

HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel **Septembre 2022**

Table des matières

TABLE DES MATIÈRES	1
RÉSUMÉ	3
CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER.....	6
A. Environnement macroéconomique	6
B. Marchés.....	7
C. Ménages	13
D. Entreprises	15
E. Banques	21
F. Organismes d'assurance.....	26
G. Gestion d'actifs	28
ACTION DU HCSF.....	31
A. L'action du HCSF au cours de l'année écoulée	31
LE CADRE ANALYTIQUE DE LA PRISE DE DÉCISION SUR LE TAUX DU COUSSIN CONTRA-CYCLIQUE.....	38
A. Le rôle du coussin contra-cyclique	38
B. Les quatre étapes de la stratégie du HCSF pour fixer le taux de coussin contra- cyclique 40	
C. Une reconstitution progressive post-crise sanitaire des coussins contra- cycliques en Europe	46
CRYPTO-ACTIFS ET STABILITÉ FINANCIÈRE	50
A. Un marché des crypto-actifs à la croissance erratique, mais en structuration progressive	50
B. Des limites importantes, qui se sont matérialisées au cours des derniers mois	54
C. Des risques multiples pour la stabilité financière	55
D. Une réponse réglementaire nécessaire et un possible rôle pour une monnaie numérique de banque centrale.....	57

Ce rapport a été adopté par les membres du Haut Conseil de stabilité financière à l’occasion de la séance du 15 septembre 2022.

Bruno Le Maire
Ministre de l’Économie, des Finances et de la
Souveraineté industrielle et numérique
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

Jean-Claude Hassan
Président par intérim 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

Les données sous-jacentes à la rédaction de ce rapport ont été arrêtées au 1^{er} septembre 2022.

Ce rapport a été préparé, sous la responsabilité de Jean Boissinot et Jean Dalbard, 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

Alors que l'économie et le système financier étaient en phase de normalisation depuis la publication du dernier rapport annuel du Haut Conseil en septembre 2021, à la suite de la crise liée à la pandémie de covid-19, la guerre en Ukraine constitue un nouveau choc exogène majeur pour la stabilité financière, face auquel le système financier français a fait preuve de résilience. Dans ce contexte, ce rapport annuel 2022 revient tout d'abord sur la situation financière des ménages, des entreprises et des principaux acteurs du secteur financier français (banques, organismes 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, deux chapitres thématiques reviennent sur certains sujets abordés par le HCSF dans le cadre de ses travaux : le cadre analytique de la prise de décision du coussin contra-cyclique et les risques pour la stabilité financière liés aux cryptoactifs.

La guerre en Ukraine a substantiellement dégradé l'environnement macroéconomique, exacerbant les tensions sur les matières premières et menant à un fléchissement de la croissance

En 2021, l'activité a connu un rebond rapide après la forte chute du PIB subie en 2020. Cette dynamique a cependant été ralentie début 2022 par la guerre en Ukraine, qui a mené à une révision à la baisse des perspectives de croissance, aussi bien en France que dans les autres pays européens.

Elle a en outre renforcé des tensions inflationnistes qui étaient déjà significatives, en raison de son effet sur les prix de l'énergie. L'inflation atteint ainsi des niveaux qui n'ont pas été observés depuis les années 1980.

Les marchés financiers, qui étaient sur une dynamique très positive en 2021, ont fortement corrigé depuis le début de l'année 2022. Cette correction est toutefois restée ordonnée, bien que quelques tensions soient apparues sur certains segments, notamment les marchés de matières premières. En réaction à la hausse de l'inflation et à la normalisation de la politique monétaire, on a observé une rapide remontée des taux d'intérêt sur les marchés. Cette hausse des taux a eu un impact transverse sur l'ensemble des marchés avec, entre autres, une augmentation notable des taux des obligations souveraines et *corporate* concomitante d'une forte baisse des valorisations sur les marchés actions, et plus généralement des corrections de prix sur l'ensemble du spectre des actifs risqués.

Les ménages et les entreprises ont pour l'heure été assez peu affectés, mais leurs vulnérabilités risquent de s'aggraver à moyen terme alors que les conditions de financement se durcissent singulièrement

Les ménages français sont sortis de la crise covid avec un excédent d'épargne important. La guerre en Ukraine devrait toutefois mener à une érosion de cette épargne, avec un impact différencié sur le pouvoir d'achat des ménages selon leur revenu et leurs caractéristiques socio-économiques. En matière de crédit, le risque de défaut des ménages semble limité du fait des spécificités du financement de l'habitat français et de la structure de cet endettement (taux fixes, cautionnement des crédits, suivi du taux d'effort) tandis que la production de crédit immobilier demeure à un niveau record au premier semestre 2022. Néanmoins, la remontée progressive des taux d'intérêt qui a débuté en début d'année pourrait affecter cette tendance.

Les entreprises françaises affichent des états financiers 2021 robustes, grâce aux mesures de soutien public mises en place durant la crise covid, alors que les conditions de financement sont restées favorables durant cette période. Celles-ci se dégradent néanmoins depuis le début de la guerre en

Ukraine. Si les risques de défaut sur la dette existante semblent limités, les taux des crédits aux entreprises ont commencé à augmenter et les volumes de financement obligataires ont diminué, notamment sur le segment des entreprises moins bien notées. L'inflation devrait en outre affecter les entreprises de façon différenciée en fonction de leur capacité à répercuter dans leurs prix la hausse de leurs coûts.

Les banques et les assurances vont devoir s'adapter à un nouvel environnement de taux plus élevés, qui devrait leur être favorable à terme

La rentabilité des banques françaises a rebondi en 2021. Si la crise covid avait mené à une hausse des provisions au cours de l'année 2020, elle n'a pas mené à une dégradation significative de la qualité de l'actif bancaire, notamment grâce aux mesures de soutien public. Les banques françaises restent ainsi à des niveaux de fonds propres et de liquidité élevés, bien au-dessus des exigences réglementaires. Néanmoins, la guerre en Ukraine va avoir un impact sur leur activité. Leur exposition directe au conflit est limitée mais la dégradation de l'environnement macroéconomique réduit leurs perspectives de profit à court terme. Elles devraient toutefois profiter de la hausse des taux d'intérêt qui contribuera au redressement de leurs marges nettes d'intermédiation que l'environnement de taux d'intérêt très bas de ces dernières années avait mises sous pression.

Du côté des organismes d'assurance français, la collecte a été dynamique en 2021 et leur solvabilité s'est renforcée. La réallocation des fonds euros vers les fonds en unités de compte s'est poursuivie sur l'année et pourrait accélérer en 2022 dans un contexte inflationniste.

En ce qui concerne la gestion d'actifs, les fonds domiciliés en France ont connu une année 2021 positive, du fait d'effets de valorisation importants après avoir enregistré une performance plus modeste en 2020. En 2022, cette tendance pourrait cependant s'inverser, la guerre en Ukraine et la forte remontée de l'inflation ayant entraîné une correction importante sur les marchés actions depuis le début de l'année et une baisse des prix des obligations.

Le Haut Conseil suit avec attention l'évolution des risques pour le système financier français et a relevé le taux du coussin contra-cyclique

Après la crise liée à la pandémie de Covid-19 qui avait justifié son relâchement, le HCSF a considéré que la conjoncture et le niveau des risques justifiaient une normalisation du coussin contra-cyclique au moins à son niveau d'avant crise. Il a ainsi décidé lors de sa séance de mars 2022 de relever le taux du coussin de 0 % à 0,5 %, taux qui prévalait avant le relâchement du coussin en mars 2020. Lors de sa réunion de septembre 2022, il a pré-annoncé sa prochaine décision de relever le taux du coussin à 1,0 % à l'occasion de sa réunion de décembre, sauf si la capacité du système bancaire à répondre aux besoins de financement de l'économie s'infléchissait de façon marquée et non anticipée.

Les décisions du Haut Conseil concernant la fixation du taux du coussin contra-cyclique se fondent sur un cadre analytique qui fait l'objet d'un approfondissement à la lumière de l'expérience acquise au cours des dernières années et auquel un chapitre de ce rapport annuel est dédié. Ce cadre analytique repose sur quatre étapes : une identification des risques pour la stabilité financière, une estimation du taux du coussin qui devrait être ciblé en réponse à ces risques, une évaluation de l'opportunité d'un relèvement du coussin et une analyse de l'impact qu'aurait une telle hausse.

Le Haut Conseil continue de surveiller l'émergence de nouveaux risques pour la stabilité financière, comme ceux liés aux cryptoactifs

Le Haut Conseil s'est également intéressé aux risques émergents pour la stabilité financière comme les risques financiers liés au changement climatique ou ceux liés aux cryptoactifs. Un chapitre thématique de ce rapport annuel est consacré à ce dernier sujet. La croissance importante des marchés de cryptoactifs

ces deux dernières années pose la question du risque qu'ils soulèvent pour la stabilité financière. Ces risques ont été mis en exergue ces derniers mois : dans un contexte de correction de prix, plusieurs acteurs majeurs du domaine (*stablecoin* Terra, plateforme de prêts Celsius...) ont fait défaut, contribuant à amplifier une volatilité déjà importante et à des pertes substantielles pour certains acteurs. Ces turbulences ont montré la pertinence des messages de prudence répétés des autorités à l'égard des cryptoactifs, bien que l'exposition du système financier ne soit pas telle que ces développements remettent en cause la stabilité financière. L'adoption d'un règlement européen sur les marchés de cryptoactifs (Mica) est une première étape nécessaire afin d'encadrer ces acteurs tout en protégeant leur capacité d'innovation.

Ch.1 Contexte économique et financier

A. Environnement macroéconomique

L'activité a fortement rebondi en 2021, après une année 2020 marquée par la pandémie de Covid-19. Ainsi, après une chute de 7,8 % (en moyenne annuelle) en 2020, le produit intérieur brut (PIB) a augmenté de 6,8 % en 2021. Ce rebond n'a toutefois pas parfaitement compensé la chute provoquée par la pandémie et, en moyenne sur l'année 2021, le PIB était encore inférieur de 1,5 % à son niveau moyen en 2019. La consommation des ménages a presque retrouvé son niveau d'avant crise, faisant baisser leur taux d'épargne de 2,3 points, à 18,7 % du revenu disponible brut, après un plus haut historique en 2020. Le surplus d'épargne des ménages lié au Covid était ainsi estimé à 149 Md€ fin 2021 (après 103 Md€ fin 2020)¹, en parallèle, les actifs liquides des banques ont également augmenté durant la pandémie, passant de 958,2 Md€ fin 2019 à 1 487,6 Md€ fin 2021. L'investissement des entreprises s'établit à un niveau plus élevé que pré-crise ; dans le même temps, elles connaissent de bons résultats².

Depuis le début de l'année 2022, la guerre en Ukraine a toutefois fortement affecté la conjoncture économique. Elle a en particulier renforcé les tensions inflationnistes, déjà élevées en raison notamment des goulots d'étranglement liés à la politique sanitaire en Chine et de différents effets de base statistiques après l'inflation faible de 2020³. L'inflation atteint ainsi un niveau record (+ 6,1 % annuel en juillet), portée par la composante énergie, qui compte pour 2,5 points de pourcentage (pp). Sans les mesures de bouclier tarifaire et de remise à la pompe, l'inflation serait même 2 pp plus élevée selon l'Insee⁴. L'inflation sous-jacente est elle aussi en hausse, à 4,3 % en juillet. Les enquêtes de conjoncture pointent un niveau record de difficultés d'approvisionnement ainsi que des prix de production.

L'inflation devrait néanmoins revenir progressivement à la normale, bien qu'elle reste probablement à des niveaux élevés pendant plusieurs mois. La Banque de France prévoit ainsi une inflation de 5,8 % en 2022 et entre 4,2 % et 6,9 %⁵ en 2023, puis 2,7 % en 2024⁶. La croissance ne serait que de 2,6 % en 2022 et chuterait pour s'établir entre 0,8 % et - 0,5 % en 2023. Le niveau d'incertitude demeure toutefois élevé, à la fois sur la trajectoire de l'inflation et sur l'évolution de la conjoncture économique.

Au niveau européen, le constat est similaire. Le PIB a rebondi en 2021 en zone euro, avec une croissance de 5,2 %. En raison notamment des conséquences de la guerre en Ukraine, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé ses prévisions de croissance, à 3,1 % en 2022 et 0,9 % en 2023⁷. Elle prévoit aussi que l'inflation sera plus forte et plus persistante en zone euro durant les prochaines années du fait de la hausse du prix des matières premières et des goulots d'étranglement : elle s'élèverait ainsi à 8,1 % en 2022, 5,5 % en 2023 et 2,3 % en 2024. La composante énergie compterait pour 3,2 pp en 2022.

¹ [La situation financière des entreprises et des ménages à fin avril 2022](#), Banque de France.

² [Les comptes de la Nation en 2021](#), Insee.

³ [La hausse de l'inflation en France est-elle temporaire ?](#), Billet n°232, Bloc-notes Éco, Banque de France.

⁴ [Point de conjoncture du 9 mai 2022](#), Insee.

⁵ Pour 2023, la projection étant entourée d'incertitudes très larges liées à l'évolution de la guerre russe en Ukraine, la Banque de France a choisi de retenir des fourchettes de prévisions.

⁶ [Projections macroéconomiques Septembre 2022](#), Banque de France

⁷ [Macroeconomic Projections September 2022 ECB](#)

B. Marchés

La dynamique positive entamée sur les actifs risqués après l'épisode de crise du printemps 2020 s'est prolongée en 2021, à la faveur de la réouverture des économies et compte tenu du soutien sans précédent des politiques monétaires et budgétaires. En 2021, le CAC 40 a ainsi progressé de 32 %, contre 26 % pour le Stoxx 600 et 38 % pour le S&P 500 (dividendes réinvestis, performances en euros), dépassant largement les niveaux d'avant crise. Dans ce climat favorable, les indicateurs de valorisation ont connu une forte progression, les ratios prix sur bénéfices corrigés du cycle (*cyclically-adjusted price earnings ratio*, ou CAPE) ayant dépassé les niveaux atteints en 2008, aussi bien en France qu'aux États-Unis, et les introductions en bourse ont atteint un plus haut historique.

En 2022, le rebond de l'inflation⁸, la normalisation anticipée des politiques monétaires ainsi que la crise géopolitique ont entraîné de fortes tensions sur les marchés financiers. Dans ce contexte, les taux d'intérêt de marché ont connu un net rebond, notamment pour les obligations avec une maturité supérieure à un an, entraînant une pentification de la courbe des taux (cf. graphique 1). Par exemple, le taux de rendement de l'OAT 10 ans (cf. *Lexique*) est passé d'un niveau quasiment nul fin 2021, à 2,17 % le 1^{er} septembre 2022, soit le niveau le plus élevé depuis 2014. Par ailleurs, les niveaux de *spreads* au sein de la zone euro, par rapport au Bund allemand, se sont écartés substantiellement en 2022 (cf. graphique 2). Le *spread* italien a ainsi dépassé 240 points de base (pb) en juin 2022 contre 135 environ en début d'année, un niveau record depuis la crise sanitaire début 2020 et la crise politique italienne de 2018. Le 1^{er} septembre 2022 il atteignait encore 238 pb environ. Les *spreads* restent néanmoins inférieurs à ceux observés lors de la crise de la zone euro en 2012 et la lutte contre le risque de fragmentation constitue une priorité de l'Eurosystème. La BCE a ainsi annoncé la création d'un nouvel outil de politique monétaire en juillet 2022, l'Instrument de protection de la transmission⁹, qui lui permet d'acheter des titres émis dans des juridictions connaissant une détérioration des conditions de financement non justifiée par les fondamentaux du pays.

S'agissant du financement obligataire des sociétés non financières (SNF) qui constitue un point de vigilance du HCSF, la hausse des taux sans risque s'est répercutée sur leurs conditions de financement : les taux d'emprunt des entreprises du segment *Investment Grade* en France sont ainsi passés d'un niveau quasi-nul en 2021 à près de 2,6 % fin août 2022¹⁰. Le contexte de remontée des taux d'intérêt s'est également traduit par une forte diminution des émissions obligataires début 2022.

