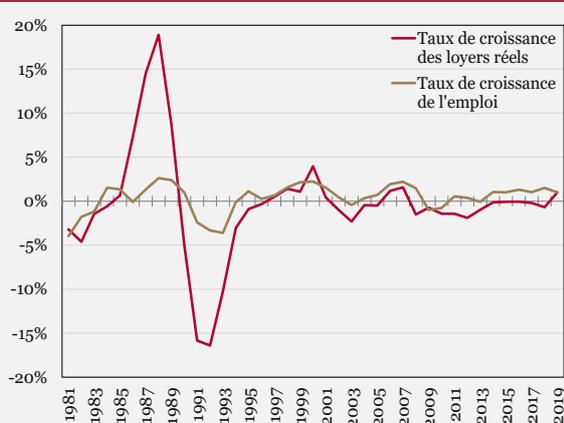
Pour le marché des bureaux, une baisse de l'emploi de 1 % se traduit par une baisse des loyers réels de 1,1 % et une hausse de la vacance de 0,7 pp. Les loyers sont auto-corrélés, tandis que la vacance a tendance à osciller ; cela peut refléter les sur- et sous-ajustements successifs de l'offre aux fluctuations économiques. De plus, une hausse de la vacance a tendance à peser sur les loyers l'année suivante, ce qui est cohérent avec l'intuition que les ajustements de court terme se font sur les quantités (Graphique

<sup>47</sup> Voir aussi l'encadré 5.2 du rapport « [Évaluation des risques du système financier français](#) » de décembre 2020.

43). Enfin, les élasticités à l'emploi sont plus élevées pour le marché des bureaux, l'emploi étant en effet un déterminant plus direct de la demande de bureaux que de locaux commerciaux.

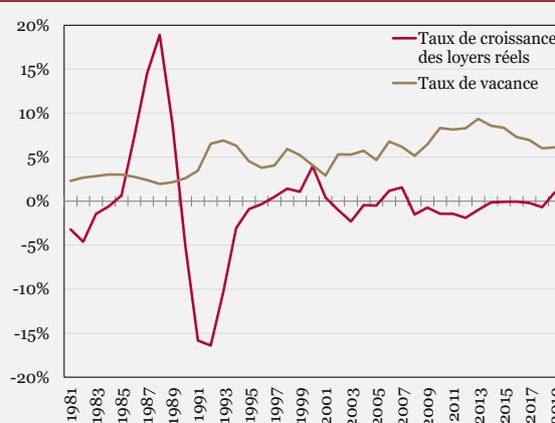
Ces élasticités sont appliquées aux prévisions d'emploi à trois ans calculées à partir des prévisions de chômage à trois ans, et permettent d'obtenir des prévisions de loyers réels et de vacance sur la période 2020-2022. Dans un scénario de référence, où le chômage suivrait les prévisions de la Banque de France publiées en septembre 2020, le taux de chômage atteindrait un pic à 11,1 % en 2021, avant de redescendre à 9,7% en 2022. Cela entraînerait une baisse cumulée des loyers réels de 2,2 à 3,3 % selon les segments. Alors que le taux de chômage au 1<sup>er</sup> trimestre 2021 s'est élevé à 8,1 % et a poussé la Banque de France à revoir sa prévision de chômage à 8,7 % sur l'ensemble de l'année, ces estimations de baisses de loyers doivent être considérées très prudentes.

**Graphique 42 – Évolution médiane du taux de croissance des loyers réels et de l'emploi en Europe (%)**



Source : MSCI, OCDE, calculs Banque de France.  
Note : évolution sur l'ensemble de l'immobilier commercial.

**Graphique 43 – Évolution médiane du taux de croissance des loyers réels et de vacance en Europe (%)**



Source : MSCI, OCDE, calculs Banque de France.  
Note : évolution sur l'ensemble de l'immobilier commercial.

## Encadré 5 – Méthodologie d'estimation de l'évolution des prix de l'immobilier commercial

### *Estimation de l'élasticité à l'emploi des loyers et de la vacance dans l'immobilier commercial*

Pour estimer l'élasticité  $\beta$  à l'emploi des loyers et de la vacance, les données de vacance et de croissance des loyers produites par MSCI sont mobilisées. Comme les données disponibles sont à fréquence annuelle, avec une profondeur historique relativement faible d'une vingtaine d'années, il est estimé une élasticité commune à 15 pays européens<sup>48</sup>. Des estimations distinctes sont effectuées pour le segment du commerce, pour celui des bureaux et pour l'immobilier commercial dans son ensemble. En détail, nous estimons l'équation en panel suivante :

$$\begin{bmatrix} \Delta \text{loyers réels} \\ \Delta \text{vacance} \end{bmatrix}_{it} = A * \begin{bmatrix} \Delta \text{loyers réels} \\ \Delta \text{vacance} \end{bmatrix}_{it-1} + \beta \Delta \text{Emploi}_{it} + FE_i + \epsilon_{it}$$

<sup>48</sup> Les pays sont les suivants : GB, SE, NL, DE, FR, NO, DK, PT, ES, CH, AU, IT, BE, FI, PL.

où  $i$  désigne le pays,  $t$  l'année et  $FE_i$  des effets fixes par pays. Les effets fixes  $FE_i$  permettent de prendre en compte d'éventuelles spécificités nationales. La matrice  $A$  permet de prendre en compte la corrélation entre les loyers et la vacance ainsi que l'autocorrélation des variables.

Le revenu locatif pour l'ensemble du secteur à la date  $t$  s'écrit alors :

$$\text{Revenu locatif} = (1 - \text{vacance}_t) * \text{loyers}_t$$

### Formule d'estimation des prix

Les prix par segment sont estimés à partir des projections de loyers et de vacance, et prennent en compte le taux de croissance moyen des loyers à long terme  $g$  (au-delà de l'horizon des prévisions de l'emploi), l'environnement de taux (taux sans risque  $r_f$ , et prime de risque  $r_p$ ), et l'horizon d'investissement (20 ans). Concrètement, les prix par segment sont calculés avec la formule suivante :

$$p_{\text{scénarios}} = \sum_{t=2020}^{2022} \frac{(1 - \text{vacance}_t) * \text{loyers}_t}{1 + r_f + r_p} + \sum_{t=2023}^{2039} \frac{(1 - \text{vacance}_{2022}) * \text{loyer}_{2022} * (1 + g)^{t-2022}}{1 + r_f + r_p}$$

La deuxième étape consiste à estimer l'indice de prix par segment en fonction de différents scénarios. Cet indice de prix reflète la somme des revenus locatifs pour un horizon d'investissement donné. Les scénarios considérés sont les suivants :

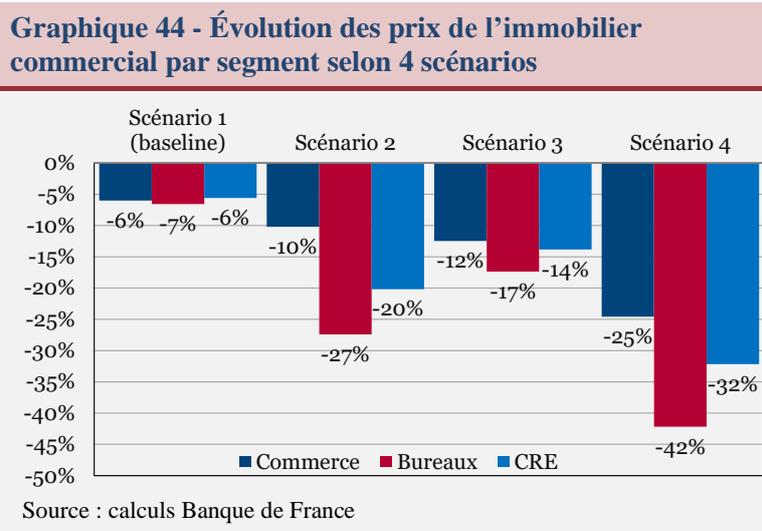
- Le scénario 1 est le scénario de référence, dans lequel l'emploi évoluerait selon les prévisions macroéconomiques (à septembre 2020) faites par la Banque de France, avec une prime de risque stable. Au-delà de l'horizon de projection de la Banque de France, les revenus locatifs sont supposés croître de 2 % par an.
- Le scénario 2 correspond à une hausse structurelle du télétravail, diminuant le besoin de surface par employé de 10 % de façon permanente à partir de 2022)<sup>49</sup>.
- Le scénario 3 simule l'effet d'une trajectoire *stressée* de chômage qui atteindrait 13,8 % en 2021.
- Le scénario 4 combine une hausse du télétravail et une évolution *stressée* du chômage, avec une hausse de la prime de risque rétablissant la rentabilité locative à sa moyenne de long terme<sup>50</sup>.

Les résultats de l'exercice, représentés dans le Graphique 44, montrent que la baisse simulée des prix se situerait selon le scénario 1 entre les évolutions constatées des cours boursiers des foncières (- 20 % environ) et celle des indices de prix (- 0,4 % pour le secteur dans son ensemble, - 0,5 % pour les bureaux, - 7,1 % pour le commerce). Les scénarios 2 et 3 donnent des résultats proches de l'évolution des cours des foncières. Ils prédisent toutefois une détérioration plus marquée pour les prix des bureaux que pour les commerces, ce qui ne correspond pas à l'évolution observée des prix en 2020. En effet, la baisse de demande locative a été relativement forte pour les commerces, en raison des restrictions sanitaires et de l'essor du commerce en ligne, ce qui n'est capturé au mieux que de façon indirecte par l'évolution du

<sup>49</sup> Cette calibration est indicative : elle est fondée sur un taux de télétravailleurs au sein de la population active de 15 % à août 2020 (source : YouGov). En supposant que seul l'emploi dans les services est pertinent pour la demande locative, et que 75 % de l'emploi en France est dans les services, on obtient un taux de télétravailleurs de 20 %. Une baisse de l'emploi pertinent pour la demande locative de 10 % signifierait que les entreprises peuvent supprimer un demi-poste de travail par télétravailleur.