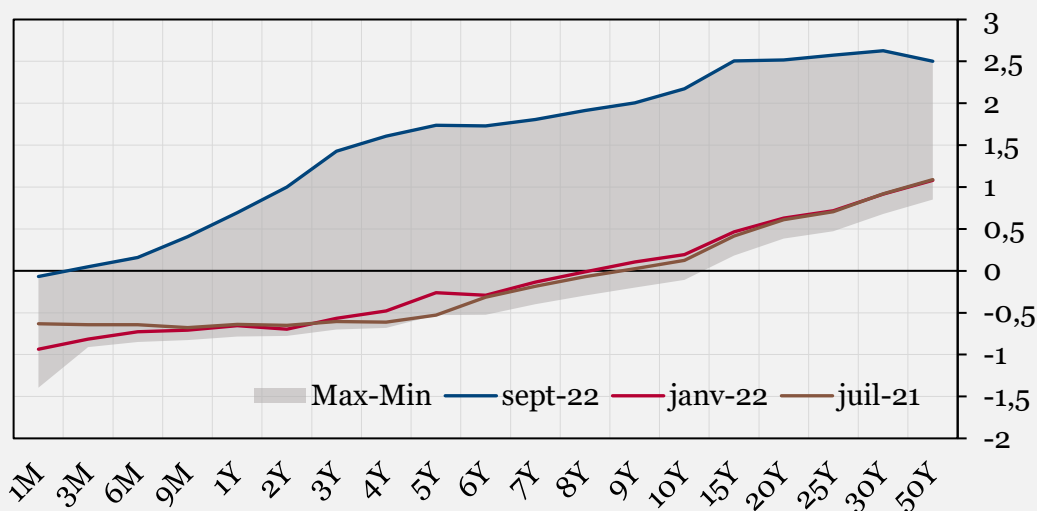
Par ailleurs, le différentiel de taux entre les États-Unis et l'Europe pèse sur la valeur de l'euro, qui s'est déjà dépréciée de plus de 12 % entre le début de l'année et le 1^{er} septembre 2022. En niveau, l'euro se situait ainsi début septembre en deçà de la parité avec le dollar, soit un plus bas depuis près de 20 ans (cf. graphique 3). Cette tendance contribue par ailleurs à accentuer la composante importée de l'inflation.

⁸ L'inflation en France est passée de 2,9 % à 5,8 % entre janvier et juin tandis que le *breakeven* inflation français à 2 ans est passé de 1,75 % en début d'année à 4,6 % à fin juin.

⁹ [The Transmission Protection Instrument \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

¹⁰ Il s'agit d'un indice de taux d'intérêt construit à partir d'obligations d'entreprises émises publiquement sur le marché des *eurobonds* ou sur les marchés domestiques des États membres de la zone euro. Les obligations doivent avoir une maturité initiale d'au moins 18 mois pour être prises en compte dans la construction de l'indice. La maturité moyenne des titres français est de 5,4 ans.

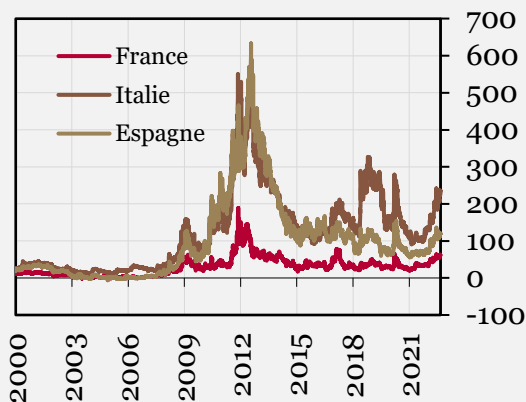
Graphique 1 - Courbe des taux souverains français (%)



Source : Bloomberg, calculs Banque de France

L'aire grisée Max-Min est basée sur des données mensuelles entre juillet 2021 et le 1^{er} septembre 2022.

Graphique 2 - Évolution des spreads souverains 10 ans contre Bund depuis 2000 (points de base)



Source : Bloomberg, calculs Banque de France. Dernier point : 1/09/2022

Graphique 3 - Taux de change euro/dollar

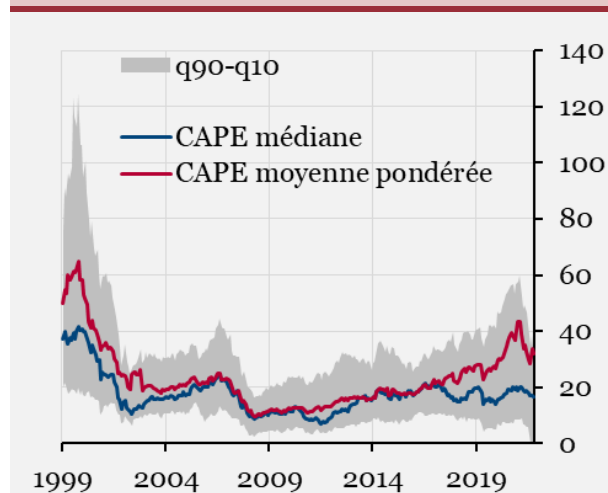


Source : Banque de France. Dernier point : 31/08/2022.

S'agissant des marchés actions, les valorisations boursières ont enregistré une correction importante depuis le début de l'année 2022, caractérisée par une forte divergence sectorielle, dans un contexte de remontée des taux d'intérêt et de renforcement de l'aversion au risque (cf. graphique 4). Les indices CAC 40, Stoxx 600 et S&P 500 ont perdu respectivement 15,0 %, 14,6 % et 12,9 % (dividendes réinvestis, performance en euro) au cours du premier semestre 2022. La hausse de l'aversion au risque consécutive à l'invasion de l'Ukraine par la Russie a principalement affecté les pays européens, comme l'indique le rebond plus marqué de la volatilité implicite des actions européennes par rapport aux actions américaines en mars 2022. Le CAC 40 et le S&P 500 ont ensuite légèrement rebondi (+1,7 % et +3,7 % entre le 1^{er} juillet et le 1^{er} septembre), tandis que le Stoxx 600 est resté stable (+0,1 %). Le marché actions

français a également été marqué par une baisse de la liquidité (cf. graphique 5), qui a atteint en juillet 2022 un plus bas depuis novembre 2020, soit la moitié du niveau de liquidité moyen entre 2000 et 2022. En outre, l'effet de la hausse des taux d'intérêt sur les actions est plus ou moins prononcé selon le secteur d'activité de l'entreprise¹¹. Les valorisations des principales capitalisations boursières, qui avaient beaucoup progressé en 2021 (cf. graphique 4), notamment au sein du secteur technologique, ont subi un recul particulièrement prononcé depuis le début de l'année. En revanche, le secteur de l'énergie a très largement surperformé les indices globaux (cf. graphique 6).

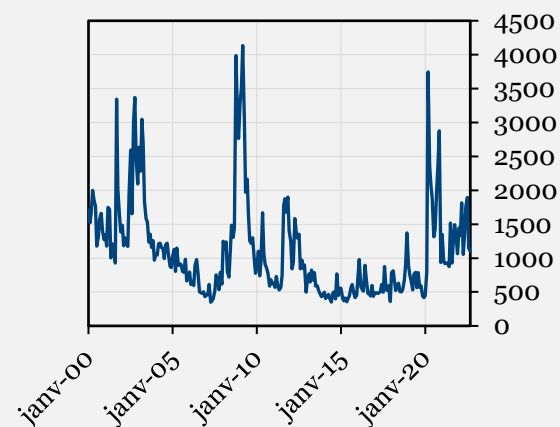
Graphique 4 - Distribution des valorisations (CAPE ratio) des actions du CAC 40 (base 100 au 01/01/2020)



Notes : La courbe rouge correspond à l'évolution de la moyenne pondérée (par la capitalisation) des valorisations individuelles. La courbe bleue correspond à l'évolution de la valorisation médiane au sein du CAC 40. L'aire grisée représente l'écart entre les 90e et 10e percentiles des valorisations individuelles.

Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France. Dernier point : 01/09/2022

Graphique 5 - Ratio d'illiquidité d'Amihud moyen sur le SBF 120

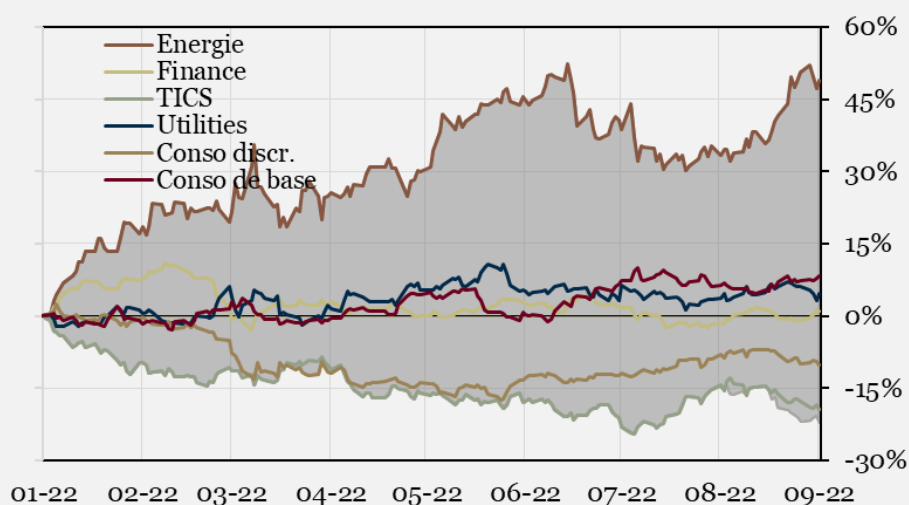


Notes : Le ratio d'illiquidité d'Amihud est le rapport entre le rendement absolu de l'action et de son volume en euros.

Source : Bloomberg, calculs Banque de France
Dernier point au 01/09/2022

¹¹ Les investisseurs valorisent les entreprises en actualisant leurs bénéfices futurs anticipés avec le taux d'intérêt d'un actif sans risque et une prime de risque.

Graphique 6 - Performance relative par rapport au MSCI Europe

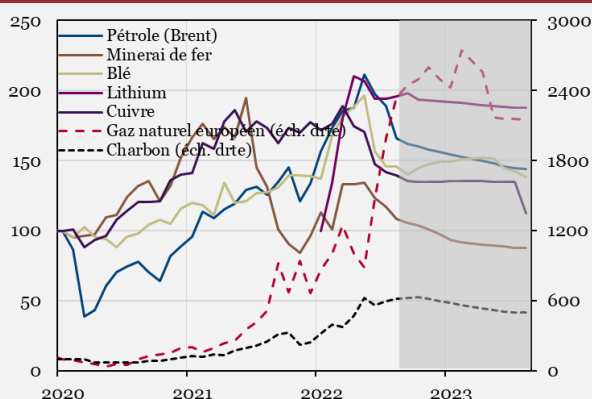


Source : Bloomberg, calculs Banque de France
Dernier point au 01/09/22.

Encadré 1 : Le marché des matières premières à l'épreuve de la guerre de la Russie en Ukraine

La guerre en Ukraine a amplifié les tensions préexistantes sur les marchés de l'énergie et des matières premières. Avec la reprise économique vigoureuse qui a caractérisé l'année 2021, les prix de l'énergie et des matières premières avaient déjà fortement augmenté avant la guerre (+ 15 % sur les matières premières agricoles, + 22 % sur les métaux, + 73 % sur l'énergie dont + 57 % pour le pétrole Brent et + 289 % sur le gaz naturel européen au cours de l'année 2021). Alors que la Russie est un producteur d'énergie et de matières premières de premier plan ces hausses de prix se sont nettement accentuées suite à l'invasion de l'Ukraine (cf. graphique 7). Le prix du pétrole Brent a augmenté de 51 %, entre janvier 2022 et juin 2022 (avant de perdre environ 20% de sa valeur entre le 30 juin et le 1^{er} septembre 2022), alors que celui du gaz naturel européen a été multiplié par deux. La volatilité sur le marché de l'énergie a également dépassé le niveau atteint lors de la crise financière de 2008 ou de la crise Covid (cf. graphique 8), même si les fortes variations du prix du pétrole restent inférieures à celles observées durant les chocs pétroliers de 1973 et 1979.

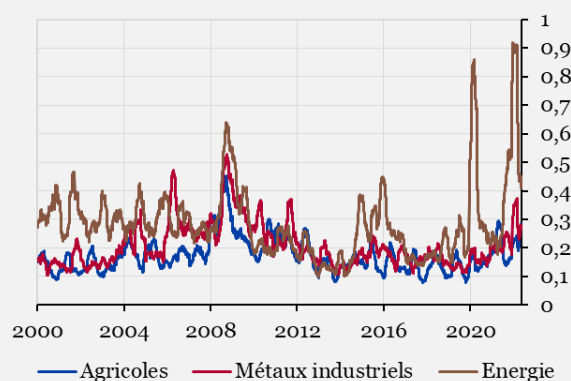
Graphique 7 - Évolution du prix des futures sur matières premières (base 100 en janvier 2020)



Note : Prix sur de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles. Les courbes au sein de la partie grisée représentent la valeur des ventes à termes réalisées sur le marché des futures

Source : Bloomberg, calculs : BdF ; dernier point : 31/08/2022

Graphique 8 - Volatilité du prix des matières premières (volatilité 90j annualisée)



Note : Volatilité historique des prix d'indices de matières premières, calculée sur 90 jours calendaires et annualisée.

Source : Bloomberg ; dernier point : 08/08/2022

Les conséquences économiques de ces tensions sur les matières premières et les canaux de transmission des chocs de prix varient en fonction de la spécificité des marchés physiques, de l'importance de la part d'importations venant de Russie et d'Ukraine dans les différents pays et du degré de substituabilité des produits¹².

Dans la sphère financière, les produits dérivés sont un outil essentiel pour les acteurs du marché car ils permettent de se couvrir contre les risques découlant des variations de prix et des contraintes physiques des marchandises. Ces produits s'échangent soit sur les marchés organisés, avec centralisation des transactions autour d'une bourse et compensation centralisée par le biais d'une chambre de compensation (CCP), soit sur les marchés de gré à gré où les transactions sont décentralisées et négociées bilatéralement. Sur les marchés organisés, la CCP a pour fonction de sécuriser les transactions contre le risque de défaut des contreparties ; pour cela, elle collecte des marges initiales (flux financiers échangés à l'ouverture du contrat¹³) et des marges de variation (échangées à chaque revalorisation de l'actif) auprès des membres de la CCP. Ces derniers sont généralement des banques, qui collectent et déposent les marges pour le compte de clients.

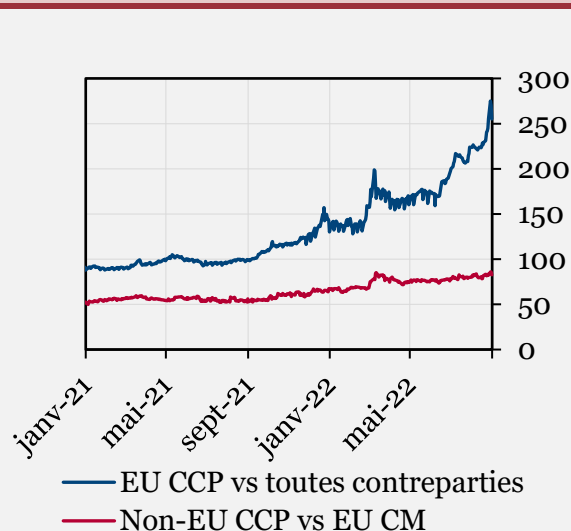
Les produits énergétiques ont connu une hausse brutale des prix et de la volatilité fin février en raison de la part majeure de la Russie dans les exportations mondiales (25 % des exportations de pétrole, 13 % des exportations de gaz naturel et 17 % des exportations de charbon). La hausse de la volatilité a donné lieu à un quasi-doublement des marges initiales déposées auprès des CCP (toutes classes d'actifs confondues), passant de 142 Md€ à 271 Md€ entre juin 2021 et juin 2022 (cf. graphique 9). Sur certains contrats de gaz naturel, les marges initiales demandées ont pu atteindre près de 80 % de la valeur notionnelle du contrat (cf. graphique 10) en mars 2022 avant de retrouver des niveaux proches de ceux observés en fin d'année 2021 lors des premières tensions d'approvisionnement avec la Russie.

Les négociants en matières premières qui déplacent les produits physiques à travers le monde et ceux qui les financent sont fortement exposés à ces évolutions qui donnent lieu à des tensions sur leur

liquidité. Les banques françaises, en raison de leur présence importante sur les produits dérivés en Europe et de leur fonction de membre compensateur/intermédiaire entre leurs clients et les CCP, jouent un rôle clé dans la gestion de ces tensions de liquidité et pourraient se retrouver en difficulté si certains de leurs clients se trouvaient dans l'incapacité de régler les appels de marge. Elles ont néanmoins démontré une capacité d'absorption des chocs lors des tensions de mars 2022. Pour les petits acteurs de l'énergie (moins à même de tirer sur des lignes de crédit bancaire et dont la taille est insuffisante pour émettre de la dette sur les marchés), les périodes de volatilité élevée génèrent des difficultés de trésorerie qui peuvent évoluer rapidement en risque de solvabilité (mettre en jeu leur viabilité) voire déclencher des faillites en série par effet domino, au sein du secteur de l'énergie.

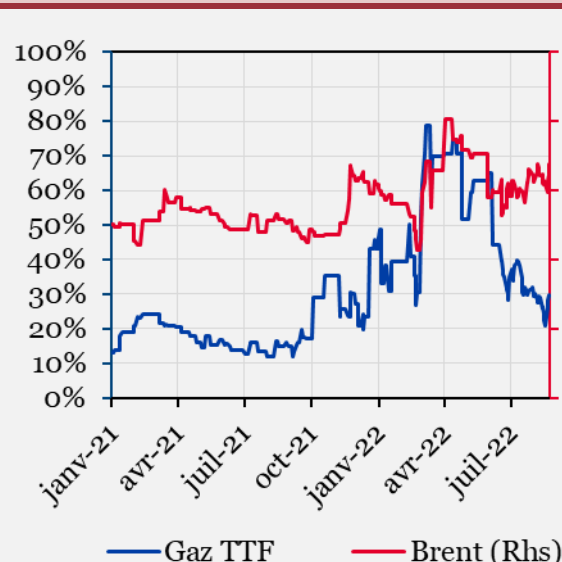
Les échanges de marge peuvent ainsi être à l'origine d'interconnexions fortes entre de multiples acteurs, avec des risques d'amplification des chocs. Par exemple, le London Metal Exchange (LME) a suspendu début mars les échanges sur le marché du nickel pendant six jours en raison de l'envolée des prix, de l'emballement des appels de marge et de peur que la situation ne génère, par contagion, des défauts de paiement de certains membres compensateurs.

Graphique 9 – Évolution des marges initiales exigées sur les marchés compensés (tous dérivés confondus, Md€)



Source : Données EMIR, ESRB. Dernier point : 31/08/2022

Graphique 10 – Marge initiale exigée en % de la valeur notionnelle du contrat



Source : ICE, Bloomberg. Dernier point : 01/09/2022

¹² Voir le chapitre thématique dédié de l'[ERS](#) de juin 2022

¹³ Les marges sont calibrées à partir des données de marché (e.g. volatilité observée) et des modèles des CCP. Les marges initiales peuvent également être recalibrées si les conditions de marché évoluent sensiblement.

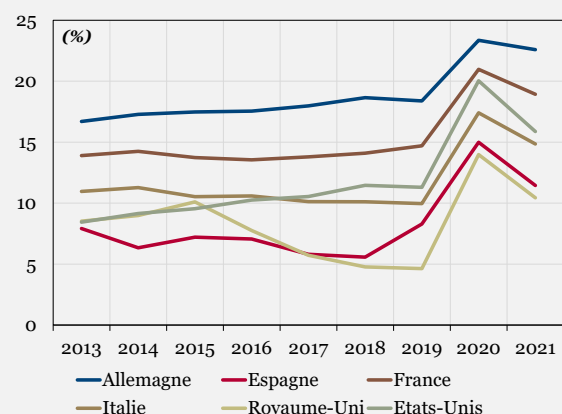
C. Ménages

C.1. En 2021, l'accumulation d'épargne par les ménages s'est poursuivie

En 2021, la dynamique d'accumulation de l'épargne par les ménages engagée en 2020 s'est poursuivie dans un contexte marqué par une reprise épidémique et des mesures contraignant la consommation au 1^{er} semestre. Sur l'année, l'épargne des ménages – différence entre leur revenu et leur consommation – est de 303 Md€, un montant à mi-chemin entre 2020 (320 Md€), année marquée par la Covid et 2019 (219 Md€). Le taux d'épargne des ménages s'élève à 18,7 % de leur revenu disponible brut, en baisse également par rapport à 2020 (20,9 %) mais plus élevé que pré-crise (14,5 % en moyenne sur la période 1990-2019). Des évolutions comparables s'observent dans tous les grands pays européens (Graphique 11).

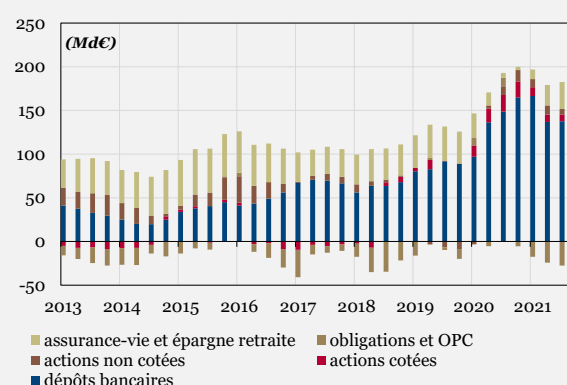
La croissance de l'épargne des ménages s'explique principalement par la hausse de leur épargne financière¹⁴. En 2021, les flux nets des placements financiers des ménages (Graphique 12) se sont élevés à 166 Md€ (203 Md€ en 2020) et se sont concentrés sur les produits bancaires (dépôts et livrets, 116 Md€), ainsi que les produits d'assurance-vie et d'épargne retraite (35 Md€, dont 34 Md€ sur les produits en unités de comptes). Les achats nets en titres (actions cotées et non cotées, obligations et OPC) ont en revanche fortement ralenti (+ 15 Md€ après + 35 Md€ en 2020).

Graphique 11 – Taux d'épargne des ménages



Source : Banque de France.

Graphique 12 – Flux nets de placements financiers (sur un an)



Source : Banque de France

Début 2022, l'accumulation d'épargne par les ménages semblait renouer avec son rythme pré-covid, mais le déclenchement de la crise ukrainienne, ainsi que le retour rapide et non anticipé de l'inflation qui l'a accompagnée, devraient peser sur leur capacité d'épargne. La hausse de l'inflation devrait davantage affecter les ménages les moins aisés, particulièrement ceux habitant en zone rurale, plus dépendants des prix de l'énergie et du carburant. Néanmoins, les mesures adoptées (bouclier tarifaire sur les prix du gaz, remise carburant, distribution de l'indemnité inflation) à destination des ménages devraient en partie préserver leur pouvoir d'achat. En parallèle, l'inflation pèsera sur le rendement réel net de l'épargne et pourrait conduire à une érosion du patrimoine financier des ménages. Les hausses

¹⁴ Part de l'épargne non consacrée à l'investissement. Pour les ménages, les dépenses d'investissement se composent principalement d'achats de logement neuf.

des taux de rémunération des produits d'épargne réglementée en février et en août¹⁵ 2022 limitent cette érosion.

C.2. Le crédit immobilier demeure dynamique, mais la remontée des taux pourrait affecter cette tendance

La production de crédit immobilier a atteint des records historiques en 2021 (Graphique 13). Au total, la production de crédit immobilier hors renégociations a atteint 224,9 Md€ sur l'année, un niveau bien supérieur au précédent record de 193,0 Md€ de 2019. Les rachats et renégociations se sont élevés à 49,2 Md€ sur l'année, après 59,6 Md€ en 2020. La production de crédit s'est maintenue depuis le début de l'année 2022, l'encours progressant de 6,4 % en glissement annuel en juillet.

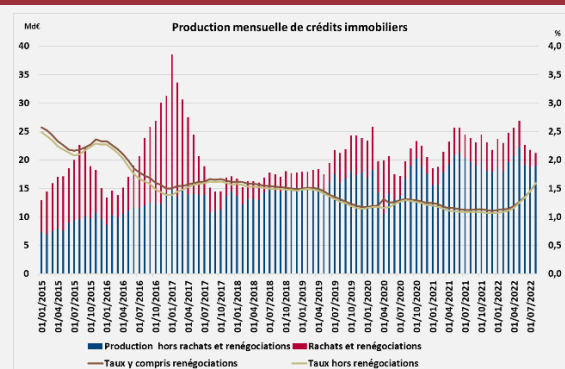
Les taux d'intérêt ont atteint des plus bas historiques en 2021, les taux (hors renégociations) s'établissant à 1,06 % en décembre 2021. Les taux ont commencé une légère remontée début 2022 ; remontée qui s'est accélérée à partir du 2^{ème} trimestre, pour atteindre en juillet 1,45 % même si, en termes réels, ils se maintiennent à des niveaux toujours très négatifs. Cette remontée progressive, qui ne traduit que partiellement la remontée des taux de marché et, plus globalement, du coût de financement des banques, devrait se poursuivre sur l'année. A court terme, les risques d'une remontée des taux pour les ménages déjà endettés sont pratiquement nuls : la quasi-totalité des crédits immobiliers en France sont octroyés à taux fixes. Néanmoins, le HCSF surveille de près la capacité de remboursement des crédits des ménages qui pourraient être affectés par la remontée de l'inflation.

Les prix de l'immobilier ont continué d'accélérer en 2021 : ils ont augmenté de 7,0 % après 6,4 % en 2020 (Graphique 14). Dans la continuité de 2020, marquée par l'impact de la pandémie de Covid-19 sur les préférences des ménages, la croissance des prix a été soutenue par la dynamique des prix en régions (+ 8,9 % en 2021), tandis que les prix diminuaient à Paris (- 1,7 %), et par celle des maisons plus que celle des appartements (respectivement + 8,8 % et + 4,5 % sur l'année). Le marché demeure dynamique au deuxième trimestre 2022, avec une augmentation des prix de + 6,8 % sur la France entière, portée par les mêmes tendances.

La production de crédit à la consommation repart à la hausse en 2021 : les encours progressent de 2,4 % sur l'année, alors que la pandémie de Covid-19 avait limité la hausse de la production en 2020. Les conditions de crédit sont restées favorables, le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits amortissables évoluant peu sur l'année : en décembre 2021, il s'établissait en France à 3,4 %, contre 3,5 % en décembre 2020, et à 5,1 % en zone euro.

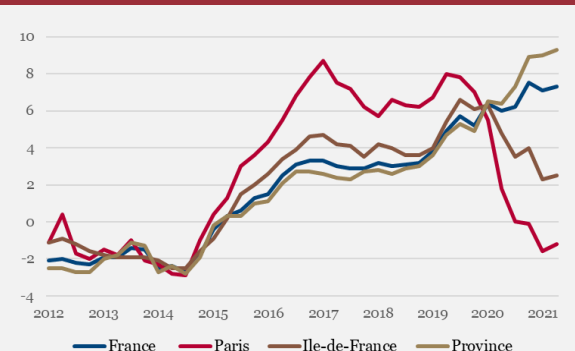
¹⁵ Le taux du livret A et du LEP s'établissent depuis le 1er août 2022 à 2 % et 4,6 %, contre 0,5 % et 1% en 2021.

Graphique 13 – Production mensuelle de crédit immobilier



Source : Banque de France. Dernier point : juillet 2022

Graphique 14 – Évolution des prix de l'immobilier (glissement annuel, %)



Source : Notaires-Insee.

D. Entreprises

D.1. Des bilans 2021 globalement peu dégradés par la crise Covid, mais très hétérogènes

En 2021, la situation économique et financière des entreprises s'est améliorée. Le taux de marge, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée (VA), a atteint son niveau le plus haut depuis 2010 (34,3 % en 2021 après 31,8 % en 2020 et 33,3 % en 2019). Le taux d'investissement, qui rapporte la formation brute de capital fixe (FBCF) à la VA, a également progressé (25,6 % en 2021 après 24,7 % en 2020 et 24,2 % en 2019), soutenu par le rétablissement de l'activité et les mesures de soutien à l'investissement privé, comme la baisse des impôts de production. Les défaillances d'entreprises restent à un niveau historiquement bas, avec 27 000 défaillances en 2021 après 31 000 en 2020, contre 51 000 en 2019.

Le financement des entreprises a retrouvé son niveau pré-crise en 2021 et les conditions d'accès au financement sont restées très accommodantes. Les flux de crédits bancaires sont revenus à leur niveau historique, passant de 13,4 Md€ par mois en moyenne entre mars 2020 et décembre 2020 à 3,6 Md€ en 2021 (2,7 Md€ par mois en moyenne entre janvier 2010 et février 2020). L'encours de crédit bancaire aux SNF n'a augmenté que de 42 Md€ en 2021 (contre 138 Md€ en 2020, Graphique 15), essentiellement porté par les crédits à l'investissement (Graphique 16). L'encours de titres obligataires a été moins dynamique : il ne progresse que de 12 Md€ en 2021 (dont + 16 Md€ au 4^e trimestre), après 69 Md€ en 2020 et 39 Md€ en 2019.

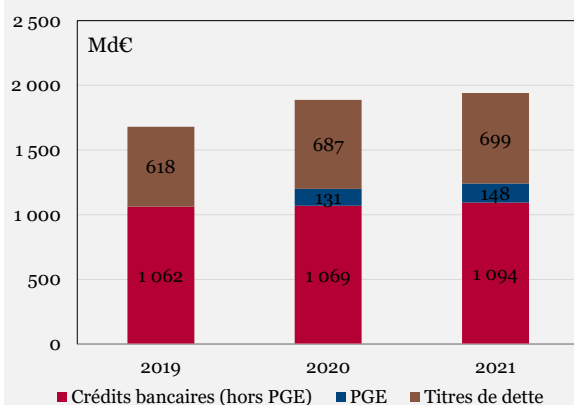
Dans l'ensemble, le coût du financement des SNF s'est maintenu à des niveaux très bas en 2021 (Graphique 17) : le taux d'intérêt annuel des crédits nouveaux se situait à 1,27 % à la fin 2021, proche de son niveau fin 2020 (1,23 %). Le coût de financement sur le marché¹⁶ a continué à baisser en 2021, et a atteint 0,42 % en juillet 2021 son point le plus bas depuis 2004. La part du service de la dette dans le résultat des entreprises¹⁷ a baissé en 2021 (1,5 % en 2021, après 2,5 % en 2020 et 3,2 % en 2019). Toutefois, depuis septembre 2021, le coût du financement de marché a largement augmenté pour

¹⁶ Émissions des titres de créances sur les marchés (obligations et titres de créances négociables), souscrits par les résidents et les non-résidents.

¹⁷ Calculé comme la part des intérêts nets dans l'excédent brut d'exploitation.

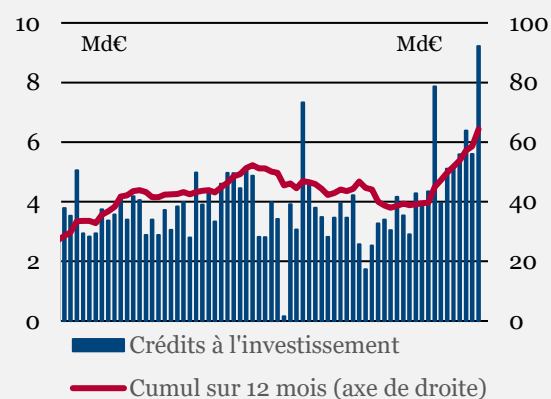
atteindre 3,69 % en juin 2022. Le coût du financement bancaire est cependant resté inférieur à son niveau pré-crise pendant quasiment toute la première moitié de 2022 (1,37% en mai 2022 contre 1,41% en moyenne en 2019).

Graphique 15 - Évolution de la dette financière des SNF entre fin 2019 et fin 2021



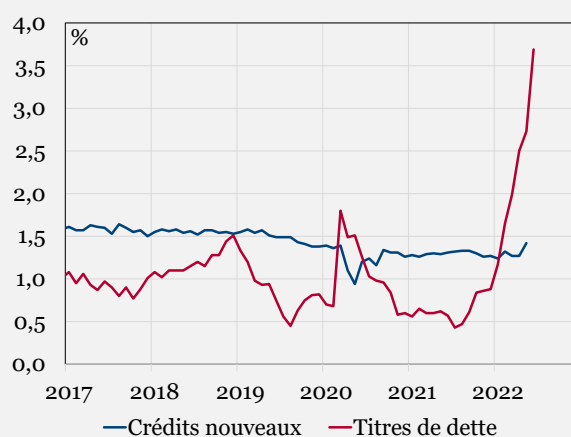
Source : Banque de France.

Graphique 16 – Flux de crédits à l'investissement des entreprises (Md€)



Source : Banque de France. Dernier point : juillet 2022.

Graphique 17 - Coût de financement des SNF (%)



Source : Banque de France. Dernier point : juin 2022.

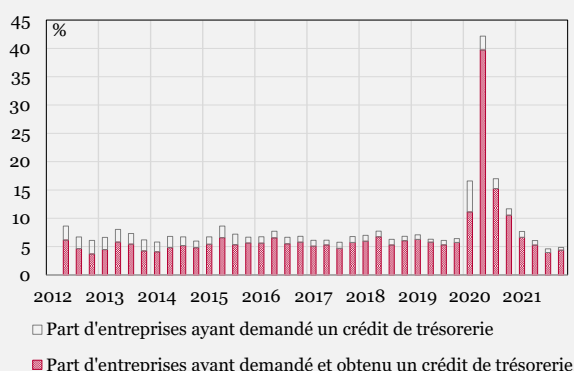
Les mesures de soutien public ont ainsi permis de faciliter l'accès au financement et les dispositifs de sortie de crise (Plan France Relance et Plan d'action pour accompagner les entreprises fragilisées dans la sortie de crise) ont joué un rôle clé dans la reprise. Ces derniers ont permis de concilier la sortie progressive des mesures de soutien avec un accompagnement ciblé des entreprises viables mais fragilisées par la crise.