<sup>50</sup> Cela correspond à une hausse de la prime de risque de 1,4 % pour le secteur dans son ensemble, et de 1,8 % pour les segments des bureaux et du commerce.

chômage. Enfin, le scénario 4 constitue un scénario « noir », pouvant être utilisé pour analyser la résilience du système financier.



## C. Des exercices de résistance montrent un impact qui resterait contenu sur les banques et assurances

### C.1. Impact sur les principales banques françaises

L'impact des scénarios décrits ci-dessus est évalué sur le ratio de fonds propres (ratio CET1) des cinq principaux groupes bancaires français<sup>51</sup> en se concentrant sur le périmètre des prêts aux entreprises accordés à des contreparties françaises et garantis par un bien immobilier commercial. La projection du ratio de CET1 repose sur une double estimation de l'évolution du numérateur (les fonds propres CET1) et du dénominateur (les actifs pondérés ou RWA pour *Risk Weighted Assets*) de ce ratio (cf. Encadré 6).

#### Encadré 6 – Méthodologie des exercices de résistance

La méthodologie d'estimation du numérateur et du dénominateur du ratio CET1 est la suivante.

Au numérateur, et pour chacune des trois années de la période considérée (2020-2022), on déduit du montant des fonds propres CET1 initial le surplus de provisions issu de l'augmentation des pertes attendues sur les portefeuilles garantis par des biens relevant de l'immobilier commercial<sup>52</sup>. Trois étapes sont nécessaires pour calculer ce surplus de provisions.

Dès la première année de crise (2020), on applique aux pertes en cas de défaut (LGD – *Loss given default*) initiales un choc déterminé à partir de la baisse des prix des biens relevant de l'immobilier commercial et utilisés comme collatéral. Cela entraîne une hausse des LGD, qui restent ensuite constantes au niveau de chaque portefeuille.

Afin de capturer l'effet issu de la dégradation de l'environnement macroéconomique, on applique également aux probabilités de défaut des contreparties (PD) et aux transitions entre les trois niveaux

<sup>51</sup> BNP Paribas, Société Générale, Groupe Crédit Agricole, Groupe BPCE, Groupe Crédit Mutuel.

<sup>52</sup> L'ensemble des portefeuilles garantis par des biens relevant de l'immobilier commercial est pris en compte, que leurs actifs pondérés soient calculés en méthode standard ou via des modèles internes.

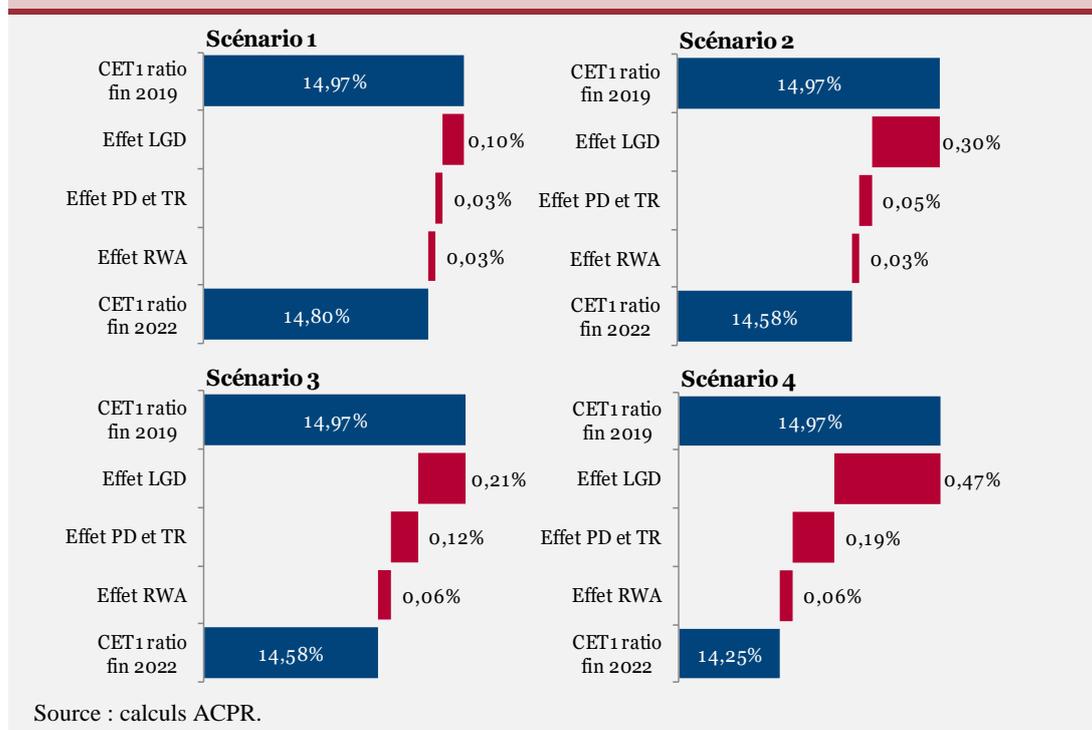
de qualité de crédit tels que définis par la norme comptable IFRS9 (TR) la trajectoire estimée par les projections BCE lors de l'exercice d'analyse en vulnérabilité 2020 du MSU (cf. Lexique). En particulier, on applique les trajectoires « COVID-mid » dans le cas des scénarios 1 et 2, et les trajectoires « COVID-severe » dans le cas des scénarios 3 et 4.

Enfin, les pertes attendues sont calculées comme le produit entre l'exposition au défaut, la probabilité de défaut et la perte en cas de défaut, en prenant en compte le niveau de qualité de crédit.

Au dénominateur, pour chaque combinaison de banque, scénario et année, on applique aux RWA initiaux des portefeuilles considérés un multiplicateur correspondant à l'augmentation des RWA au titre du risque de crédit issue de l'analyse en vulnérabilité du MSU. Comme précédemment, on applique la croissance estimée selon le scénario « COVID-mid » pour les scénarios 1 et 2, et celle estimée selon le scénario « COVID-severe » pour les scénarios 3 et 4. Les RWA des autres portefeuilles de crédit et des autres types de risque (marché, opérationnels) sont supposés constants.

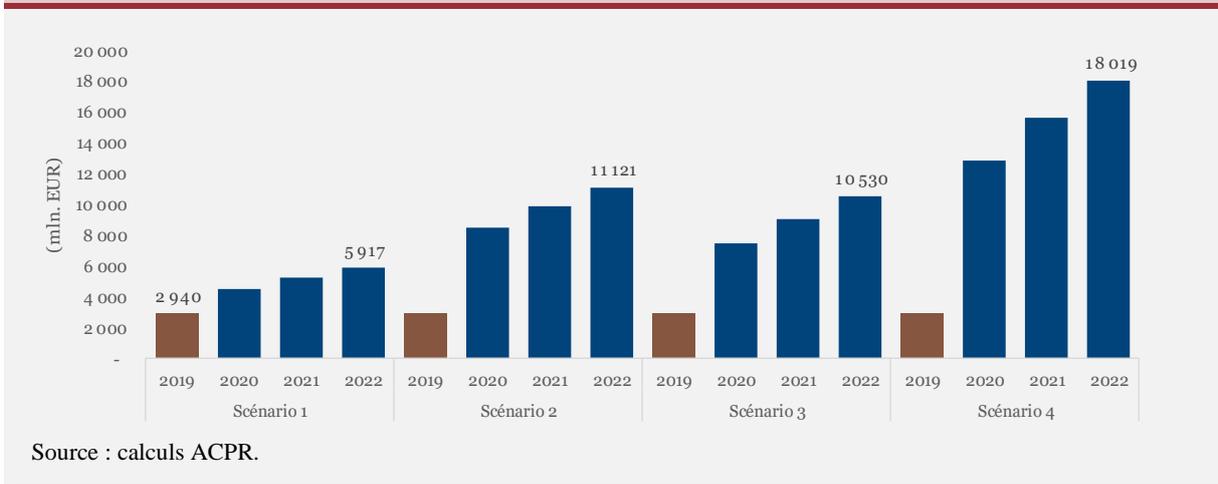
Le Graphique 45 présente, pour chaque scénario, la baisse cumulée sur les trois ans de crise (2020-2022) du ratio de CET1 agrégé des 5 groupes bancaires français, en identifiant la contribution de chaque facteur. L'impact de la baisse du prix du collatéral sur la perte en cas de défaut (LGD) est systématiquement le facteur prépondérant, et représente dans chaque cas plus de la moitié de la chute observée. La perte cumulée du ratio de CET1 agrégé est estimée à 17 points de base (pb) dans le cas du scénario 1, soit le niveau de pertes le plus faible, alors qu'elle s'établit à 72 pb dans le cas du scénario 4, soit le niveau de pertes le plus élevé. L'ampleur de la perte est similaire dans le scénario 2 et le scénario 3 (baisse de 39 pb du ratio CET1 dans les deux cas) : en effet, une évolution plus favorable du taux de chômage est compensée par une chute relativement plus marquée des prix de l'immobilier commercial.