Dans ce contexte, la demande de crédit a fortement baissé en 2021 (Graphique 18). L'enquête de la Banque de France sur l'accès des entreprises au crédit montre qu'en moyenne, seules 6 % des PME interrogées ont demandé un crédit de trésorerie sur l'année (contre 22 % en 2020, avec un pic à 42 % au 2^e trimestre), une proportion passant même sous les 5 % sur les deux derniers trimestres de l'année,

niveau le plus bas depuis la création de l'enquête. Les conditions d'accès sont toujours très favorables et la part de PME obtenant le crédit de trésorerie demandé¹⁸ s'est établie en moyenne à 87 % en 2021 (contre 89 % en 2019). Au contraire, la demande de crédit d'investissement est en hausse. Elle reste toutefois inférieure à son niveau pré-crise.

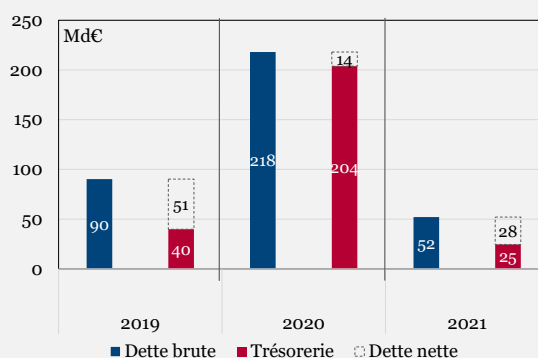
En 2021, le flux d'endettement financier brut des SNF (qui comprend à la fois les crédits bancaires et les financements obligataires) a augmenté de 52 Md€ (Graphique 19). La hausse parallèle de la trésorerie (+ 25 Md€) réduit la hausse de l'endettement net à 28 Md€, supérieure à celle de 2020 (+ 14 Md€), mais encore en-deçà de son rythme pré-crise (+ 51 Md€ en 2019).

Graphique 18 - Demande et accès des PME au crédit de trésorerie



Sources : Banque de France. Dernier point : T4 2021.
Note de lecture : au T2 2021, 6,1 % des PME interrogées avaient indiqué avoir demandé un crédit de trésorerie et 86,5 % d'entre elle l'ont obtenu.

Graphique 19 - Flux de dette et trésorerie des entreprises entre 2019 et 2021



Source : Banque de France.

La hausse relativement limitée de l'endettement et la situation financière globalement saine des SNF françaises masquent néanmoins des situations individuelles très hétérogènes. En effet, la hausse de l'endettement bancaire a été plus marquée chez les PME (+ 3,6 %) alors que l'endettement bancaire était à la baisse pour les ETI (- 3,6 %) et les grandes entreprises (- 2,4 %) qui – pour ces dernières – se sont plutôt financées par le biais d'émissions obligataires. Par secteur, une analyse des comptes bancaires d'entreprises réalisée par le Conseil d'analyse économique indique que si la situation de trésorerie s'est nettement améliorée dans tous les secteurs, la solvabilité des entreprises révèle de fortes disparités. La part d'entreprises en situation financière très difficile a augmenté par rapport à la situation pré-crise dans les secteurs de la construction, du transport et de l'information et communication, tandis que dans les secteurs de l'hébergement restauration et du commerce cette proportion est restée stable et celle des entreprises dont la situation financière est bonne a augmenté. Néanmoins, l'évaluation de la viabilité des entreprises post-Covid reste difficile à la lumière des perspectives encore incertaines¹⁹.

¹⁸ Montant obtenu d'au moins 75 % de la demande initiale.

¹⁹ Voir, par exemple, la *Revue de stabilité financière* publiée par la BCE en novembre 2021.

D.2. À moyen terme, un risque de durcissement des conditions de financement

Les difficultés d’approvisionnement et la hausse du prix des matières premières amorcées fin 2021 se sont intensifiées en 2022, notamment à cause de l’invasion de l’Ukraine par la Russie et des nouvelles mesures de confinement en Chine. Ces éléments ont affaibli la dynamique positive de reprise et ont davantage exacerbé les vulnérabilités des entreprises. L’analyse des enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l’Insee entre décembre 2021 et mai 2022 montre que les perspectives positives des entreprises fin 2021 concernant le climat des affaires et les anticipations d’activité se sont peu à peu dégradées à partir de février 2022, avec davantage de difficultés d’approvisionnement, une situation de trésorerie plus dégradée et un repli de l’activité, notamment dans l’industrie et le bâtiment.

Par ailleurs, la hausse des prix de production contraint les marges des entreprises : les données des comptes nationaux trimestriels indiquent une baisse de 4 pts entre le 1^{er} trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022, essentiellement liée à une hausse des salaires réels. Cet impact est plus ou moins prononcé selon l’exposition directe des entreprises aux prix de l’énergie (Graphique 20). Trois types de secteurs sont concernés : les secteurs particulièrement dépendants des prix de l’énergie (métallurgie, fabrication de produits minéraux, industrie chimique) sont les plus directement exposés, les secteurs *price takers* et dépendants d’intrants gazo-intensifs (construction, automobile) ou enfin les secteurs aux taux de marges relativement faibles, plus sensibles aux hausses des coûts de production (services). La capacité à transmettre complètement ou partiellement la hausse des coûts dépend, entre autres, du secteur, de la taille, de la part de marché et de la stratégie d’établissement des prix de l’entreprise. La dernière enquête Bpifrance-Rexecode auprès des PME²⁰ indiquait que 61 % des dirigeants d’entreprises interrogés envisageaient une hausse des prix de vente en 2022 et 44 % anticipaient une dégradation de leur marge nette (contre seulement 20 % prévoyant une hausse). Les enquêtes mensuelles de conjoncture de l’Insee reflètent également des prévisions de hausse des prix de vente : la part d’entreprises prévoyant une augmentation de leurs prix de vente a fortement augmenté en 2021 et 2022, atteignant son plus haut niveau en mai 2022 dans l’industrie manufacturière (depuis 1990) et en juillet 2022 dans les services (depuis 2000). En août 2022, les soldes d’opinion restent encore très élevés (39,7 dans l’industrie manufacturière après 55,4 en mai 2022 et 10,4 dans les services après 12,4 en mai).

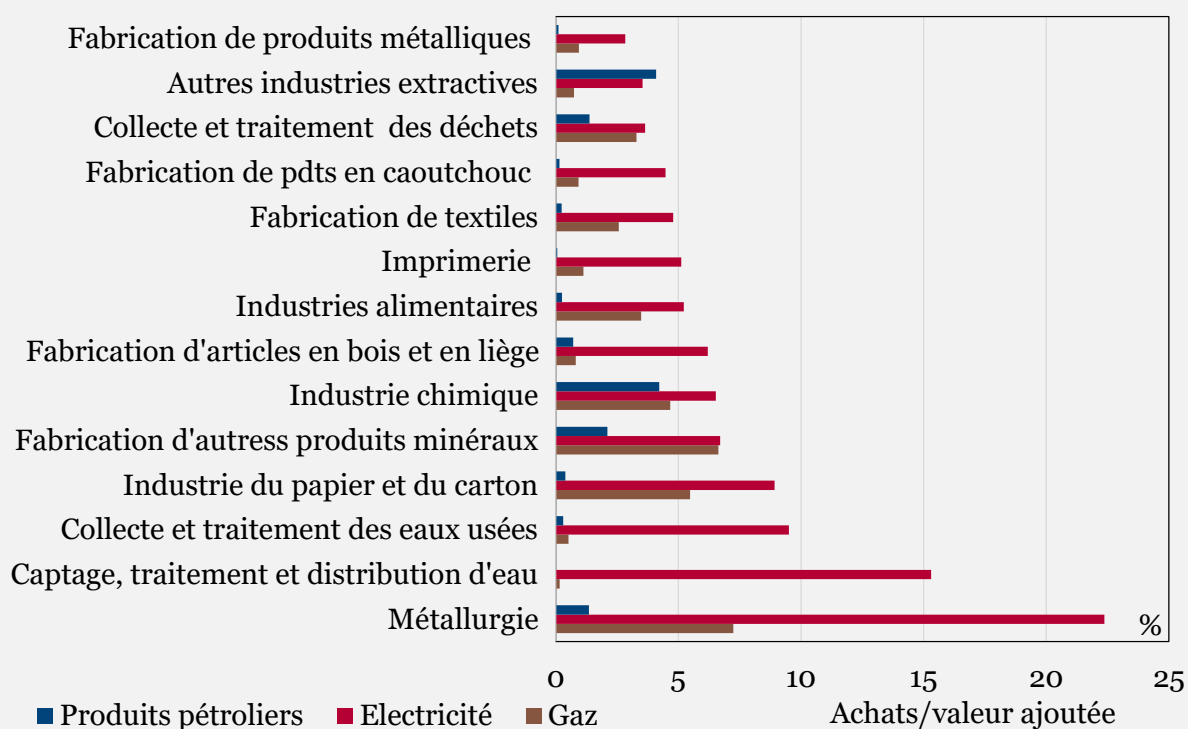
Cette pression sur les marges est en partie compensée par le fait qu’elles avaient atteint un niveau particulièrement élevé en 2021, ainsi que par les réserves significatives de trésorerie accumulées en 2020 et 2021. Les mesures de soutien aux entreprises prévues par le plan de résilience pour faire face à des problèmes liés au coût de l’énergie permettent également d’atténuer l’impact de la hausse des prix de l’énergie à court terme. Cependant, une hausse des coûts de production peut avoir un impact négatif sur la situation financière des entreprises déjà fragilisées en sortie de crise Covid.

Par ailleurs, une hausse des taux d’intérêt liée à un environnement inflationniste persistant dégrade les conditions de financement, que ce soit en matière d’accès à de nouveaux financements, de service de la dette ou encore de refinancement. Si le coût de financement par le marché, de nature plus volatil, est en hausse depuis l’été 2021 (passant de 0,43 % en juillet 2021 à 3,69 % en juin 2022, son point le plus haut depuis 2012), le coût de financement par les crédits bancaires n’a commencé à augmenter que depuis mai 2022 (passant de 1,27 % en avril à 1,42 % en mai). Alors que le financement de marché représente environ un tiers du financement total des SNF, le coût de financement moyen a nettement augmenté depuis le début de l’année 2022, et est passé de 1,15 % en janvier 2022 à 2,37 % en juin, son niveau le plus haut depuis mai 2014.

²⁰ « [Trésorerie, investissement et croissance des PME/TPE](#) », baromètre trimestriel Bpifrance Le Lab – Rexecode, mai 2022.

À court terme, les risques sur le service de la dette semblent contenus. La majorité de la dette bancaire des entreprises est en effet contractée à taux fixe et donc peu exposée à une remontée des taux : au 1^{er} trimestre 2022, 83 % des crédits à l'équipement, 87 % des crédits immobiliers et 45 % des crédits de trésorerie ont été octroyés à taux fixe. Les titres de dette sont aussi quasi exclusivement à taux fixes (plus de 90 % pour les titres de dette). La maturité des nouveaux crédits est relativement longue et le profil de remboursement est bien réparti sur la durée : le profil de maturité des titres de dette était homogène sur les cinq prochaines années (avec un pic de refinancement en 2026). Cependant, la hausse des taux d'intérêt se traduira par une hausse de la charge de la dette. Selon la Banque de France, la charge annuelle d'intérêts pour les crédits bancaires et les titres augmenterait en agrégé de 22 Md€ sur trois ans dans le cas d'une hausse des taux d'intérêt de 200 points de base²¹, une hausse de l'ordre de 5 pts d'EBE. Ce surcoût serait concentré sur les crédits bancaires.

Graphique 20 - Achats de gaz, d'électricité et de produits pétroliers par secteur



Sources : EACEI – Fare 2019, calculs DG Trésor.

Le risque de resserrement des conditions de financement semble plus immédiat. En ce qui concerne le marché actions, on observe une baisse significative des émissions d'actions en Europe (- 75 % au T1 2022 par rapport au T1 2021) et de pause dans les introductions en bourse (- 91 %²²) dans un contexte de correction des prix, de changement de l'environnement de taux d'intérêt et de forte incertitude (notamment, en raison des tensions géopolitiques). Les marchés enregistrent par ailleurs, depuis le début

²¹ [Évaluation des risques du système financier français](#), Banque de France, Juin 2022, p.24.

²² Equity primary markets trading [report](#), AFME, T1 2022.

de l'année, une rotation au profit des valeurs dites « *value* »²³, qui ont eu tendance à sous-performer au cours des dernières années, et qui devraient profiter de la période d'inflation élevée et de taux d'intérêt en hausse (valeurs bancaires, énergie, santé, matières premières), avec un potentiel de rattrapage important. Cette réorientation va de pair avec une correction engagée sur les valeurs à forte croissance (*growth*) plus directement affectées par la hausse des taux d'intérêt (tech, média, produits et services de consommation).

Sur le marché européen de la dette d'entreprise, le début de l'année a de surcroît été marqué par une forte volatilité de l'activité et notamment une quasi-fermeture du marché obligataire *high yield* (dette à haut rendement, Encadré 2). Pour autant, ce segment présente des fondamentaux de crédit bien orientés jusqu'à présent. L'*Évaluation des risques du système financier français* publiée par la Banque de France en juin 2022 souligne qu'après une vague de dégradations de sociétés non financières du secteur de l'énergie au début de l'année, les données les plus récentes ne montrent pas de poursuites des dégradations des notations d'entreprises, que ce soit en Europe ou en France, et que les notations de certaines entreprises françaises ont même été relevées. Cette résilience reflète une situation financière encore saine, des détentions importantes de liquidités et une capacité à compenser partiellement les chocs sur les prix des intrants et les coûts de production. À moyen terme en revanche, la résilience des entreprises sera mise à l'épreuve dans le nouvel environnement de taux d'intérêt qui se dessine.

Encadré 2 – Durcissement des conditions de financement sur le segment *high yield*

Les fortes incertitudes macroéconomiques et le resserrement de la politique monétaire ont mené à un durcissement rapide des conditions de financement des entreprises par les marchés.

Si l'ensemble de la gamme de financement des entreprises a été fortement affecté, les tensions sont particulièrement marquées sur les valeurs dites *high yield* (HY, dette à haut rendement, cf. *Lexique*). Selon les données AFME²⁴, au 1^{er} trimestre 2022, les émissions européennes d'obligations HY ont à peine atteint 17 Md€ (dont 13,7 Md€ pour les entreprises), soit une baisse de 59 % par rapport à la même période en 2021. Ces émissions ont essentiellement servi à refinancer de la dette existante, et ont principalement concerné (hors secteur financier) le secteur des transports et les services. L'analyse de S&P²⁵ indique que plusieurs obligations ont été émises avec une décote, tandis les rendements plus élevés exigés par les investisseurs mettent une pression supplémentaire sur la capacité à rembourser des entreprises. Ce diagnostic est par ailleurs confirmé par Fitch²⁶, qui indique que le ratio de titres en difficulté (*distress ratio*, qui mesure la part d'obligations qui se négocient à moins de 80% de leur valeur nominale) est passé de 0,6 % en décembre 2021 à 12,8 % en juin 2022. Selon les données Fitch²⁶, au premier trimestre 2022, les émissions de dette à haut rendement sont de l'ordre de 15,4 Md€ seulement, en baisse de 48 % par rapport au premier trimestre 2021. Ainsi, aucune entreprise n'a émis de dette HY en Europe entre le 10 février et début avril 2022 : la dernière fois que

²³ Titres dont la valorisation est souvent inférieure à celle du marché et du secteur. Il s'agit généralement d'entreprises établies avec des flux de trésorerie positifs. Une stratégie d'investissement dans ces valeurs consiste à sélectionner des actions jugées sous-valorisées (par rapport à leur valeur intrinsèque).

²⁴ AFME, [High Yield Leveraged Loan Data Report Q12022](#), juin 2022.

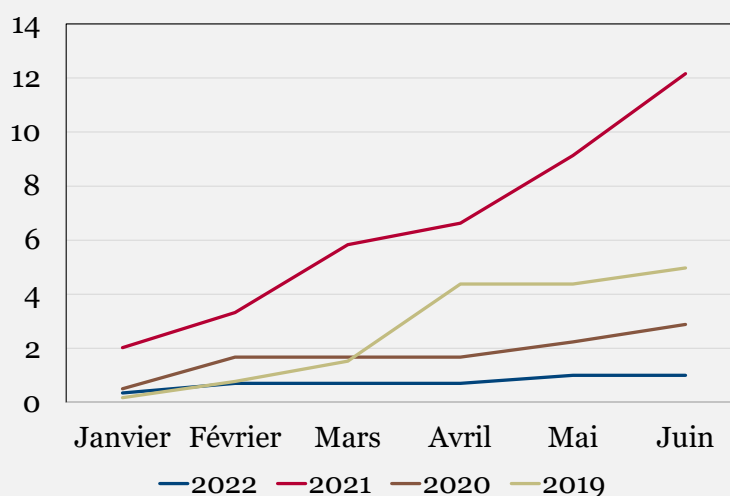
²⁵ [S&P Global](#), European bonds slump to lowest first-half volume since financial crisis, juillet 2022.

²⁶ [European High-yield market insight Q122](#), Fitch Ratings, Avril 2022.

le marché primaire a enregistré une période de fermeture aussi longue était en 2011, au plus fort de la crise de la dette souveraine²⁷.

Ce ralentissement survient après plusieurs mois de croissance robuste des émissions consécutifs à la pandémie de Covid-19, portée par des besoins importants de financement mais également par un élargissement de l'univers *high yield* alors lié à une augmentation des déclassés depuis le segment *investment grade* (*fallen angels*). En France, à fin juin 2022, seul 1 Md€ de dette HY a été émis sur les marchés, contre 9,1 Md€ sur la même période en 2021 et 2,2 Md€ en 2020, dont aucune émission en mars, avril ou juin (Graphique 21).

Graphique 21 - Emissions de dette *high yield* par les entreprises françaises (Md€, cumul)



Source : Bloomberg, calculs DG Trésor.

E. Banques

E.1. La rentabilité des banques françaises a bien rebondi en 2021, après une année 2020 marquée par la crise Covid

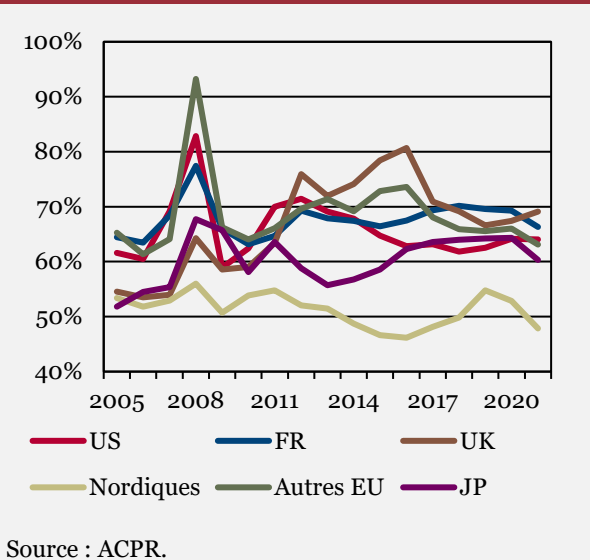
Après une forte baisse au cours de l'année 2020 en raison de la hausse du coût du risque liée à la pandémie de Covid-19, la rentabilité des banques françaises a fortement rebondi en 2021. Sur l'ensemble de l'année, le produit net bancaire (PNB) des six principaux groupes bancaires français²⁸ a cru de 9 %, une augmentation observée pour toutes les activités bancaires. La taille du bilan des banques françaises a également poursuivi sa croissance (+ 4 % en 2021 après + 12 % en 2020), porté par la croissance des dépôts des agents privés non financiers (+ 5,9 % pour les ménages et + 3,1 % pour les SNF) et des ressources obtenues dans le cadre des opérations de refinancement (TLTRO, cf. *Lexique*) de la BCE (+ 7 % pour les ressources obtenues auprès des banques centrales). Ces flux au passif se sont traduits principalement par une augmentation des dépôts auprès des banques centrales à l'actif (+ 22 % en 2021).

²⁷ Europe's junk bonds hit longest sales drought in over a decade, Bloomberg, avril 2022.

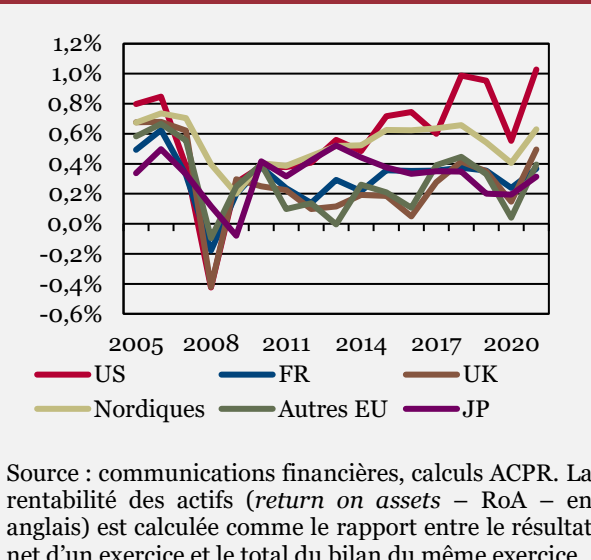
²⁸ BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale. Pour plus de détails sur la situation de ces groupes, voir « ACPR Analyses et Synthèses - La situation des grands groupes bancaires français à fin 2021 » ([lien](#)).

Le résultat net des six principaux groupes bancaires français est en amélioration de 60 % à 35,9 Md€, grâce à un coût du risque revenant à un niveau proche de son niveau pré-crise (8,8 Md€ après 19,0 Md€ en 2020 et 9,0 Md€ en 2019) et un coefficient d'exploitation (*Lexique*) en amélioration (66,3 % après 69,3 % en 2020 et 69,6 % en 2019, Graphique 22). La rentabilité des banques françaises, des banques européennes en général, reste toutefois inférieure de moitié à celle des banques américaines (Graphique 23). 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 – Coefficient d'exploitation des principales banques françaises, européennes et américaines



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

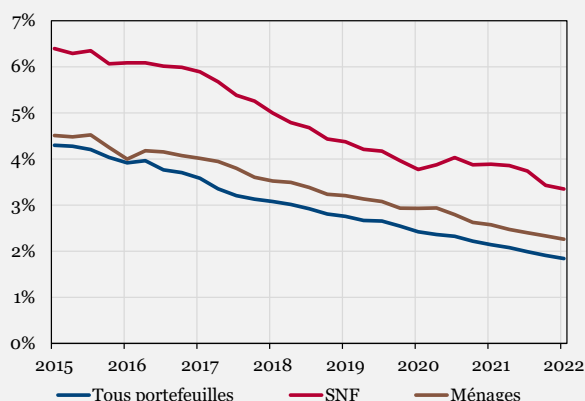


E.2. La qualité de l'actif a continué de s'améliorer, même si certains indicateurs incitent à la prudence

La crise Covid ne s'est pas traduite par une dégradation de l'actif bancaire, qui a poursuivi son amélioration tout au long de l'année 2021. Ainsi, le taux de prêts non performants a poursuivi sa décrue, atteignant 1,9 % fin 2021 après 2,2 % fin 2020 (Graphique 24). Cette baisse s'observe à la fois sur les expositions aux ménages et aux SNF, le taux de prêts non performants sur les ménages passant de 2,6 % à 2,3 % et celui sur les SNF passant de 3,8 % à 3,4 %.

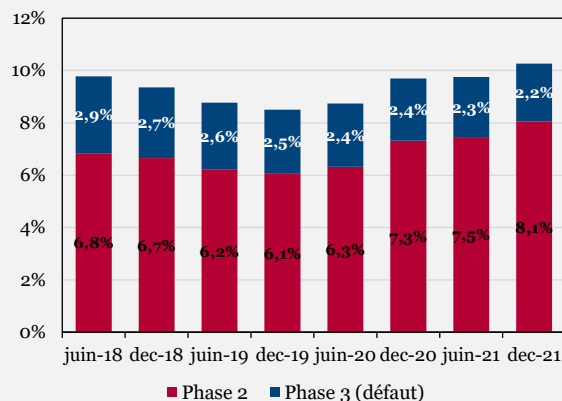
L'amélioration de la qualité de l'actif est toutefois hétérogène, le taux de prêts non performants ayant augmenté sur certains secteurs comme l'hébergement-restauration. Par ailleurs, la part de prêts en phase 2, c'est-à-dire celles ayant enregistré une hausse significative du risque de crédit, a atteint 8 %, contre 6,1 % fin 2019 (Graphique 25). L'augmentation est particulièrement forte pour les SNF, sous l'effet notamment du passage progressif des PGE en phase 2 qui peut parfois se faire de manière automatique suite aux modifications des termes de ces crédits. La part de prêts et créances dont le remboursement a dû être aménagé en raison des difficultés des emprunteurs a également augmenté pour la deuxième année consécutive (+ 29 %), passant de 52,9 Md€ à 68,3 Md€ pour les 6 principaux groupes bancaires français. Ce montant ne représente toutefois que 1,1% de l'ensemble des créances accordées.

Graphique 24 - Évolution du taux de prêts non performants des six grands groupes bancaires français



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

Graphique 25 - Ventilation des actifs des six grands groupes bancaires français en fonction des étapes IFRS9



Source : ACPR.

E.3. Les banques françaises disposent de marges confortables au-dessus de leurs exigences prudentielles

Les banques ont conservé 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 a légèrement augmenté entre 2020 et 2021, passant de 15,5 % à 15,7 % en fin d'année, après 14,8 % fin 2019 (Graphique 26). Les banques françaises disposent ainsi de marges substantielles par rapport à leurs exigences réglementaires, même en prenant en compte la fin des mesures d'allègement prises pendant la crise Covid et l'augmentation annoncée du taux du coussin contra-cyclique, leur laissant une marge totale d'environ 4,3 points d'actif pondéré des risques pour 2022-2023. Leur ratio de levier (cf. *Lexique*) a un peu diminué, passant de 5,6 % fin 2020 à 5,4 % fin 2021. La tendance est également à la stabilité au niveau européen, avec un ratio de solvabilité CET1 de 15,5 % en moyenne fin 2021 (après 15,5 % fin 2020) et un ratio de levier à 5,9 % (après 5,8 %).

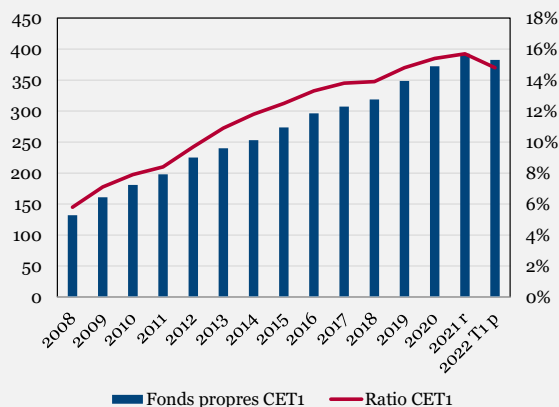
Les banques françaises respectent largement leurs contraintes prudentielles de liquidité. Leur ratio de liquidité à court-terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR, cf. *Lexique*) a en particulier été fortement soutenu par l'augmentation des réserves auprès de la banque centrale, menant à une forte croissance des actifs liquides de haute qualité (*High-Quality Liquid Assets* - HQLA, cf. *Lexique*) : il est ainsi passé de 149,6 % fin 2020 à 153,8 % fin 2021, après 131,8 % fin 2019 (Graphique 27). Le ratio de financement stable à horizon un an (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR, cf. *Lexique*) augmente également, passant de 114,5 % fin 2020 à 121,1 % fin 2021.

La détérioration de l'environnement économique et financier s'est traduite par un repli des *price-to-book*²⁹ dans le secteur bancaire depuis le début de l'année en France, mais aussi dans les autres pays européens et aux États-Unis. Les banques françaises comme les banques européennes restent sous-

²⁹ Le *Price to Book Ratio* désigne le coefficient mesurant le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.

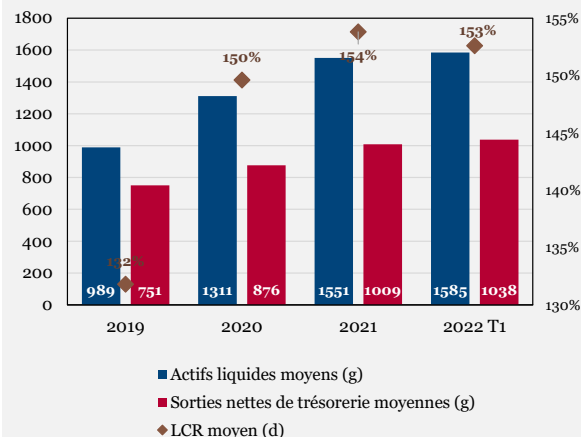
valorisées par rapport aux banques américaines et le cours de leurs actions apparaît toujours largement en-deçà de leur valeur comptable (Graphique 28).

Graphique 26 – Niveau (en Md€) et ratio de fonds propres CET1 (Bâle 3) des principales banques françaises



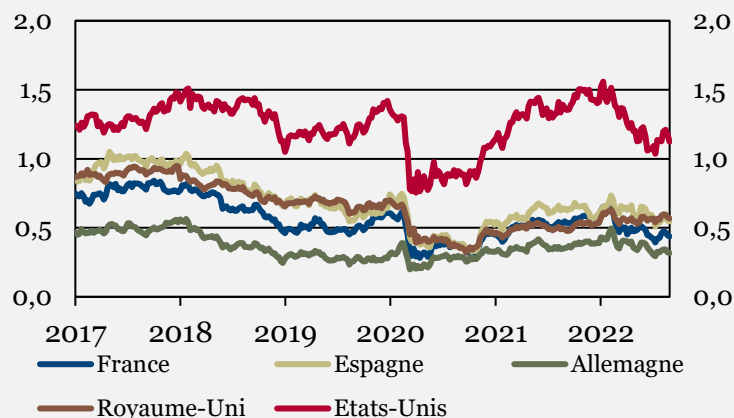
Source : ACPR.
Périmètre : BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale.

Graphique 27 – Évolution du LCR moyen des banques françaises



Source : ACPR.

Graphique 28- Ratio cours / actif net (price-to-book) dans le secteur bancaire par pays



Source : AMF. Dernier point : 01/09/2022

E.4. La guerre en Ukraine et la dégradation de l'environnement macroéconomique affectent les banques depuis le début de l'année 2022

La guerre en Ukraine a un impact substantiel sur les banques françaises et européennes. Dans un premier temps, la guerre les affecte via leurs expositions directes à la Russie et à l'Ukraine. Les expositions directes du secteur bancaire français sont relativement limitées (de l'ordre de 30 Md€) et concentrées principalement sur la Société Générale (75 % de l'exposition), en raison de sa filiale Rosbank. Face à cette situation, la Société Générale a cédé sa filiale au cours du deuxième trimestre, enregistrant une

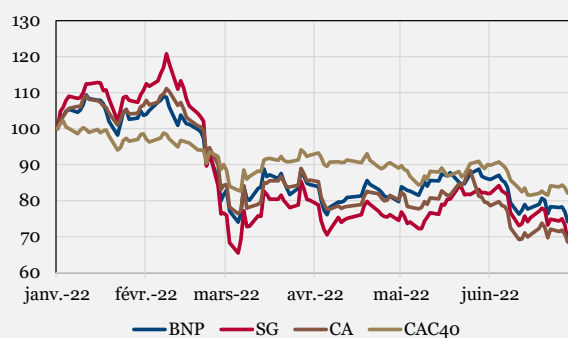
perte nette de 3,2 Md€, mais avec un impact modéré sur ses ratios de fonds propres (20 points de base sur le ratio CET1).

Dès le début du conflit, les craintes sur l'exposition directe des banques européennes et la dégradation des perspectives macroéconomiques a eu un impact fort sur les capitalisations bancaires. L'indice bancaire de l'Euro Stoxx a perdu un tiers de sa valeur au moment de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et reste à fin juin 20 % inférieur à son niveau de début d'année (baisse similaire à celle de l'Euro Stoxx global). Les cours des grandes banques françaises ont suivi une évolution similaire (Graphique 29). Les primes de CDS ont également fortement augmenté, atteignant des niveaux proches de ceux atteints lors de la pandémie de Covid-19 (C.6.a) Graphique 30).

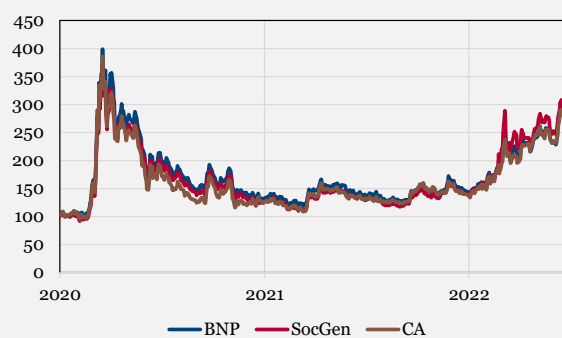
La remontée des taux devrait avoir un impact globalement positif sur les banques en augmentant leur marge nette d'intérêt dans la mesure où les taux à l'actif augmenteraient davantage que le coût du passif. L'exploitation des remises réglementaires trimestrielles des établissements sur le risque de taux indique qu'un choc à la hausse des taux d'intérêt impacterait positivement la marge nette d'intérêt des banques. En effet, une hausse de taux de 200 pb accroîtrait le revenu net d'intérêt des banques françaises d'environ 15 % en moyenne, avec toutefois des disparités importantes selon les établissements compte tenu de la sensibilité des différents modèles d'activités à la hausse des taux en fonction notamment de la qualité de l'adossement actif-passif. Au final, la remontée de taux et la repentification de la courbe des taux d'intérêt devraient s'avérer globalement bénéfiques pour la rentabilité bancaire à moyen terme, bien qu'elles puissent être plus compliquées à gérer à court terme.