**Graphique 45 – Décomposition de la chute cumulée du ratio de CET1 agrégé**



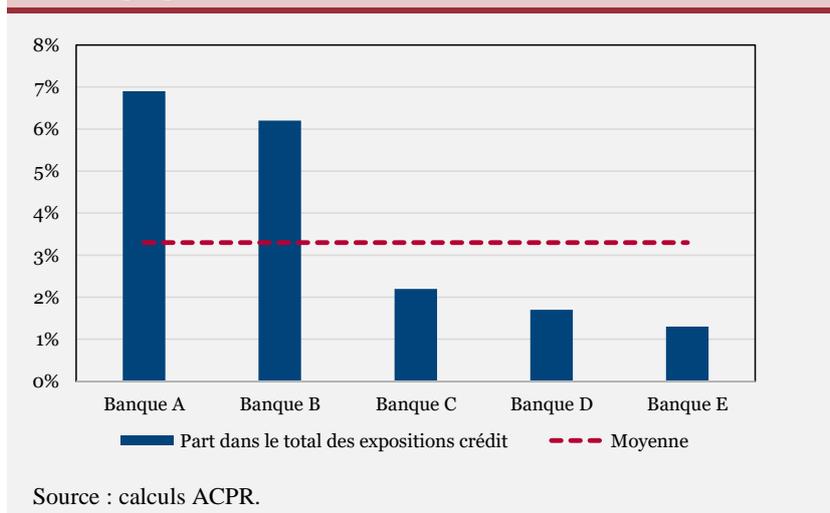
Le Graphique 46 présente l'évolution du stock de provisions agrégé pour l'ensemble des portefeuilles analysés<sup>53</sup>. À la fin des trois ans de crise, ce stock doublerait dans le scénario 1, alors qu'il augmenterait de plus de 250 % dans les scénarios 2 et 3 et de plus de 500 % dans le scénario 4.

**Graphique 46 – Évolution du stock de provisions agrégé**



En ce qui concerne les résultats obtenus au niveau individuel, l'établissement subissant la perte cumulée la plus élevée verrait son ratio de CET1 diminuer d'environ 50 pb dans le scénario 1, contre 110 pb pour les scénarios 2 et 3 et 200 pb pour le scénario 4. À l'inverse, le groupe bancaire le moins affecté verrait son ratio prudentiel baisser d'au plus 10 pb en scénarios 1, 2, et 3, et de seulement 20 pb en scénario 4. Cette dispersion s'explique en partie par l'hétérogénéité du volume d'expositions stressées (comme l'illustre le Graphique 47) et par le niveau initial des paramètres de risque (probabilités de défaut et pertes en cas de défaut), qui influent sur l'ampleur du choc.

**Graphique 47 – Décomposition de la chute cumulée du ratio de CET1 agrégé**



<sup>53</sup> À fin 2019, et pour l'ensemble des cinq banques concernées, le volume de provisions associé à ces portefeuilles représente 6,4 % du stock total de provisions sur les expositions crédit, qui s'établit à 45,7 Md€.

Malgré les différences observées, il est important de noter qu'aucune banque ne passerait en dessous de son seuil d'exigence de coussin combiné.<sup>54</sup>

## C.2. Analyse du choc sur la solvabilité des assureurs

Les placements immobiliers détenus par les assureurs français représentent fin 2020 un montant total de 197 Md€, dont 21 % sont détenus en représentation d'engagements en unités de compte. Quelle que soit la nature des engagements, l'immobilier détenu est principalement de l'immobilier commercial (à plus de 90 %), le reste correspondant à de l'immobilier résidentiel et à des titres structurés ou garantis.

L'impact des différents scénarios de baisse des prix de l'immobilier commercial sur l'évolution du ratio de solvabilité a été évalué sur les principaux groupes d'assurance français<sup>55</sup>.

La baisse des prix constitue un choc d'actif qui se propage au passif par un mécanisme dynamique : la valeur des actifs immobiliers des assureurs diminue en raison du choc sur les prix ; les fonds propres étant calculés comme la différence entre l'actif et les dettes, leur valeur diminue également ; cet effet mécanique est partiellement compensé par une baisse de la participation aux bénéfices futurs résultant de celle des profits anticipés.

Dans le scénario 1, les fonds propres baissent en moyenne de 3 % avec des variations de 1 à 5 % selon les organismes. L'impact sur le taux de couverture du capital de solvabilité requis (CSR, cf. Lexique) est également contenu. En moyenne, la perte s'élève à 5 pp, l'organisme dont le taux de couverture baisse le plus perd 8 pp de ratio de couverture.

Dans les autres scénarios, comme attendu, les pertes enregistrées sont plus importantes et les écarts observés dans le scénario 1 sont conservés mais amplifiés. Les fonds propres baissent en moyenne de 7 % (scénario 3) à 16 % (scénario 4). En moyenne, le taux de couverture du CSR diminue de 12 pp (scénario 3) à 30 pp (scénario 4). L'impact individuel sur les fonds propres et la diminution consécutive du ratio de couverture dépendent de l'exposition relative en placements immobiliers au niveau de l'actif et des possibilités de diversification que permet la formule standard. L'évolution de la solvabilité ainsi que la perte de fonds propres relative à chacun des scénarios sont présentées en Graphique 48 et Graphique 49.

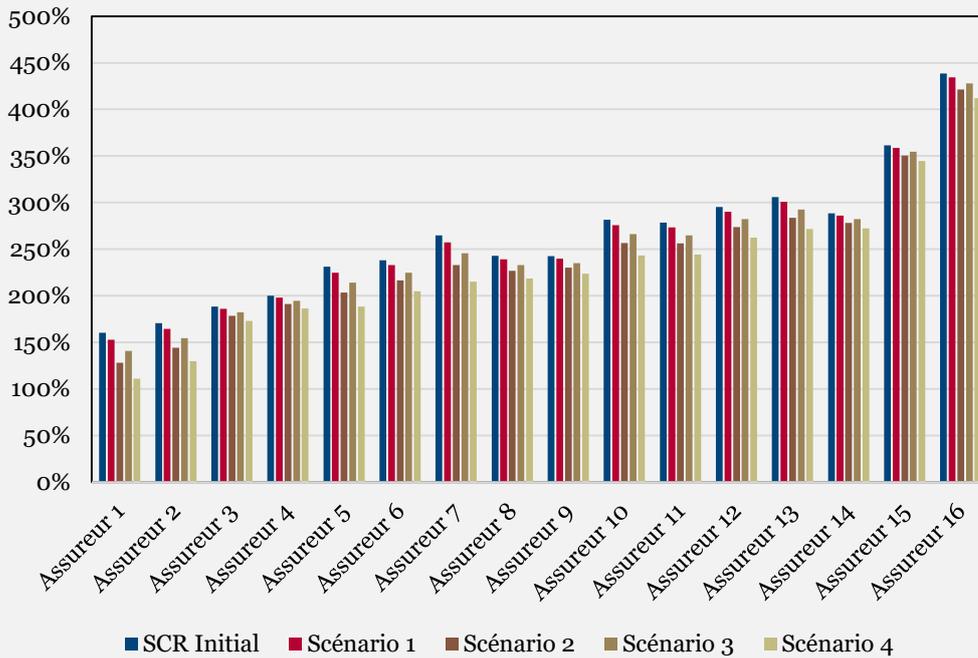
Au final, les effets d'un choc sur le bilan des assureurs restent limités : aucun des scénarios retenus dans le test ne compromettrait la solvabilité des organismes d'assurance.

---

<sup>54</sup> L'exigence de coussin combiné s'ajoute aux exigences minimales en fonds propres et correspond à la somme du coussin de conservation, du coussin contra-cyclique, du coussin pour les établissements d'importance systémique et du coussin pour le risque systémique.

<sup>55</sup> Dans le cadre du modèle appliqué, l'hypothèse a été faite que l'ensemble des organismes utilise la formule standard pour calculer la charge en capital, que l'ensemble des placements immobiliers correspond à de l'immobilier commercial et que celui-ci évolue comme l'immobilier de bureau. L'impact des chocs sur la solvabilité des assureurs est évalué en excluant les placements immobiliers détenus en représentation d'engagements en unités de compte, la perte étant supportée par les assurés.

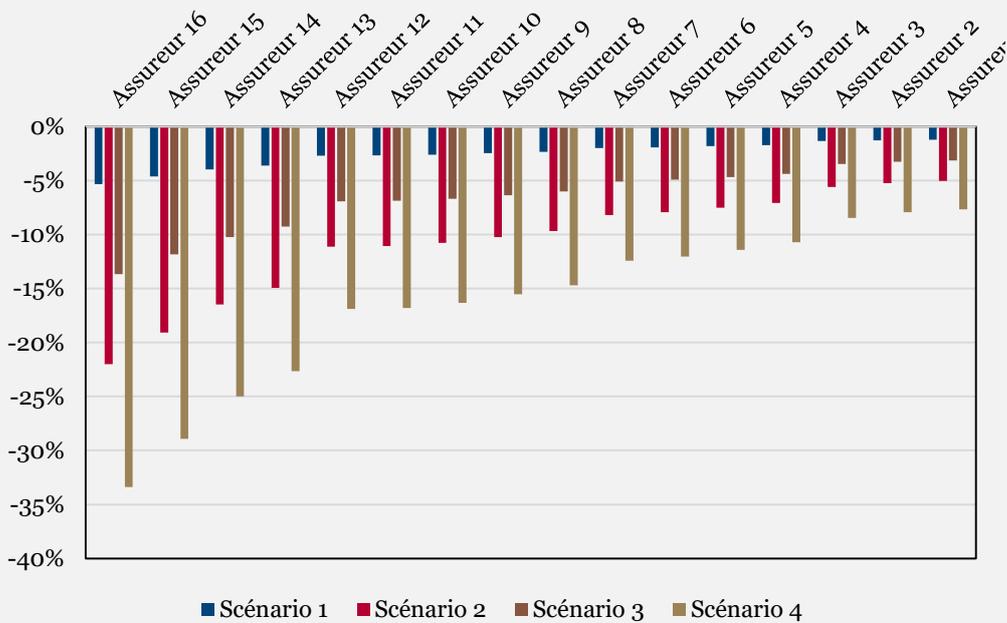
**Graphique 48 – Impact d’une baisse des prix de l’immobilier sur le taux de couverture du CSR des assureurs**



Source : calculs ACPR.