D'un autre côté, la hausse des taux d'intérêt devrait, à court terme, avoir un effet préjudiciable sur leurs portefeuilles valorisés au prix du marché et pourrait, à moyen terme, contribuer à une augmentation du coût du risque des banques, en raison de la hausse des défauts des emprunteurs qui verraient leur charge de remboursement augmenter. Ce dernier risque devrait toutefois rester limité (cf. sections du présent rapport dédiées aux entreprises et aux ménages).

Graphique 29 – Évolution des cours des principales banques françaises durant le premier semestre 2022



Graphique 30 – Évolution des primes de CDS des principales banques françaises depuis début 2020



F. Organismes d'assurance

F.1. Une bonne performance du secteur de l'assurance en 2021

Après une croissance modérée de l'activité d'assurance en 2020, dans un contexte de pandémie de Covid-19 ayant entraîné une hausse des primes versées pour certaines lignes d'activité (assurance-vie, santé, protection des biens), le secteur a été particulièrement dynamique en 2021. En décembre 2021, l'encours des placements financiers des assureurs s'élevait à 2 814 Md€ (+ 41 Md€), soit une hausse de 1,5 % par rapport à juin 2021, après + 1,1 % au premier semestre.

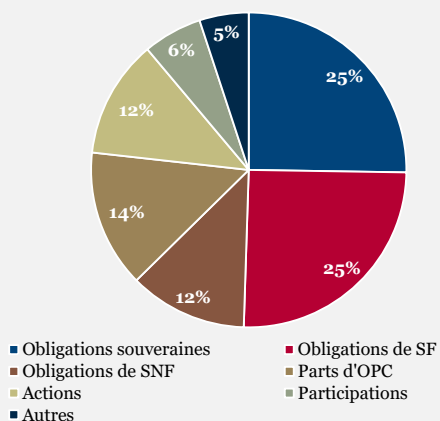
Sur le segment vie, la collecte nette sur l'année s'est élevée à 18,3 Md€, après une année de collecte nette négative en 2020 (- 7,0 Md€), renouant avec son rythme pré-crise (+ 20,4 Md€ en 2019). Les rachats sont restés relativement faibles sur l'année (68 Md€, au niveau de la moyenne des dix dernières années), la bonne dynamique sur le segment vie s'expliquant par une forte hausse des cotisations.

Le segment non-vie montre également une reprise de l'activité, avec une hausse des primes en 2021 (+ 4,1 % par rapport à 2020) supérieure à la hausse des sinistres (+ 2,9 %).

En parallèle, le maintien en 2021 de la stratégie d'allocation d'actifs des assureurs en faveur des placements présentant un faible niveau de risque dans un environnement de taux bas voire négatifs a mené à la poursuite de l'érosion du rendement des portefeuilles des assureurs sur l'année. Ainsi, les titres obligataires représentent toujours plus de 60 % du portefeuille des assureurs à fin 2021 (Graphique 31C.6.a)Graphique 31). En outre, les assureurs s'orientent majoritairement vers les titres de haute qualité (d'une note supérieure ou égale à AA-). Alors que les obligations offrant un rendement supérieur à 3 % représentaient encore 38 % des obligations détenues par les assureurs l'année dernière, elles ne représentent plus que 31 % à fin décembre 2021, la baisse des taux contraignant les assureurs à réinvestir dans des titres moins rémunérateurs à mesure que leurs obligations arrivent à échéance. La bonne orientation des marchés financiers en 2021 a cependant permis d'interrompre la tendance à la baisse du taux moyen de rendement de l'actif des assureurs vie constatée depuis 2013, en atteignant 2,2% en 2021 contre 2,1% en 2020, ce qui reste cependant nettement en dessous du taux de 3,5 % affiché en 2013.

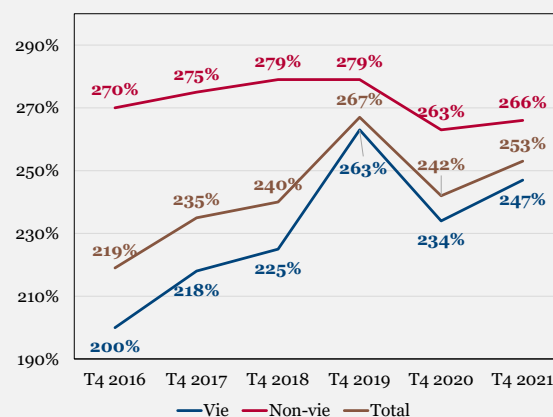
La solvabilité des assureurs s'est améliorée en 2021, dans un contexte de forte hausse des marchés actions. Fin décembre, le ratio de couverture du capital de solvabilité requis (CSR, cf. *Lexique*) s'élevait ainsi à 253 % (247 % sur le segment vie, 266 % sur le segment non-vie), bien au-delà des exigences réglementaires minimales, contre 242 % en 2020 (Graphique 32).

Graphique 31 – Structure des placements des assureurs en 2021 (après mise en transparence)



Source : ACPR, données au 31 décembre 2021.

Graphique 32 – Taux de couverture du capital de solvabilité requis (%)



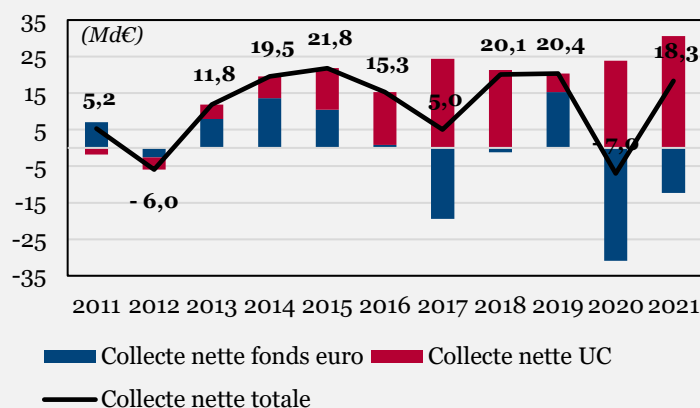
Source : ACPR, données au 31 décembre 2021.

F.2. La réallocation des fonds euros vers les fonds en unités de compte s'est poursuivie sur l'année et devrait accélérer en 2022 dans un contexte inflationniste

L'environnement de taux bas a continué à peser sur la rentabilité des assureurs vie en 2021. Dans ce contexte, la stratégie d'offre des assureurs, consistant à orienter les assurés vers des placements en unités de compte (UC) – dont le capital et le rendement ne sont pas garantis – afin d'équilibrer le rapport entre fonds euros et fonds UC, ce qui augmente le partage du risque entre les assureurs et les assurés, s'est poursuivie en 2021. Les placements en unités de compte ont ainsi été très dynamiques (+ 30,6 Md€ en 2021 après + 23,9 Md€ en 2020, Graphique 33) alors que la décollecte s'est poursuivie sur les fonds euros (- 12,3 Md€ après une baisse record de - 30,9 Md€ en 2020). Les flux positifs en faveur des fonds UC mènent à une hausse modérée de la part de ses contrats au bilan des assureurs vie (22,4 % fin 2021 contre 19,2 % fin 2020).

Le retour de l'inflation affecte en premier lieu les activités vie des assureurs. Le taux réel des contrats en fonds euros devrait ainsi être négatif en 2022 et cela pour la deuxième année consécutive. Cette situation pourrait participer à la poursuite de la réorientation des placements des fonds euros vers les fonds UC observée depuis fin 2019 si le rendement réel de ces derniers s'avère plus élevé.

Graphique 33 - Collecte nette annuelle en assurance-vie, par type de support



Source : ACPR

UC : unité de compte

Dans ce contexte, il existe un risque de décollecte. Ce dernier doit cependant être relativisé du fait : i) de l'objectif, pour la plupart des détenteurs d'un contrat d'assurance-vie, de détention d'une épargne longue, relativement peu risquée, associée à un traitement fiscal spécifique, ii) des freins au transfert de contrats d'un assureur vers un autre, iii) de la collecte très dynamique observée au 1^{er} trimestre 2022. La hausse de la rémunération des produits d'épargne réglementés et parfaitement liquides³⁰ et celle probable pour d'autres produits, pourraient cependant concurrencer l'assurance-vie et peser sur les placements en fonds euros. En parallèle, la remontée des taux devrait toutefois permettre aux assureurs de renouveler leurs actifs à un taux de rémunération plus élevé.

Concernant le segment non-vie, les prestations versées par les assureurs devraient augmenter en 2022 sans présenter de risque majeur pour leur rentabilité. Dans le même temps, la plupart des contrats d'assurance exploitation incluant des clauses d'exclusion en cas de guerre ou de sanctions, l'exposition des assureurs aux répercussions de la guerre en Ukraine devrait être contenue.

G. Gestion d'actifs

G.1. En 2021, la gestion collective connaît une croissance marquée malgré des flux nets négatifs

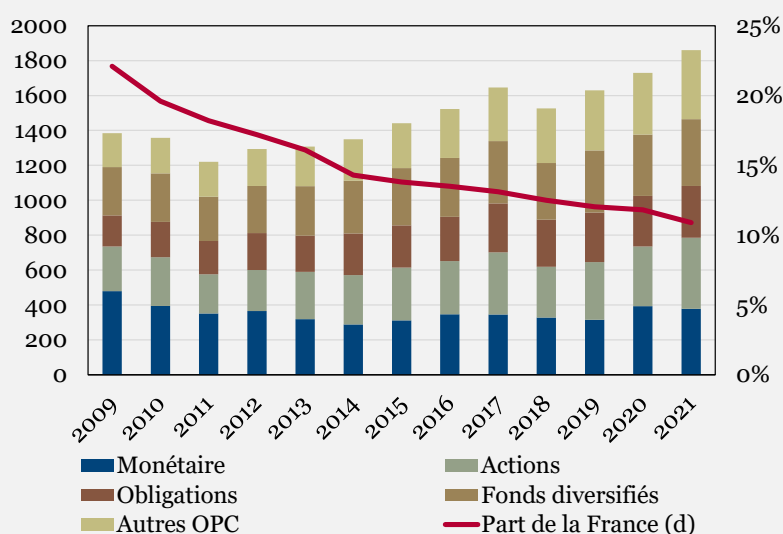
En 2021, l'encours de gestion d'actifs française a augmenté de 7,5 %, atteignant un nouveau plus haut historique, avec 1 860 Md€ d'actifs sous gestion (contre 1 730 Md€ à fin 2020, Graphique 34). Les fonds français représentent 11 % du total des actifs gérés dans la zone euro, en quatrième position derrière le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne.

La bonne performance des organismes de placement collectif (OPC) s'explique par des effets de valorisation importants (+ 132 Md€, soit + 7,6 %) après une modeste performance en 2020 (+ 0,9 %) du fait des très fortes corrections de marché opérées en mars, au début de la pandémie de Covid-19. En

³⁰ Passage du LA et LDDS de 0,5 % à 1 % en février 2022, nouvelle hausse de taux attendue en août.

2021 en revanche, les flux nets de placements en OPC ont été légèrement négatifs (- 2 Md€ contre + 85 Md€ en 2020).

Graphique 34 - Encours de fonds domiciliés en France (Md€) et part de la France dans la zone euro



Source : Banque de France, BCE

G.2. Une reprise dynamique, tirée par les fonds non monétaires

Le constat général dressé sur le marché de la gestion d'actifs masque des disparités importantes entre les différents types de fonds, qui se sont ajustés de manière différenciée en 2021 durant la reprise post-covid.

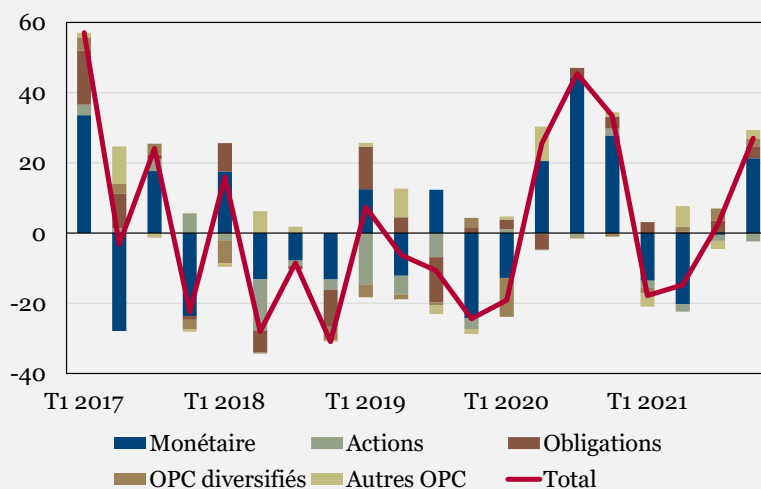
Alors que les **fonds monétaires** avaient réalisé une collecte record en 2020, après une vague de rachats importants en mars au début de la crise covid, la tendance s'est inversée en 2021 (Graphique 35). Les fonds monétaires sont les seuls à avoir enregistré une décollecte sur l'année, reculant de 15 Md€ (- 4 %), leur encours s'élevant ainsi à 378 Md€ à fin 2021, soit 20 % de l'encours de gestion d'actifs en France. Ces mouvements s'expliquent par l'érosion progressive de rendement des fonds monétaires depuis le 1^{er} trimestre 2020 (- 0,48 % fin 2021 contre - 0,27 % fin 2019) du fait du raccourcissement des maturités des portefeuilles et en raison des fortes performances enregistrées par les classes d'actifs risqués.

En revanche, les **fonds actions** ont enregistré une très forte progression en 2021, augmentant de 64 Md€ (+ 19 %). À la fin de l'année, l'encours s'élevait ainsi à 406 Md€ (22 % de l'encours de gestion d'actifs en France). Alors que les flux de placements nets ont été négatifs sur l'année (- 8,3 Md€), le marché actions a enregistré une très forte performance (+ 21,2 % après + 3 % en 2020) se traduisant par de forts effets de valorisation pour les fonds.

L'encours des **fonds obligataires** a augmenté de 7,2 Md€ sur l'année (soit + 2,4 %), s'élevant à 297 Md€ fin 2021 (16 % de la gestion d'actifs en France). Cette croissance a été tirée par la hausse des volumes (collecte nette annuelle de 10,5 Md€) alors que les valorisations ont été négatives (performance de - 0,6 % en 2021 après + 0,1 % en 2020).

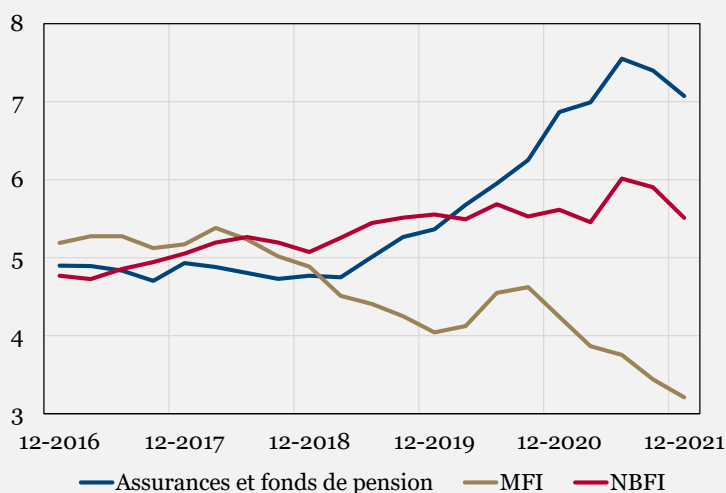
Les **fonds diversifiés** (composés de plusieurs classes d'actifs) ont vu leur encours augmenter de 33 Md€ sur l'année (+ 9 %) pour atteindre 383 Md€ (21 % de la gestion d'actifs en France), sous l'effet d'une collecte positive (+ 5,5 Md€) et d'une bonne performance sur l'année (+ 7,3 % après + 2,1 % en 2020).