Note de lecture : une baisse de 42 % (Scénario 4) des prix de l’immobilier fait passer de 295 % à 262 % le taux de couverture du CSR de l’assureur 12.

**Graphique 49 – Impact d’une baisse des prix de l’immobilier sur les fonds propres des assureurs**



Source : calculs ACPR.

Note de lecture : une baisse de 42 % (scénario 4) des prix de l’immobilier de bureaux fait baisser de 16 % les fonds propres de l’assureur 9.

# Ch.5 Risque climatique et stabilité financière

---

## A. Le changement climatique constitue un risque important pour la stabilité financière

Les émissions mondiales de CO<sub>2</sub> ont été multipliées par 2,4 depuis 1970<sup>56</sup>. L'accumulation de gaz à effet de serre (GES) dans l'atmosphère engendre des modifications des équilibres entre l'atmosphère, les océans et la biosphère, à l'origine de phénomènes physiques préoccupants : hausse des températures moyennes à la surface de la Terre, hausse du niveau de la mer, augmentation de la fréquence et de la gravité des événements météorologiques extrêmes, des sécheresses et des inondations, etc. Ces phénomènes devraient s'accroître encore dans les décennies à venir à mesure que le plein effet du réchauffement se manifeste et ce d'autant plus si la concentration de GES continue d'augmenter. Ils auront des impacts économiques majeurs, qu'il est toutefois difficile d'estimer avec précision compte tenu du caractère sans précédent de ces transformations. Pour limiter les conséquences du changement climatique, une transformation structurelle rapide de nos économies est nécessaire pour atteindre la « neutralité carbone », comme la France s'est engagée à le faire à l'horizon 2050<sup>57</sup>. Cette transition représente un défi économique inédit. Compte tenu de leur ampleur, les développements économiques liés au changement climatique comme à la transition vers une économie neutre en carbone représentent également un enjeu de premier plan pour le système financier et peuvent être porteur de risques pour la stabilité financière.

Le Réseau des banques centrales et superviseurs pour le verdissement du système financier (en anglais The Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System ou NGFS)<sup>58</sup>, créé en 2017 à l'initiative, entre autres, de la Banque de France qui en assure le Secrétariat permanent, identifie ainsi les risques climatiques comme une nouvelle source de risques financiers.

### A.1. Différents vecteurs de risque

On distingue principalement deux types de risques climatiques : les risques physiques, associés aux impacts physiques du changement climatique, et les risques de transition, liés à la transition vers une économie bas carbone et les changements structurels associés. À chacune de ces deux familles de risques correspondent différents canaux de transmission à l'économie puis au système financier.

Les phénomènes physiques qui sont aggravés par le changement climatique, comme les inondations, les cyclones ou les sécheresses, entraînent, par exemple, des destructions d'actifs immobiliers ou d'infrastructures, et perturberont les activités des entreprises non financières et financières. Ils nécessiteront une réallocation des investissements productifs vers des dépenses de réparation ou

---

<sup>56</sup> MTES (2021). Chiffres-clés du climat, émissions de CO<sub>2</sub> hors UTCATF, <https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/edition-numerique/chiffres-cles-du-climat/6-emissions-de-co2-hors-utcatf>

<sup>57</sup> La neutralité carbone (ou « net zero ») correspond à l'équilibre entre les émissions de gaz à effet de serre et la capacité d'absorption des puits de carbone. Ces derniers incluent la fixation du carbone par les écosystèmes (forêts, prairies, sols agricoles, etc.) et son élimination par des procédés industriels (procédés d'élimination du dioxyde de carbone (EDC)).

<sup>58</sup> Le NGFS est un réseau mondial qui regroupe des banques centrales et des superviseurs désireux de s'engager en faveur d'un système financier plus durable. Le NGFS réunit 95 banques centrales et superviseurs en tant que membres ainsi que 15 observateurs.

d'adaptation. De leur côté, les compagnies d'assurance pourraient être amenées à revoir leur tarification et leur couverture des risques. Pour les ménages, ils pourraient se traduire par des pertes de revenu (par exemple via des destructions agricoles ou des effets négatifs sur la productivité du travail ou la santé) ou de patrimoine (par exemple via la perte de valeur des actifs immobiliers). Au niveau macroéconomique, les risques physiques entraîneront ainsi une hausse du taux de dépréciation du capital, un besoin d'investissement accru, des perturbations du commerce international, ou encore une réduction des recettes fiscales liées à la baisse de l'activité économique.

Au total, le NGFS estime qu'en l'absence de transition et sans prendre en compte les scénarios les plus extrêmes (avec des points de bascule du système climatique), l'impact cumulé des risques physiques chroniques (hausse de la température, élévation du niveau de la mer, etc.) pourrait atteindre jusqu'à - 13 % du PIB en 2100, auquel s'ajouterait l'impact des risques aigus (liés aux dommages causés par les événements météorologiques extrêmes).

Les risques de transition pourraient quant à eux affecter les économies via divers canaux. Les politiques publiques d'atténuation ou d'adaptation au changement climatique, telles que l'instauration ou l'accroissement de la fiscalité carbone, l'interdiction des véhicules à moteur thermique ou l'investissement public dans les énergies renouvelables impliquent une réévaluation des rendements attendus dans certains secteurs, notamment ceux à forte intensité en carbone. Si cet impact est mal anticipé par les acteurs, certains actifs jugés « échoués » (*stranded assets*) pourraient subir une correction marquée de leurs prix<sup>59</sup>. La réévaluation à la baisse du prix de certains actifs (par exemple, ceux liés aux entreprises les plus polluantes, qui verront leur modèle économique remis en cause par la transition) affectera les bilans des acteurs financiers, aussi bien les banques que les organismes d'assurance ou les fonds d'investissements. Cette dépréciation pourrait également affecter la valeur des actifs apportés en collatéral pour obtenir des prêts. Des innovations technologiques majeures pourraient avoir des effets similaires, en rendant obsolètes des processus de production et les investissements qui y auraient été consacrés. Des changements dans les préférences et les comportements des consommateurs et des investisseurs pourraient également être à l'origine de réévaluations des perspectives de croissance et des actifs dans certains secteurs. Au-delà de l'impact sur le patrimoine des ménages, ces chocs pourraient avoir un impact sur leurs revenus et leur pouvoir d'achat, aussi bien par le canal des prix que par celui du marché du travail, et donc peser sur la demande.

Selon le NGFS, l'impact économique lié aux risques de transition sera bien inférieur à celui des risques physiques dès 2050, mais concentré sur certains secteurs. Les décisions des différents agents économiques pourront aggraver ou au contraire réduire ces risques. Certaines politiques publiques, notamment d'investissement, visent ainsi à réduire l'impact des risques climatiques sur l'activité économique (par exemple dans le scénario NGFS *Net Zero 2050*). Le NGFS estime ainsi que les risques climatiques seraient minimisés dans le cas d'une transition ordonnée vers une économie bas carbone (NGFS, 2021). Ils pourraient au contraire être aggravés par des dynamiques inhérentes au système financier, avec des effets à la fois microéconomiques et macroéconomiques sur les risques de crédit ou de marché. Par exemple, les risques climatiques pourraient créer un choc de confiance, ou les investisseurs pourraient réallouer leurs portefeuilles dans la même direction sur une courte période de temps, créant un moment de Minsky lié au climat (« *climate Minsky moment* »<sup>60</sup>) avec des effets de second tour sur le système financier.

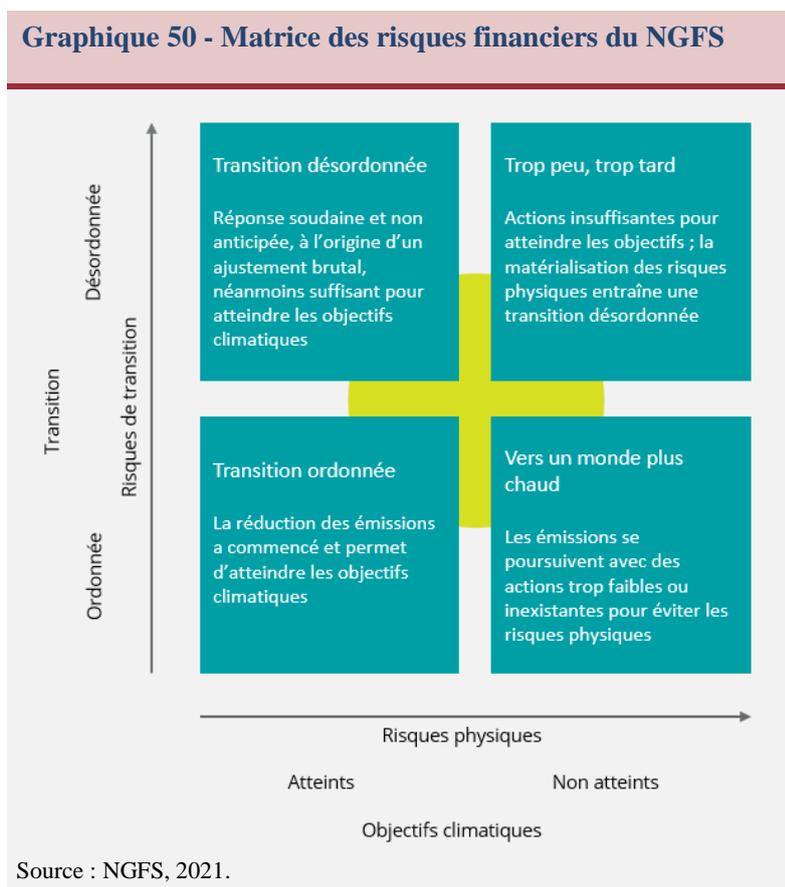
---

<sup>59</sup> Les « actifs échoués » sont des actifs qui doivent être retirés avant la fin de leur durée de vie, en raison d'évolutions de la législation ou des technologies ou des conditions de marché, et qui perdent donc de leur valeur.

<sup>60</sup> Un « Climate Minsky moment » est une analogie en référence au moment de retournement - développé par Hyman Minsky - des investisseurs qui vendent en masse leurs actifs et déclenchent ainsi une spirale à la baisse des prix et un assèchement de la liquidité (voir, par exemple, Carney, 2015).

## A.2. Comment évaluer les effets sur le système financier ?

Le recours à des scénarios climatiques permet de donner un cadre général à l'analyse de ces risques et de simuler les possibles interactions entre des variables climatiques, énergétiques et économiques. Ces scénarios ne sont ni des prévisions ni des stratégies mais un ensemble de trajectoires plausibles et cohérentes entre leurs différentes dimensions climatiques, économiques et financières permettant de mieux appréhender les risques associés à ces développements. Le NGFS propose de catégoriser les scénarios possibles en quatre familles, qui décrivent différentes combinaisons des risques physiques et de transition (Graphique 50).



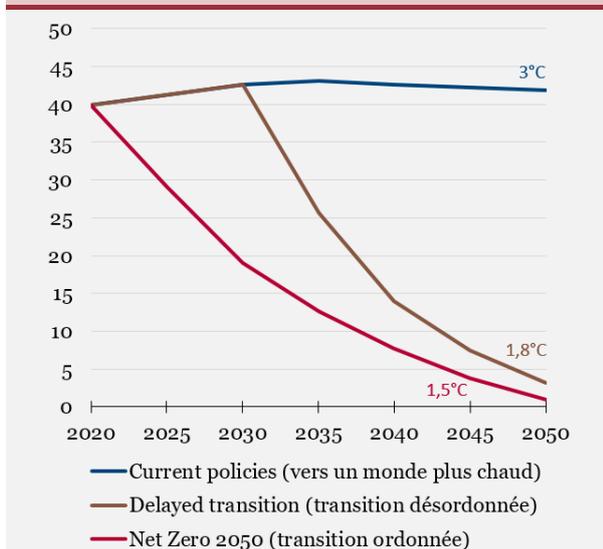
Premièrement, la transition peut s'effectuer de manière ordonnée (« transition ordonnée »), avec une trajectoire de réduction des émissions de GES (Graphique 51) progressive et suffisante pour respecter les engagements climatiques (notamment dans le scénario *Net Zero 2050*). La mise en place immédiate de mesures climatiques permet une hausse progressive et mesurée du prix des émissions (Graphique 52). Cette transition ordonnée permet de limiter le niveau de risques physiques et de transition.

La transition peut également s'effectuer de manière désordonnée, parce que tardive, soudaine ou non-anticipée (« transition désordonnée »). Dans ce cas, elle permet d'atteindre les objectifs fixés par l'Accord de Paris, mais comporte davantage de risques de transition, par exemple dus à l'incapacité de certains secteurs à s'adapter en un temps restreint, ce qui peut peser sur leur chiffre d'affaires et leur solvabilité. Des retards dans la mise en œuvre de politiques climatiques peuvent également se traduire par une hausse plus marquée, pour une même cible de température, du prix du carbone, avec des impacts négatifs sur l'activité économique, différenciés selon les secteurs. Dans le cas d'une transition désordonnée, l'impact négatif sur le PIB mondial dû aux risques de transition est plus élevé.

Une troisième famille de scénarios possibles (« trop peu, trop tard ») considère une action climatique insuffisante et trop tardive pour permettre de limiter le changement climatique au même niveau que dans les deux premiers cas. Ainsi, si la neutralité carbone peut être atteinte dans ce scénario, elle l'est de manière désordonnée et à un horizon trop éloigné pour permettre d'atteindre les objectifs de limitation du réchauffement et de minimiser les conséquences physiques du changement climatique. Cette dernière catégorie comporte à la fois des risques de transition et des risques physiques élevés.

Enfin, les scénarios « vers un monde plus chaud » envisagent la possibilité d'une action climatique limitée, qui mène à un réchauffement climatique significatif et, par conséquent, à un niveau élevé de risques physiques. Ces risques physiques se matérialiseront à divers horizons de temps, de différentes manières selon les zones géographiques, et auront un impact sur les économies (via par exemple une baisse de la productivité agricole et du travail manuel, ou la destruction d'infrastructures), en particulier dans les pays en développement. Les risques physiques engendreront une réaffectation du capital à la reconstruction et à l'adaptation.

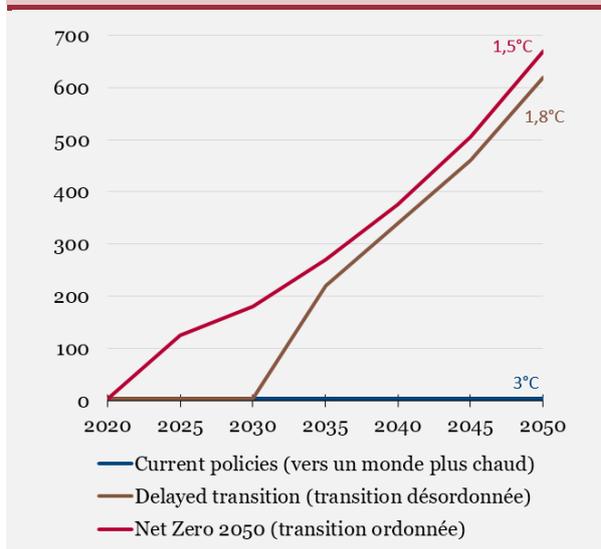
**Graphique 51 – Émissions de GES dans trois scénarios du NGFS (en Gt CO<sub>2</sub>)**



Source : NGFS (modèle REMIND-MAgPIE), 2021.

Note : Les trois scénarios présentés ont chacun une cible de température différente. Pour une cible de température donnée, une transition désordonnée implique un prix du carbone plus élevé qu'une transition ordonnée.

**Graphique 52 - Trajectoires de prix d'émission dans trois scénarios du NGFS (en dollars par tonne CO<sub>2</sub>)**



Source : NGFS (modèle REMIND-MAgPIE), 2021.

Note : Les trois scénarios présentés ont chacun une cible de température différente. Pour une cible de température donnée, une transition désordonnée implique un prix du carbone plus élevé qu'une transition ordonnée.

## B. L'ACPR a conduit un exercice pilote impliquant les principaux groupes bancaires et organismes d'assurance français<sup>61</sup>

### B.1. Un exercice de résistance inédit et ambitieux

L'ACPR est le premier superviseur à avoir organisé un exercice aussi complet et exigeant d'évaluation des risques associés au changement climatique avec les groupes bancaires et organismes d'assurance placés sous sa responsabilité. Son caractère inédit et ambitieux réside dans l'horizon sur lequel les risques sont évalués (30 ans), les méthodologies employées (analyse de scénarios déclinés au niveau des secteurs économiques), ses hypothèses (notamment de bilan dynamique), sa couverture des risques physique et de transition, et, enfin, le fait que les institutions participantes évaluent elles-mêmes leurs risques sur la base d'hypothèses communes. Il illustre le rôle moteur joué par les autorités et les institutions financières françaises dans les progrès accomplis dans la lutte contre le dérèglement climatique, depuis l'adoption de la loi sur la transition énergétique et la croissance verte et la signature de l'Accord de Paris en 2015.