Graphique 35 - Flux de souscription nets des OPC domiciliés en France (Md€)



En 2022, la performance des fonds français devrait être plus atone. Depuis le début de l'année, les actifs risqués ont été fortement pénalisés par les marchés, du fait des incertitudes fortes entourant la guerre en Ukraine et la normalisation de la politique monétaire de la BCE face à la reprise rapide et non anticipée de l'inflation. La sensibilité des fonds à la hausse des taux s'est en outre accrue au cours des dernières années, du fait de l'augmentation de la durée des portefeuilles. La présence d'investisseurs comme les assureurs ou les fonds de pensions, qui ont des horizons de détention longs, reste cependant un facteur de stabilité pour les fonds (Graphique 36).

Graphique 36- Évolution de la durée de l'actif des banques, des assurances et des NBFi (années)



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 2021. Conformément à son mandat, il a surveillé et analysé les risques et les vulnérabilités potentielles susceptibles d'affecter le secteur financier français. Alors que les conséquences de la pandémie de Covid-19 étaient en train de se dissiper progressivement, la guerre en Ukraine a récemment ravivé les risques en matière de stabilité financière.

La forte hausse de l'inflation, la remontée induite des taux d'intérêt ainsi que le ralentissement de la croissance économique génèrent une forte incertitude à court terme et renforcent les vulnérabilités à moyen terme. Le HCSF continue de suivre avec attention l'évolution de l'endettement des acteurs non financiers français, que ce soit les entreprises ou les ménages, qui reste très dynamique. Le Haut Conseil s'est par ailleurs intéressé à plusieurs sujets structurels, tels que le risque cyber, les cryptoactifs ou encore le cadre macroprudentiel européen.

A.1. Le Haut Conseil a rendu contraignante sa recommandation relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers

Les dynamiques du crédit à l'habitat et de ses conditions d'octroi, à travers leurs effets sur la solvabilité des ménages, constituent des facteurs de risques majeurs pour la stabilité financière. En 2019, le HCSF a publié un diagnostic des risques associés à l'immobilier résidentiel³¹ montrant que le dynamisme du secteur s'accompagnait depuis plusieurs années d'un assouplissement progressif des conditions d'octroi, avec notamment une augmentation des taux d'effort individuels. De telles pratiques augmentent la vulnérabilité des ménages, dont la capacité de remboursement devient plus exposée à un choc adverse sur les revenus, conduisant ainsi à un risque de défaut accru.

L'action du HCSF depuis 2019, d'abord au travers une recommandation, s'est concrétisée par l'adoption d'une norme juridiquement contraignante à compter de janvier 2022. Cette série de décisions a permis une amélioration significative des conditions d'octroi du crédit à l'habitat, assurant une meilleure soutenabilité de l'endettement des ménages. Dans son suivi mensuel de la norme³², l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) s'assure de la conformité de la nouvelle production de crédits aux seuils de taux d'effort et maturité fixés par le HCSF. Ces données indiquent ainsi une baisse de 18 pp de la part des prêts avec un taux d'effort supérieur à 35 % entre janvier 2020 et mars 2022, qui représente désormais 13,2 % de la production de crédits à l'habitat³³, ainsi qu'un recul du taux d'effort moyen de 1,2 pp à 29,7 %. La part des prêts dont la maturité excède le plafond fixé par le HCSF est quant à elle en recul de 11,9 pp, atteignant un niveau marginal en mars 2022 (0,9 %).

Grâce à ces ajustements, la part de la production trimestrielle agrégée de crédit à l'habitat non conforme à la décision HCSF est en-deçà du seuil de tolérance maximal de 20 % (i.e. marge de flexibilité) depuis le troisième trimestre 2021, atteignant 13,7% au deuxième trimestre 2022 (soit -15,2 pp par rapport au

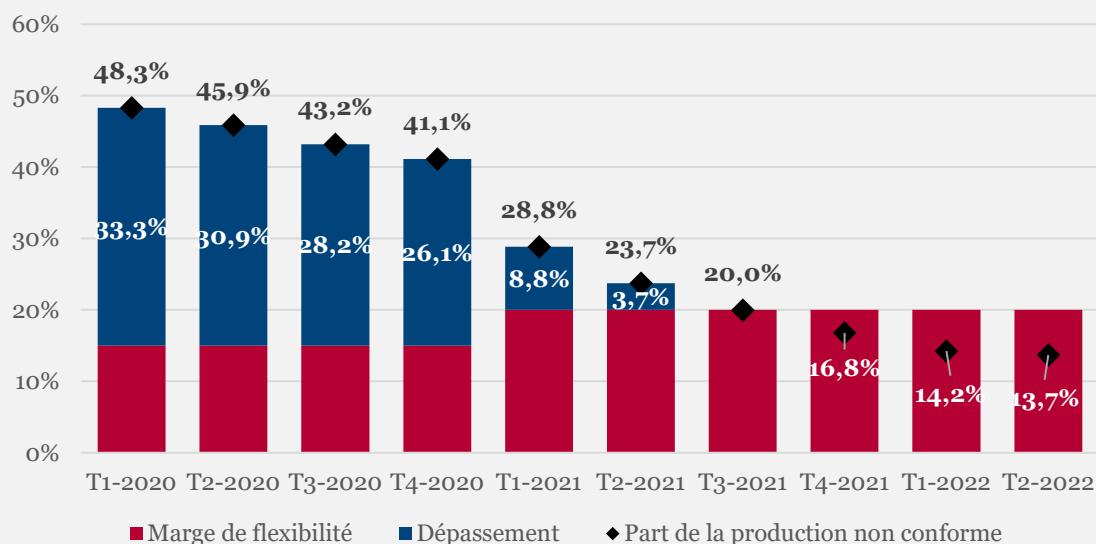
³¹Voir « [Diagnostic des risques dans le secteur de l'immobilier résidentiel](#) »

³²Voir « [Suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat](#) »

³³ Prêts dans le champ de définition de la décision HCSF (hors prêts relais, rachats, renégociations et regroupements de crédits).

premier trimestre 2021, graphique 37). Du fait de ces ajustements, la dynamique d'endettement des ménages s'opère désormais sur des bases plus saines, sans entraver la distribution de crédit immobilier : le crédit à l'habitat a connu une dynamique robuste depuis janvier 2020, avec un taux de croissance annuel de l'encours de 6,1 % en moyenne (contre un taux de croissance moyen de + 4,8 % entre 2015 et 2020), confirmant que l'action du HCSF a permis de modifier la distribution des conditions d'octroi sans affecter les volumes.

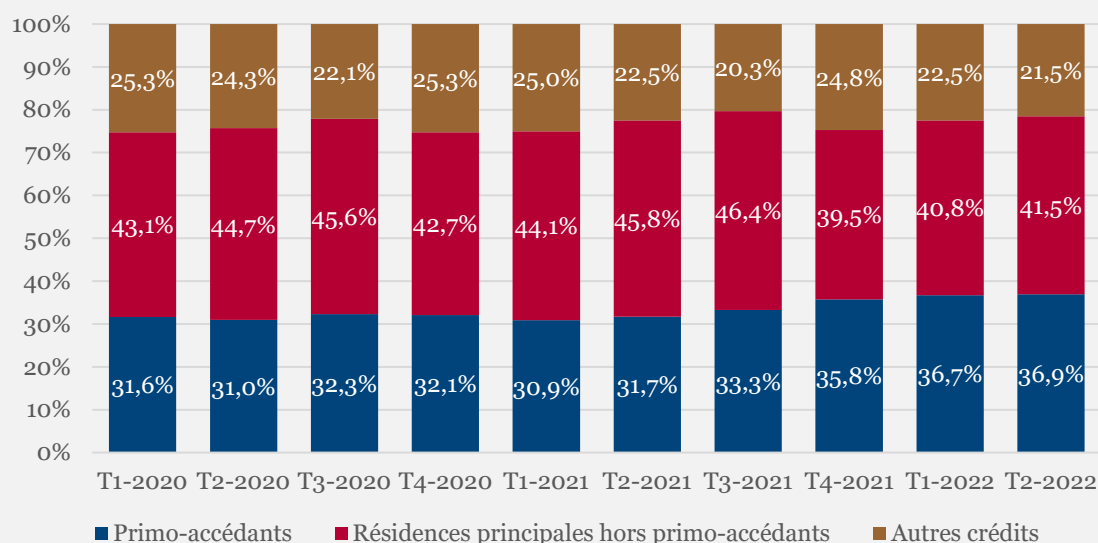
Graphique 37 - Production non conforme (% de la production totale de nouveaux crédits hors prêts relais, rachats, renégociations et regroupements)



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

La normalisation des conditions d'octroi s'est faite sans restreindre l'accès aux crédits des ménages primo-accédants, preuve en est la non-utilisation de la marge de flexibilité à son maximum. Pour rappel, 20 % maximum de la production de crédit à l'habitat peut déroger aux règles du HCSF, dont 80 % au moins sont réservés aux résidences principales, et notamment 30 % aux primo-accédants. Cette flexibilité permet aux banques de s'adapter à différents profils d'emprunteurs. Ainsi, la part des prêts destinée aux primo-accédants dans l'ensemble de la production a augmenté : elle représentait 36,9 % du total de la production de crédits hors rachats, renégociations et regroupements de crédits au premier trimestre 2022 (en hausse de 5,3 pp par rapport à premier trimestre 2020), tandis que la part réservée aux acquéreurs de résidences principales dans leur ensemble est restée stable sur les deux dernières années, évaluée à 78,5 % du total de la production au deuxième trimestre 2022 (+3,7 p par rapport au premier trimestre 2020, graphique 38). Les investisseurs locatifs représentaient environ 17% du total de la production au deuxième trimestre 2022. Au-delà du recours à la flexibilité prévue par la mesure, l'allongement anticipé de la durée moyenne des prêts, atteignant désormais 22,2 ans (+ 7,9 mois par rapport à janvier 2020), a constitué une marge supplémentaire d'ajustement permettant de réduire les taux d'effort individuels trop élevés.

Graphique 38 - Répartition de la production de crédit par segment d'emprunteurs (% de la production totale de nouveaux crédits hors rachats, renégociations et regroupements)



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

A.2. Le Haut Conseil a normalisé le taux du coussin contra-cyclique

Après la crise liée à la pandémie de Covid-19 qui avait justifié son relâchement, le HCSF a considéré que le niveau de risque comme la conjoncture justifiaient de normaliser le coussin contra-cyclique à son niveau d'avant crise. Il a ainsi décidé lors de sa séance de mars 2022 de relever le taux du coussin de 0 % à 0,5 %, taux qui prévalait avant le déclenchement de la crise de la covid en mars 2020. Le relâchement du coussin en 2020 a joué son rôle de maintien de l'offre de crédit, qui a désormais retrouvé une tendance très forte, alors que les niveaux d'endettement sont déjà élevés.

À la fin de l'année 2021, le retour de l'activité à son niveau d'avant crise et les prévisions de croissance économique ont permis d'entrer dans une phase de normalisation de la politique macroprudentielle. L'évaluation des risques et des vulnérabilités affectant le système financier justifiait également à ce moment la mise en place d'un dispositif de prévention face aux risques financiers au moins équivalent à celui d'avant crise, ce qui impliquait de reconstruire les coussins de fonds propres contra-cycliques à son niveau antérieur de 0,5 %. De plus, une reconstitution des coussins permet de reconstituer une marge de manœuvre utile pour l'action macroprudentielle afin de soutenir l'offre de crédit en période de crise. Le HCSF a donc pré-annoncé le retour du coussin de fonds propres contra-cyclique à son niveau d'avant crise lors de sa séance du 14 décembre 2021 et relevé le taux du coussin à 0,5 % lors de sa séance du 24 mars 2022 (décision du 7 avril 2022).

L'incertitude liée au conflit entre la Russie et l'Ukraine, la forte volatilité sur les marchés d'actifs et notamment les marchés de matières premières, la hausse du risque cyber et les pressions inflationnistes nécessitent la prudence mais également le besoin de se doter d'instruments mobilisables en cas de crise.

Lors de sa séance du 27 juin 2022, le HCSF a maintenu le taux du coussin contra-cyclique à 0,5 % tout en confirmant la robustesse du crédit et les niveaux élevés de dette par rapport aux autres pays européens (fin 2021, l'endettement des ménages représente 66 % du PIB et celui des SNF 83 %, contre

respectivement 60 % et 64 % en zone euro) en dépit des fortes incertitudes conjoncturelles (impact de la remontée des taux et de la normalisation de la politique monétaire) et géopolitiques.

Compte tenu de la persistance des vulnérabilités, et du niveau des risques à moyen terme, le HCSF juge nécessaire de consolider le dispositif de prévention pour éviter un risque de retournement du cycle du crédit. Lors de sa séance du 15 septembre 2022, il a pré-annoncé le relèvement du taux du CCyB de 0,5 % à 1 % prévu pour sa prochaine réunion, en décembre 2022, sauf si la capacité du système bancaire à répondre aux besoins de financement de l'économie s'infléchissait de façon marquée et non anticipée.

Il est à noter par ailleurs que la mise en œuvre de la directive CRD V (cf. *Lexique*) simplifie le processus institutionnel de fixation du taux du coussin contra-cyclique. Le HCSF entend se saisir pleinement de cette possibilité et ne publiera désormais de décision qu'en cas d'évolution du taux du coussin.

A.3. Le Haut Conseil continue de surveiller les expositions des banques systémiques aux grandes entreprises les plus endettées

Le HCSF a adopté le 11 mai 2018 une mesure limitant la concentration des expositions bancaires vis-à-vis des sociétés non financières (SNF) très endettées. Cette décision s'appuie sur l'activation de l'article 458 du règlement européen sur les exigences de capital qui doit faire l'objet d'un examen périodique et le cas échéant d'une prorogation : le HCSF a prorogé cette mesure par deux fois, en 2020 pour un an et en 2021 pour deux ans. La mesure grands risques poursuit un objectif de résilience du système financier, en limitant l'exposition des banques systémiques au risque de défaut d'une grande entreprise. Elle poursuit également un objectif de prévention, en incitant les SNF à maîtriser leur endettement et à diversifier leurs créanciers.

Pour ce faire, la mesure limite l'exposition des banques systémiques françaises envers des SNF très endettées à 5 % de leurs fonds propres de catégorie 1. Une SNF est identifiée comme très endettée dès lors qu'elle réunit les deux critères suivants :

- Un ratio d'endettement net supérieur à 100%. Ce ratio est défini comme le rapport entre la dette nette des disponibilités et les capitaux propres de la SNF.
- Un ratio de couverture des frais financiers inférieur à 3. Ce ratio est défini comme le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et les charges financières de la SNF.

Le HCSF est particulièrement vigilant à l'évolution des ratios d'endettement des grandes entreprises françaises dans le cadre de cette mesure, compte tenu du contexte macroéconomique. Il considère que la mesure constitue un pare-feu efficace vis-à-vis du risque de contrepartie systémique pour les banques : le suivi des expositions bancaires au cours de l'année passée n'a révélé aucun dépassement des seuils d'exposition.³⁴ En prévenant les situations de concentration d'expositions vis-à-vis d'entreprises ayant un niveau d'endettement excessif, la mesure permet bien de limiter les risques de contagion qu'un défaut d'une grande entreprise pourrait entraîner.

Par ailleurs, la mesure n'a pas empêché les grandes entreprises de se financer auprès des établissements de crédit. C'est en particulier le cas du déploiement des dispositifs de soutien mis en place lors de la

³⁴ Si le champ des institutions systémiques s'est élargi en 2021 et a entraîné l'ajustement d'une exposition, celle-ci a été ramenée sous la limite au terme du délai de régularisation impart.

crise Covid, la part de l'encours garanti par l'État dans le cadre des Prêts Garantis par l'État (PGE) n'étant pas comptabilisée dans le montant des expositions grands risques.

A.4. Le Haut Conseil a examiné différents enjeux en matière de stabilité financière

Le Haut Conseil de stabilité financière s'est intéressé au risque cyber, rappelant l'importance de se protéger contre ce risque en forte augmentation, alors que le règlement DORA est en cours d'adoption au niveau européen. Il s'est également intéressé à la numérisation des paiements et, plus généralement de la finance, notant en particulier les risques encore limités mais en croissance liés aux crypto-actifs et à la finance décentralisée, pour lesquels le règlement européen MiCA est également en cours d'adoption. Enfin, le HCSF a répondu à la consultation de la Commission européenne sur le cadre macroprudentiel (cf. encadré 3).

Encadré 3 – La réponse à la consultation de la Commission européenne sur le cadre macroprudentiel

La réglementation bancaire CRR³⁵ (cf. *Lexique*) prévoit que la Commission européenne passe en revue les règles macroprudentielles contenues dans CRR et CRD à horizon juin 2022 afin d'en juger la pertinence et l'efficacité. À cette fin, la Commission a lancé une large consultation publique en décembre 2021, à laquelle le HCSF a répondu en tant qu'autorité macroprudentielle française en mars 2022. En parallèle de la consultation publique, des *Call for Advice* ont été adressés à la BCE, l'ABE et le CERS. La finalisation de la revue du cadre ayant pris du retard, la soumission de la proposition législative au Parlement européen et au Conseil, initialement prévue pour fin décembre 2022, pourrait être ajournée. La réponse du HCSF privilégie trois axes de revue du cadre macroprudentiel : la simplification, l'élargissement de l'espace macroprudentiel et le renforcement des outils disponibles, en particulier au niveau européen.