Cet exercice, conduit de juillet 2020 à avril 2021, a atteint ses objectifs :

- de mobilisation des banques et des assureurs français. Au total, 9 groupes bancaires et 15 groupes d'assurance se sont mobilisés sur plus de trois trimestres malgré le contexte de la crise Covid, pour mener à bien cet exercice pilote. Cette très forte mobilisation permet de présenter des résultats représentatifs (85 % du total du bilan bancaire et 75 % du total du bilan des assureurs) et à forte valeur ajoutée sur ces deux secteurs ;
- de sensibilisation des acteurs aux risques de changement climatique. Les institutions participantes ont salué l'intérêt de cet exercice pilote et les nombreuses avancées permises en termes de mobilisation transversale des équipes, de réflexions internes sur l'analyse des risques et les limites des modèles actuellement utilisés, mais également d'orientation stratégique ainsi que de meilleure compréhension des enjeux et de l'impact du changement climatique sur leur modèle d'activité. L'exercice pilote a ainsi servi de catalyseur aux réflexions et pour certains groupes, accéléré la mobilisation des équipes et des moyens ;
- de quantification et d'évaluation de scénarios complexes de transition ou de risque physique en s'appuyant notamment sur les travaux du NGFS, en retenant deux des scénarios publiés par ce dernier en juin 2020<sup>62</sup>. Ces scénarios vont servir également de socle à d'autres exercices en cours de préparation, comme ceux de la Banque d'Angleterre à partir de juin 2021 ou de la Banque centrale européenne en 2022 ;
- d'établissement d'une première mesure des risques et vulnérabilités auxquels les institutions financières françaises sont exposées, en ajoutant une vision prospective des risques, sur un horizon de long terme, qui conditionne la réalisation de plusieurs scénarios. L'exercice a également offert aux institutions financières la possibilité d'évaluer leurs actions correctives (sortie de certains secteurs par exemple), grâce à l'hypothèse de bilan dynamique, et de prendre ainsi conscience de nouveaux risques : hiatus potentiel entre stratégies de sortie de certaines activités émettrices de gaz à effet de serre et objectif de maintien des parts de marché, volonté de financer l'économie ou de préserver une relation client d'où résulte potentiellement une exposition plus durable que prévu aux risques de transition ou physique.

<sup>61</sup> Clerc L., Bontemps-Chanel A.-L., Diot S., Overton G., Soares De Albergaria S., Vernet L. et Louardi M., « Les principaux résultats de l'exercice pilote climatique 2020 », Analyses et synthèses n° 122-2021.

<sup>62</sup> Le NGFS a publié une seconde version de scénarios climatiques en juin 2021.

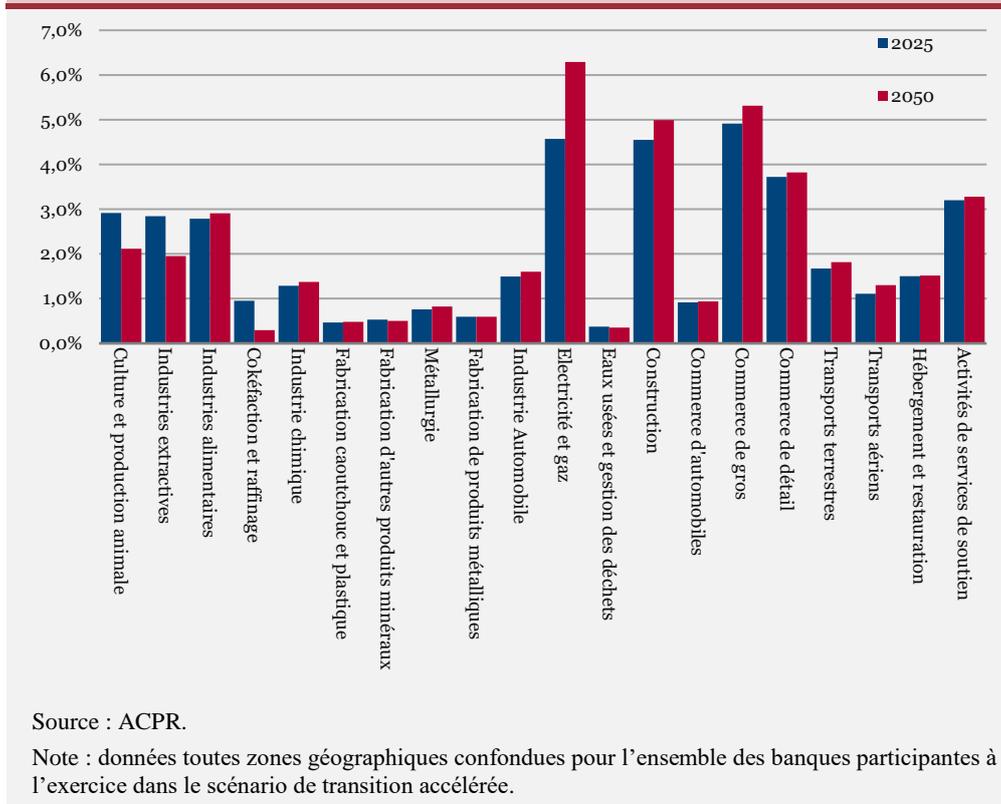
## B.2. Une exposition globalement « modérée » des banques et des assurances françaises aux risques liés au changement climatique

L'exercice pilote montre, sur la base des scénarios et hypothèses retenus, une exposition et des vulnérabilités globalement « modérées », en ligne avec les résultats des travaux précédents de l'ACPR. Cette conclusion doit être cependant relativisée à l'aune des incertitudes portant à la vitesse et l'impact du changement climatique, mais aussi en raison des difficultés méthodologiques soulevées par l'exercice.

La France, qui concentre environ 50 % des expositions des institutions financières françaises, ou l'Europe, qui en recouvre environ 75 %, sont en effet relativement moins impactées que d'autres zones géographiques selon les projections du Groupe d'experts intergouvernementaux sur l'évolution du climat (GIEC) qui sont utilisées dans cet exercice. La France contribue également pour moins de 2 % des émissions mondiales de gaz à effet de serre. En revanche, les expositions sur des zones géographiques telles que les États-Unis (qui représentent environ 9 % des expositions) apparaissent plus sensibles au risque de transition.

L'exposition des institutions françaises aux secteurs les plus impactés par le risque de transition, tels qu'identifiés dans cet exercice (industries extractives, cokéfaction et raffinage, pétrole, agriculture, etc.), est relativement faible. En outre, les établissements ont tendance à réduire leurs expositions à ces secteurs à l'horizon 2050 (Graphique 53). C'est néanmoins dans ces secteurs que le coût du risque (les provisions pour pertes attendues sont multipliées par trois) et les probabilités de défaut progressent le plus. À titre de comparaison, la crise Covid a jusqu'à présent conduit en 2020 à un doublement du coût du risque pour les banques françaises, dans un contexte de fortes pertes d'activité. C'est dans ces secteurs que sont également concentrées les pertes relatives en portefeuille pour les banques et les assurances, avec toutefois une dispersion importante en fonction des expositions individuelles. Dans l'interprétation de ces résultats, il convient de garder en tête qu'aucun des scénarios n'intègre d'épisode de récession à l'horizon 2050, contrairement à la pratique usuelle des tests de résistance, mais, pour les scénarios défavorables, une moindre croissance de l'activité.

**Graphique 53 - Structure sectorielle des expositions de crédits aux entreprises**

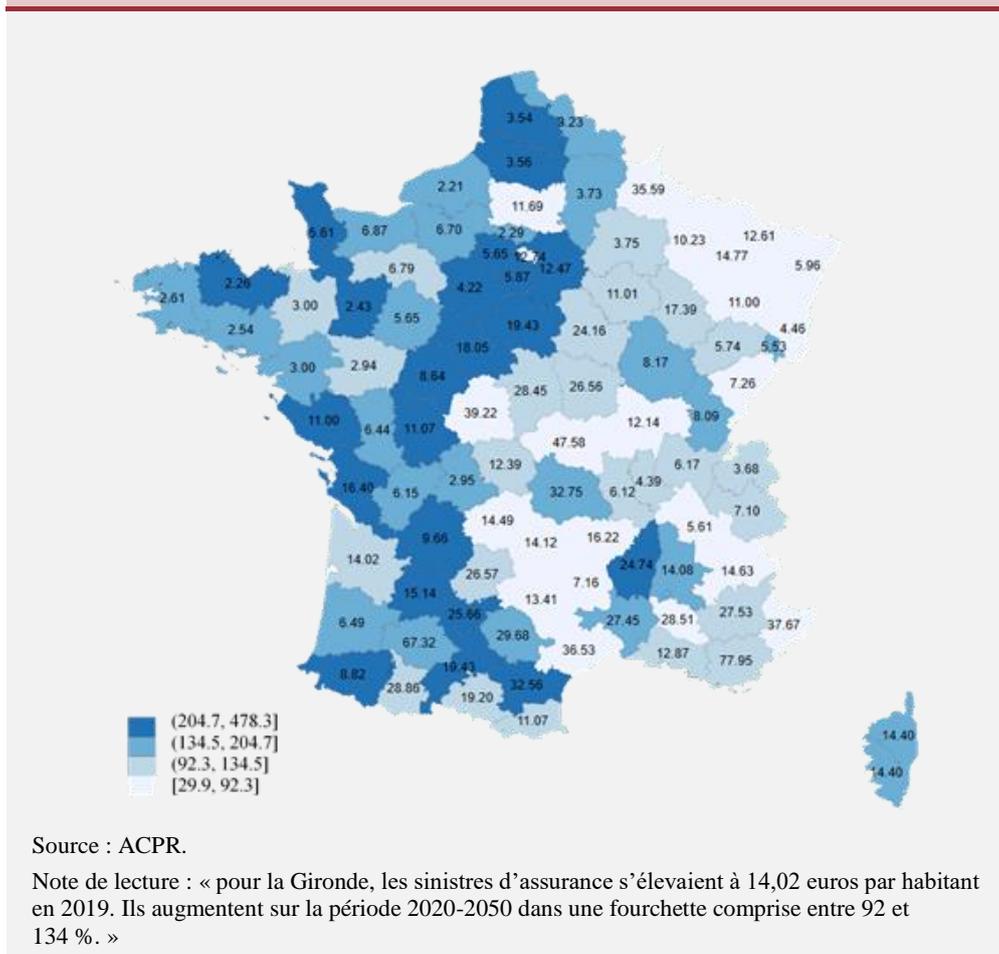


Même si la France est relativement épargnée dans les scénarios du GIEC, l'exercice pilote montre que les vulnérabilités associées au risque physique sont loin d'être négligeables. Ainsi, sur la base des éléments remis par les assureurs, le coût des sinistres pourrait être multiplié par 5 à 6 dans certains départements français entre 2020 et 2050 (Graphique 54). La hausse de la sinistralité est liée aux risques « sécheresse » et « inondation », ainsi qu'à l'accroissement du risque de tempêtes cycloniques dans les territoires ultramarins. Cette augmentation des sinistres conduit à un « risque d'assurabilité »<sup>63</sup> sur certaines parties du territoire, risque dont les assureurs ont estimé qu'il pouvait être intégralement compensé par une hausse des cotisations. S'agissant des banques, l'exercice montre que les progrès accomplis dans la prise en compte du risque physique sont très limités au regard du constat dressé par l'ACPR en 2019<sup>64</sup>, qui soulignait déjà le retard pris par rapport au développement de l'analyse du risque de transition. Seuls deux établissements sur neuf ont ainsi été en mesure de quantifier l'impact d'un accroissement de la non-couverture en assurance potentielle sur le risque de crédit. Cette situation est principalement liée à la difficulté des établissements d'avoir, au niveau consolidé, une vision précise de la localisation géographique de leurs expositions (immobiliers, entreprises).

<sup>63</sup> Le risque d'assurabilité correspond au risque que les primes demandées par un assureur pour couvrir un risque donné deviennent prohibitives par rapport à la valeur à assurer.

<sup>64</sup> « [Les assureurs français face au risque de changement climatique](#) », Analyses et synthèse n°102, ACPR, 2019.

Graphique 54 - Sinistralité tous périls (2019 – 2050)



Les institutions bancaires et les assureurs doivent donc mieux intégrer les risques liés au changement climatique dans leur processus d'évaluation des risques financiers. Cette meilleure prise en compte sera de nature à favoriser une meilleure allocation des ressources et assurer le financement de la transition, et ainsi à lutter contre le changement climatique. Si la prise de conscience semble générale au sein du secteur financier, le degré de maturité reste hétérogène et certaines institutions n'ont pas encore pleinement intégré l'urgence à agir.

### B.3. Des progrès méthodologiques nécessaires

L'exercice pilote fait également apparaître un certain nombre de limites méthodologiques sur lesquelles il est nécessaire de progresser. Il marque donc le point de départ de nouveaux travaux pour améliorer la méthodologie des tests de résistance climatiques.

Le premier point d'amélioration identifié par l'ACPR porte sur les hypothèses retenues pour l'élaboration des scénarios et l'identification des secteurs sensibles. Ainsi, une difficulté rencontrée par les institutions ayant participé à l'exercice tient à la faible variabilité entre les différents scénarios proposés par l'ACPR, les modèles utilisés par les banques et les assurances pour quantifier les risques n'étant pas adaptés pour intégrer des trajectoires très lisses des variables macroéconomiques et financières sur une longue période. Une seconde difficulté tient à l'identification des secteurs sensibles ou exposés au risque climatique, qui repose sur des hypothèses concernant l'évolution du mix

énergétique ainsi que l'intensité et l'efficacité énergétique de la production, qui n'ont pas été intégrées de façon satisfaisante dans le présent exercice. Enfin se pose la question de la granularité sectorielle et du rattachement des expositions ou des contreparties à une nomenclature donnée, en particulier lorsque que l'activité de ces contreparties couvre plusieurs secteurs.

Les futurs exercices de l'ACPR devront également améliorer le traitement du risque physique, notamment pour le portefeuille de crédit aux entreprises. Cela implique une prise en compte des interdépendances entre entreprises qui reste aujourd'hui insuffisante, notamment en raison de l'absence ou du caractère lacunaire des informations publiées par les entreprises. Cette difficulté pourrait être en partie progressivement levée avec les exigences futures, en particulier au niveau européen, en matière de publication des informations extra-financières. Pour le secteur de l'assurance, la question de la frontière d'assurabilité mérite également des travaux complémentaires.

Enfin, il conviendra d'améliorer les modèles utilisés par les établissements bancaires ou les organismes d'assurance et les sources de données afin de permettre une meilleure prise en compte du risque climatique (notamment au niveau sectoriel ou des entreprises et des contreparties). Plusieurs pistes méthodologiques intéressantes ont été mises en œuvre par les institutions financières dans le contexte de cet exercice qu'il convient d'explorer plus avant.

## C. La surveillance des conséquences du changement climatique pour la stabilité financière se renforce

Les principaux résultats de l'exercice pilote ont été présentés au HCSF en mars 2021. Le Haut Conseil a ainsi pu prendre la mesure des enjeux en terme de stabilité financière et, sur cette base, a confirmé la pertinence de surveiller les risques pour la stabilité financière associés au changement climatique. Dans le cadre de son mandat, il suivra désormais ce sujet de manière régulière pour s'assurer que l'action collective des autorités françaises contribue à une évaluation pertinente et à une gestion efficace de ces risques.

Par ailleurs, les constats dressés au cours de l'exercice pilote ont débouché sur la mise en place de nouveaux groupes de travail thématiques avec les banques et les organismes d'assurance ainsi qu'avec des partenaires externes. Dans l'immédiat, ces groupes porteront sur trois sujets : (i) l'analyse des scénarios, des hypothèses associées et des variables manquantes dans les scénarios fournis par la Banque de France/ACPR durant l'exercice pilote, (ii) la prise en compte et la modélisation du risque physique, et (iii) les modèles utilisés et les difficultés techniques rencontrées dans la mise en œuvre des tests de résistance liés à l'exercice pilote. Ces travaux permettront de préparer le prochain exercice de l'ACPR, qui devrait se tenir en 2023-2024.

En parallèle, les travaux européens et internationaux conduits dans plusieurs enceintes telles que l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance ou encore le Comité de stabilité financière progressent rapidement : après une phase d'appropriation, les discussions devraient rapidement aborder la question de la réponse à apporter aux risques identifiés. Enfin, la collaboration au sein du NGFS sur des travaux plus techniques (élaboration des scénarios, amélioration des techniques d'évaluation des risques, etc.) se poursuit et s'élargit désormais à une large communauté de banques centrales et de superviseurs. Les autorités françaises sont fortement engagées dans ces travaux.

## Lexique

**ABE / EBA** : Autorité bancaire européenne / European Banking Authority.

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

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

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

**BCE** : Banque centrale européenne.

**Bâle 3** : cf. Comité de Bâle.

**Billets de trésorerie** (*Commercial papers*) : titres de créance négociables émis par les entreprises pour une durée inférieure à un an.

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

**CD** : certificats de dépôts de banques.

**CERS / ESRB** : Comité européen du risque systémique / European Systemic Risk Board. Créé en 2010, il est en charge de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE. Il contrôle et évalue les risques systémiques, et peut émettre des alertes et des recommandations.

**CET1** : *Common Equity Tier 1*, fonds propres de base de catégorie 1. À la suite des accords dits « Bâle 3 », le règlement CRR a défini une classification des fonds propres des établissements de crédit selon leur « qualité », classification utilisée pour les exigences réglementaires sur les fonds propres. Dans un ordre croissant de qualité, le capital est ainsi divisé en « Tier 2 », « *Additional Tier 1* » (AT1) et « *Common Equity Tier 1* » (CET1). Les fonds propres CET1, définis à l'article 50 de CRR, sont constitués du capital social et primes d'émission associées, des réserves, des résultats non distribués et des fonds bancaires pour risques bancaires généraux. L'ABE publie et met régulièrement à jour une liste des instruments autorisés en tant que CET1 dans les différents pays ([lien](#) pour la publication de décembre 2019). Le « ratio CET1 » est un ratio prudentiel qui désigne la valeur des fonds propres CET1 divisés par la valeur des actifs pondérés selon leur niveau de risques (*risk-weighted assets*). Cf. notice 2020 de l'ACPR sur le calcul et la publication des ratios prudentiels ([lien](#)).

**CNAV** : *Constant Net Asset Value*, fonds investis en instruments de dette souveraine à valeur liquidative constante.

**Comité de Bâle** (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) : comité rassemblant les superviseurs de 27 pays, chargé de renforcer la solidité du système financier mondial. L'ACPR et la Banque de France sont membres du Comité de Bâle pour la France. Son secrétariat est assuré par la Banque des règlements internationaux (BRI). Ses décisions sont transposées dans les législations nationales et européennes, par exemple dans le « paquet bancaire » (CRD V, CRR II...). L'accord dit « Bâle 3 » (*Basel III*) de 2010, ainsi que les travaux de mise en œuvre consécutifs, visent à renforcer le système financier après la crise financière de 2008. Ses exigences sont regroupées en trois piliers : le Pilier 1 recouvre des exigences communes à toutes les banques (en particulier, des planchers de ratios prudentiels), le Pilier 2 concerne la surveillance prudentielle par des autorités de supervision et le Pilier 3 s'appuie sur la discipline de marché, avec des obligations de transparence et relatives à la communication financière. Cf. site de la BRI ([lien](#) et [tableau synthétique](#) de Bâle 3).

**CP** : *Commercial Paper*, billets de trésorerie de sociétés non financières et d'administrations publiques.

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

**CRD V** : Directive (UE) 2019/878 modifiant la directive CRD en ce qui concerne les entités exemptées,

les compagnies financières *holding*, les compagnies financières *holding* mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres. [Lien EUR-Lex](#). La plupart des dispositions s'appliqueront à partir du 28 juin 2021. CRD V et CRR II sont souvent désignées conjointement par le terme de « paquet bancaire », parfois en y joignant d'autres textes comme les projets de directive BRRD 2 (*Bank Recovery and Resolution Directive*, Directive sur le redressement et la résolution) et SRMR (*Single Resolution Mechanism Regulation*, ou Mécanisme de résolution unique, MRU). Elle s'inscrit dans la démarche en vue de la construction d'une « union bancaire » (*cf.* Union bancaire).

**Créances hypothécaires titrisées** : valeur mobilière adossée à des créances hypothécaires (en anglais : *Mortgage-Backed Security – MBS*). La valeur de revente du titre est garantie à la fois par un ensemble de portions d'hypothèques et par les intérêts payés sur ces hypothèques.

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

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

**CSR / SCR** : capital de solvabilité requis / *Solvency Capital Requirement*. C'est le niveau de capital de solvabilité requis dans le cadre de la directive *Solvabilité 2* qui s'applique au secteur de l'assurance. Il correspond au capital nécessaire pour limiter la probabilité de ruine de l'organisme d'assurance à 0,5 % à horizon un an. Propre à chaque organisme, il dépend de son activité, de ses expositions aux risques et du contexte macroéconomique. Il peut être calculé selon une formule standard ou basé sur un modèle interne. Si la réglementation impose un taux de couverture du CSR minimum de 100 %, les ratios effectifs des entreprises d'assurance sont en pratique nettement supérieurs.

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

**FIA** : Fonds d'investissement alternatif. Ce terme regroupe une catégorie de fonds très divers (fonds à vocation générale, fonds de capital-investissement, fonds immobiliers, qu'ils soient ouverts à des investisseurs non professionnels ou non...), distincte des OPCVM (*cf.* [site de l'AMF](#)) et qui relèvent de la directive AIFM (directive 2011/64/UE du 8 juin 2011).

**FMI** : Fonds monétaire international.

**FSB** : Financial Stability Board, le Conseil de stabilité financière est un organisme international en charge de la surveillance du système financier mondial.

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

**ICR** : *Interest Coverage Ratio*, ratio de couverture des frais financiers. Il se calcule comme le rapport entre, d'une part, la valeur ajoutée, majorée des subventions d'exploitation, minorée des charges de personnel, des impôts et taxes d'exploitation, des autres charges nettes de gestion courante hors intérêts nets et éléments assimilés, des dépréciations et amortissements (*earnings before interest and taxes*) et, d'autre part, les intérêts et éléments assimilés.

**IFRS** : *International Financial Reporting Standard*, normes comptables internationales.

**IOSCO** : International Organization of Securities Commissions, (en français, l'Organisation internationale des commissions de valeurs) regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde.

**LCR** : *Liquidity Coverage Ratio*, ratio de couverture des besoins de liquidités, pour un établissement de crédit. Il se calcule comme le ratio de l'encours d'« actifs liquides de haute qualité » (HQLA, pour *High-*

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

**LR** : *Net Leverage Ratio*, taux d'endettement net. Il se calcule comme le rapport entre les dettes totales nettes des disponibilités et les capitaux propres de l'entreprise.

**LTV** : *Loan To Value*, ratio du prêt hypothécaire consenti en pourcentage de la valeur totale de la propriété sur le marché immobilier.

**LVNAV** : *Low Volatility Net Asset Value*, fonds investis en titres d'émetteurs du secteur privé à valeur liquidative faiblement variable.

**MMF** : *Money Market Funds*, organismes de placement collectifs qui investissent les fonds qui leur sont confiés dans des instruments de dette à court terme.

**MMFR** : Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires.

**MSCI Europ Index** : indice boursier créé par la société MSCI qui permet de suivre l'évolution des Bourses de 15 pays européens dits développés.

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

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

**OAT** : Obligations Assimilables du Trésor, valeurs mobilières négociables représentant la dette de l'État et réparties en trois types : (i) les bons à taux fixe et à intérêt précompté (BTF) à savoir des titres négociables à court terme, (ii) les bons du trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN), émis pour une durée de 2 à 5 ans et les OAT émises pour une durée supérieure à 7 ans, afin de financer les besoins de l'État à long terme. Il s'agit d'obligations dont le principal est remboursé en un seul versement, à une date d'échéance fixée dès la date d'émission.

**Obligations high yield** : obligations à haut rendement. Ce sont des obligations émises par des entreprises ayant reçu d'une agence de notation une note de crédit inférieure ou égale à BB+. Pour compenser leur risque de défaut plus élevé, ces obligations offrent un rendement plus élevé que les obligations mieux notées, dites *investment grade*.

**Obligations investment grade** : obligations émises par des entreprises dont la note de crédit est entre AAA et BBB-.

**OPC** : organisme de placement collectif. Ce sont soit des OPCVM, soit des FIA.

**OPCVM** : organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ce terme inclut les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds commun de placement) - cf. [site de l'AMF](#).

**PEPP** : *Pandemic Emergency Purchase Programme*, programme d'achats d'urgence face à la pandémie. Programme temporaire d'achat d'actifs privés et publics lancé en mars 2020 par la BCE en réponse à la crise liée à la pandémie de covid-19.

**PER** : *Price Earnings Ratio* ou « ratio cours sur bénéfices », indicateur financier qui se calcule en divisant la capitalisation boursière par le résultat net, ou en divisant le cours d'une action par le bénéfice net par action.

**PGE** : prêts garantis par l'État, dispositif prévu par la loi de finances rectificative du 23 mars 2020 et opérationnel depuis le 25 mars 2020. Le PGE est un prêt octroyé à une entreprise ou un professionnel par sa banque et faisant l'objet d'une garantie apportée par l'État sur une partie significative du prêt (70 % ou 80 % pour les grandes entreprises et 90 % pour les autres entreprises). L'enveloppe totale de financements garantis est de 300 Md€ et l'accès aux prêts est ouvert jusqu'au 31 décembre 2020 pour les entreprises quels que soient leur secteur ou leur taille.

**PIB** : produit intérieur brut.

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

**PNB** : produit net bancaire.

**Ratio de levier / leverage ratio** : ratio des fonds propres sur l'actif total. Pour les banques, il se définit comme le ratio des fonds propres de catégorie 1 divisés par le total des expositions (actifs) au bilan et hors bilan. Utilisé d'abord dans le cadre du « pilier 2 » (c'est-à-dire d'exigences calibrées spécifiquement pour chaque banque par l'autorité de supervision), les accords de Bâle 3 fixent un ratio de levier minimum de 3 % en tant que norme « pilier 1 » depuis 2018. Cette exigence a été transposée en législation européenne par le « paquet bancaire ».

**Ratio put/call** : ratio calculé en divisant le nombre d'options de vente (*put*) par le nombre d'options d'achat (*call*) et indique une anticipation du marché de forte dépréciation lorsqu'il s'éloigne au-dessus de 1, ou au contraire une absence de vue du marché lorsqu'il s'approche de 1.

**RoA** : *Return on Assets*, rentabilité des actifs. Il est égal au rapport entre le résultat net et le total des actifs.

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

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

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

**Solvabilité 2** : surnom de la Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009. Il s'agit d'une réforme réglementaire européenne du monde de l'assurance. Dans la lignée de Bâle II, son objectif est de mieux adapter les fonds propres exigés des compagnies d'assurance et de réassurance aux risques que celles-ci encourent dans leur activité. La date d'effet de cette directive est le 1er janvier 2016.

**SPAC** ; *Special Purpose Acquisition Company* (en français « société d'acquisition à vocation spécifique »), société sans activité opérationnelle dont les titres sont émis sur un marché boursier en vue d'une acquisition ou d'une fusion future dans un secteur particulier et avant une échéance déterminée.

**STFM** : *Short-Term Funding Market* (en français, marché du financement court terme).

**TLTRO** : *Targeted Long-term refinancing Operations*, opérations ciblées de refinancement de long terme. Ces opérations constituent l'un des instruments non conventionnels de politique monétaire de la BCE. Les TLTRO permettent d'octroyer des prêts à long terme aux banques et de les inciter, ainsi, à accroître leur activité de prêt au profit des entreprises et des consommateurs de la zone euro. Le taux dont les banques peuvent bénéficier dépend de l'évolution de leur encours de crédit. Trois opérations ont été lancées, la première de septembre 2014 à septembre 2018, la deuxième entre juin 2016 et

mars 2017 et la troisième, qui a débuté en septembre 2019. Des conditions plus favorables sont appliquées à toutes les opérations depuis juin 2020.

**Union bancaire** : démarche visant à une plus grande intégration du système bancaire européen, et en particulier celui de la zone euro. Elle a été initiée par la « Feuille de route pour une union bancaire » de septembre 2012 (communication de la Commission, [lien](#)). Elle s'est traduite par plusieurs textes, en particulier ceux instaurant le Mécanisme de supervision unique (MSU) et le Mécanisme de résolution unique (MRU / SRMR), ainsi que le « paquet bancaire » (CRR II, CRD V principalement) et les textes relatifs au système de garantie des dépôts. Cf. site de la Commission ([lien](#)), site du Parlement européen ([lien](#)), site du Conseil ([lien](#)), et site du MSU ([lien](#)).

**VIX** : indicateur de volatilité (en anglais, *Volatility Index*) du marché financier américain. Il est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cet indice est calculé en faisant la moyenne des volatilités annuelles sur les options d'achat (call) et les options de vente (put) sur l'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500).

**VNAV** : *Volatility Net Asset Value*, fonds investis en titres d'émetteurs du secteur privé à valeur liquidative variable.