Le cadre macroprudentiel gagnerait à une plus grande simplification des processus de calibrage des instruments et des procédures, notamment pour le coussin contra-cyclique dont le délai d'application pourrait être réduit plus aisément. Une plus grande clarté sur les objectifs et distinctions entre instruments devrait également éviter les potentielles redondances. Une meilleure coordination entre les autorités nationales et européennes est par ailleurs nécessaire pour assurer un traitement harmonisé entre les différents États membres. De plus, le HCSF a souligné dans sa réponse la nécessité de rendre le cadre macroprudentiel plus flexible en favorisant le recours à des outils de « *soft powers* » tels que la communication ou recommandation plutôt qu'à des outils contraignants (notamment en matière de distribution).

Concernant les indicateurs mobilisés pour fixer le taux de CCyB, le HCSF souhaite réduire la prééminence accordée à la déviation du ratio de crédit sur PIB à sa tendance de long terme (*credit gap*, cf. *Lexique*) pour le resituer parmi un ensemble plus large et diversifié d'indicateurs permettant à la fois de juger du calibrage idéal de l'instrument, mais aussi du moment opportun pour l'atteindre (Cf. Chapitre thématique). En tout état de cause, le HCSF a insisté sur l'élargissement souhaitable de l'espace macroprudentiel, à savoir la capacité pour l'autorité macroprudentielle à solliciter (augmenter et abaisser)

³⁵ Voir l'article 513 du Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement Européen et du Conseil (CRR)

des instruments de manière plus agile et sans que l'effet de ces instruments ne soit obéré de fait par d'autres exigences microprudentielles. Cette évolution se ferait sans affecter le niveau agrégé d'exigence en capital prévu dans les accords de Bâle. Un cadre coordonné au niveau européen est également souhaité afin d'obtenir un relâchement harmonisé du coussin contra-cyclique lors de crises systémiques.

Le Haut Conseil a également soutenu l'introduction en droit européen des mesures visant les emprunteurs, déjà présentes dans l'arsenal juridique du HCSF. Ces outils européens devraient offrir suffisamment de flexibilité aux autorités nationales macroprudentielles tout en renforçant l'harmonisation entre les pays. Ces évolutions font écho à l'adoption par de nombreuses autorités macroprudentielles de mesures sur les emprunteurs, telle que la décision du HCSF relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers.

Tableau 1 - Décisions du Haut Conseil de stabilité financière en vigueur

Date de la décision	Date d'entrée en vigueur*	Outil macro-prudentiel	Décision
11/05/2018	01/07/2018 – prorogée le 01/07/2021	Mesures pour les grands risques des institutions systémiques	Limite l'exposition des banques d'importance systémique aux grandes entreprises françaises les plus endettées.
08/10/2018	09/10/2018	Réciprocité de la mesure de la Banque nationale de Belgique	Augmente les exigences en fonds propres sur les expositions garanties par une sureté sur un bien immobilier résidentiel situé en Belgique.
10/07/2019	11/07/2019	Réciprocité de la mesure adoptée par la Finansinspektionen	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Suède.
15/06/2021	15/06/2021	Réciprocité de la régulation de la CSSF luxembourgeoise	Recommande d'appliquer les critères d'octroi établis par la CSSF en matière de crédits relatifs à des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg.
30/06/2021	01/07/2021	Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions norvégiennes avec un taux à 4,5%.
30/06/2021	01/07/2021	Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé en Norvège.
30/06/2021	01/07/2021	Réciprocité de la mesure adoptée par le ministère des Finances norvégien	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux entreprises garanties par un bien immobilier commercial en Norvège.
29/09/2021	01/01/2022	Conditions d'octroi de crédits immobiliers	Rend contraignante la recommandation R-HCSF-2021-1 introduisant des critères d'octroi en matière de crédits immobiliers.
07/04/2022	07/04/2022	Coussin de fonds propres contra-cyclique	Le taux du coussin pour la France est relevé de 0 % à 0,5 % à compter du 7 avril 2022. Les établissements disposent d'un délai de 12 mois pour s'y conformer.
15/09/2022	13/10/2022	Réciprocité de la mesure de la Banque nationale de Belgique	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions immobilières belges avec un taux de 9%
15/09/2022	13/10/2022	Réciprocité de la mesure adoptée par Banque centrale des Pays-Bas	Fixe le seuil de pondération des risques au titre des expositions aux prêts immobiliers à la clientèle de détail pour l'achat d'un logement situé aux Pays-Bas.
15/09/2022	13/10/2022	Réciprocité de la mesure adoptée par la Banque centrale de Lituanie	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions immobilières lituaniennes avec un taux de 2%
15/09/2022	13/10/2022	Réciprocité de la mesure adoptée par l'Autorité fédérale de supervision financière allemande	Mise en place d'un coussin pour le risque systémique sur les expositions immobilières allemandes avec un taux de 2%

Ch.3 Le cadre analytique de la prise de décision sur le taux du coussin contra-cyclique

L'une des principales missions du Haut Conseil de stabilité financière est de garantir la résilience du système bancaire français afin d'éviter toute réduction excessive d'offre de crédit à l'économie. Pour ce faire, le Haut Conseil dispose d'un instrument macroprudentiel dédié, le coussin de fonds propres contra-cyclique. Ce chapitre revient sur le rôle du coussin contra-cyclique, son cadre légal et les grands principes du cadre analytique suivi par le HCSF pour confirmer ou réviser le taux de ce coussin en France chaque trimestre.

A. Le rôle du coussin contra-cyclique

A.1. Les objectifs du coussin contra-cyclique

Le coussin contra-cyclique fait partie des instruments macroprudentiels introduits dans la CRD IV³⁶. Depuis janvier 2016, les autorités nationales désignées dans chaque État membre de l'Union européenne (UE) sont tenues de fixer régulièrement le niveau du coussin de fonds propres contra-cyclique (CCyB). En France, l'autorité nationale désignée est le HCSF. Le coussin contra-cyclique est défini comme une surcharge en fonds propres CET1³⁷ pour les établissements de crédit : on parle alors de mesure dite « en capital ». Il a pour objectif de « protéger le système bancaire des pertes potentielles liées à l'exacerbation d'un risque systémique cyclique [...] soutenant ainsi l'offre durable de crédit à l'économie réelle pendant tout le cycle financier »³⁸. Si son objectif est la résilience, il s'agit bien de la résilience « macroéconomique » permettant de soutenir le crédit en cas de crise :

- il se distingue ainsi de l'objectif « microéconomique » de résilience bancaire de la politique microprudentielle, en particulier, le coussin contra-cyclique est constitué en vue d'être relâché suite à un choc financier laissant craindre une contraction du crédit alors que les exigences microprudentielles n'ont normalement pas vocation à être relâchées ;
- le HCSF le considère comme un outil de réponse à une situation de crise et cherche à disposer d'une « marge macroprudentielle » suffisante lors de son relâchement (ce qui justifie de le rehausser lorsque les risques sont jugés élevés), mais ne cherche pas à utiliser le coussin comme un instrument de gestion conjoncturelle du crédit.

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

³⁷ *Common Equity Tier 1* – mesure des fonds propres de meilleure qualité définie par Bâle III.

³⁸ Cf. [Recommandation CERS/2014/1](#), recommandation A, principe 1

A.2. Le cadre légal encadrant la fixation du coussin contra-cyclique

Le CCyB a été introduit en droit européen par la directive sur les exigences en capital (directive CRD IV de 2013, révisée en 2019³⁹), complétée par la recommandation du Comité européen du risque systémique (CERS) du 18 juin 2014 sur les modalités de fixation des taux de coussin contra-cyclique⁴⁰. De plus, pour les pays appartenant à l'union bancaire européenne, le processus décisionnel relatif au CCyB est encadré par l'article 5 du Règlement (UE) adopté en 2013 qui établit le Mécanisme de Surveillance Unique (MSU)⁴¹.

Le HCSF est tenu de procéder, chaque trimestre, à une appréciation de l'intensité du risque systémique cyclique et de l'adéquation du niveau du taux de coussin avec cette appréciation⁴². Le HCSF doit donc être en mesure de disposer en temps réel d'un diagnostic détaillé des différents risques systémiques cycliques qui pèsent sur l'économie française. Sa fixation fait l'objet d'une proposition du gouverneur de la Banque de France au HCSF⁴³.

Le CCyB porte sur les expositions françaises, quelle que soit la nationalité de la banque concernée, grâce à des accords de réciprocité entre pays de l'UE et plus largement appliquant les accords de Bâle. Pour chaque changement à la hausse du CCyB, les établissements disposent d'un délai de 12 mois (sauf circonstances exceptionnelles justifiant un délai plus court) pour s'y conformer, contrairement au relâchement qui s'applique sans délai.

Par ailleurs, dans le cadre du mécanisme de supervision unique, la BCE dispose d'un pouvoir qualifié de « *top-up* ». Cette compétence l'autorise à durcir certaines mesures macroprudentielles adoptées par les autorités nationales désignées, si elle juge que ces mesures prennent insuffisamment en compte un risque macroprudentiel ou systémique important⁴⁴. Dans ce cas, la BCE notifie l'autorité nationale désignée (le HCSF en France) dès qu'elle a identifié le risque pour lequel elle envisage de renforcer les mesures nationales préexistantes. L'autorité nationale dispose alors d'un délai de 5 jours ouvrables suivant la réception de la notification d'intention pour formuler ses objections. Si la BCE décide de maintenir sa mesure, cette décision s'applique directement à l'autorité nationale désignée de l'État membre concerné.

Lorsque le HCSF modifie le taux de coussin contra-cyclique, il adopte une décision formelle publiée au Journal Officiel français et sur le site internet du HCSF.⁴⁵ En outre, le HCSF aura notifié 10 jours ouvrés avant décision la Banque centrale européenne (BCE) de son intention afin de prendre en compte les remarques et recommandations qu'elle pourrait formuler en la matière. Le Comité européen du risque systémique (CERS) est lui notifié une fois la décision adoptée par le HCSF.

³⁹ Les dispositions relatives au CCyB ont été transposées en droit français via (i) l'article L631-2-1 du Code monétaire et financier ; et (ii) l'Arrêté du 3 novembre modifié par l'Arrêté du 22 décembre 20206.

⁴⁰ Recommandation CERS/2014/1

⁴¹ Règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013

⁴² Article 136 (2) CRD IV transposé en droit français par l'article 4 de l'arrêté du 3 novembre 2014, et article 136(3) tel que modifié par CRD V, transposé en droit français par l'article 5 de l'arrêté du 3 novembre 2014 modifié par l'article 1^{er} (50) de l'arrêté du 22 décembre 2020.

⁴³ Conformément à l'article L631-2-1(4°) du Code monétaire et financier

⁴⁴ Article 5(2) Règlement (UE) 1024/2013.

⁴⁵ Article 136 (7) de la directive CRD V

A.3. Une stratégie en quatre étapes

La proposition de la Banque de France en matière de détermination du niveau du coussin contra-cyclique repose sur une analyse coûts-bénéfices, qui prend en compte à la fois l'effet négatif potentiel sur l'octroi de crédit aux agents non financiers et les bénéfices attendus en matière de stabilité financière et de résilience des établissements. Cette analyse est discutée par le HCSF, lors de chacune de ses séances. Les autorités macroprudentielles fixent ainsi, tout au long du cycle financier et en fonction des risques systémiques cycliques identifiés et de leur intensité, un niveau de coussin en cohérence avec l'objectif principal de renforcement de la résilience du crédit en cas de retournement du cycle financier.

Le cadre analytique du HCSF pour la fixation du taux de CCyB repose ainsi sur une stratégie en quatre étapes qui mobilise plusieurs outils analytiques :

- i) une identification et une caractérisation du niveau des risques systémiques cycliques en France et de leur soutenabilité,
- ii) une définition de la cible de CCyB qui devrait être adoptée à l'aune de ces risques,
- iii) une identification de la période propice à la hausse du CCyB,
- iv) une analyse d'impact *ex-ante* pour évaluer les conséquences macroéconomiques de la hausse envisagée.

Au-delà de ce cadre permettant de disposer d'un espace macroprudentiel suffisant, le HCSF évalue en cas de crise la sévérité potentielle d'une restriction du crédit associée et le bénéfice attendu d'un relâchement immédiat, partiel ou total, du coussin. En ligne avec les textes européens, le HCSF doit indiquer lors du relâchement la période minimale pour laquelle il ne prendra pas de décision à la hausse du coussin.

B. Les quatre étapes de la stratégie du HCSF pour fixer le taux de coussin contra-cyclique

La première étape consiste à identifier les risques systémiques cycliques qui pèsent sur le système financier français et à évaluer, à tout moment, leur niveau ainsi que leur soutenabilité. Un niveau élevé de risque peut alors justifier une hausse du coussin contra-cyclique si le taux en vigueur n'est pas adapté. Dans la mesure où ces risques cycliques peuvent prendre diverses formes (ex. : endettement excessif de la part des ménages, prix de certains actifs surévalués, prise de risque excessive de la part du secteur bancaire), le cadre analytique se doit de couvrir un large spectre d'indicateurs.

B.1. Les indicateurs de risques cycliques

Les gaps de crédit

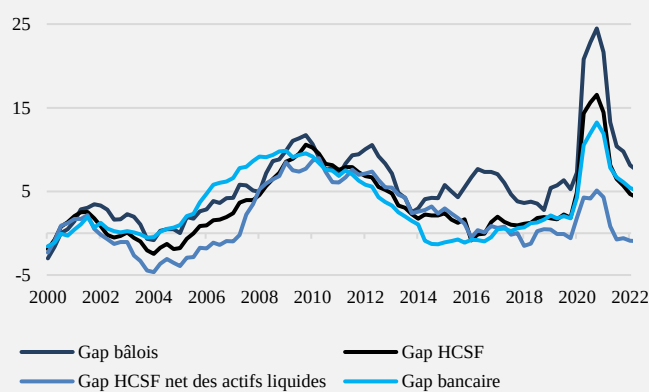
Les *gaps* de crédit mesurent la composante cyclique ou conjoncturelle du taux d'endettement du secteur privé non-financier d'un pays. Ils correspondent à l'écart du ratio d'endettement du secteur privé non-financier (ratio de la dette ou du simple crédit bancaire des entreprises et des ménages-sur-PIB) par rapport à sa tendance de long-terme⁴⁶. Ces indicateurs sont centraux car ils servent de point d'ancrage à la calibration du taux de coussin contra-cyclique.

En fonction du périmètre de dette considéré pour les entreprises et les ménages, différentes versions peuvent être calculées. Le HCSF en a retenu quatre (Graphique 39) : i) le *gap* bâlois qui considère la dette non-consolidée, c'est-à-dire non corrigée des expositions (prêts et titres) intra-groupe des sociétés

⁴⁶ La tendance structurelle du ratio d'endettement est estimée via une méthode économétrique appelée filtre d'Hodrick-Prescott (1999) qui permet d'extraire la composante long-terme d'une série statistique.

non-financières (SNF), ii) le *gap* bancaire qui ne considère au titre de la dette que les prêts bancaires octroyés au secteur privé non-financier ainsi que les titres de dette émis par les SNF et détenus par les banques, iii) le *gap* dit « HCSF » avec une dette des SNF consolidée, corrigée des expositions intra-groupe et iv) le *gap* « HCSF » net des liquidités correspondant au *gap* « HCSF » mais pour lequel la dette des SNF est corrigée des actifs liquides (monnaie, dépôts bancaires, titres de dette très court-terme, titres OPCVM) détenus par ces SNF. Le *gap* HCSF est ainsi nommé dans la mesure où il correspond au *gap* mis en avant dans la législation et sur lequel le HCSF fondera sa communication, à présent, lors de ses décisions de taux de coussin contra-cyclique.

Graphique 39 – Les gaps de crédit en France (en pp)



Source : Banque de France, INSEE, BCE, BRI. Calculs : Banque de France.

Compte-tenu du rôle important que ces *gaps* revêtent pour la fixation du taux de CCyB et du délai de mise en œuvre de 12 mois en cas de changement à la hausse du taux de ce coussin, il est important pour le HCSF d'avoir une idée de leur trajectoire future. Cette appréciation prospective est construite en se basant sur les prévisions macroéconomiques de la Banque de France qui permettent de projeter l'endettement des ménages et des entreprises à un horizon de trois ans et d'estimer l'évolution de ces *gaps* de crédit sur la même période.

Notons néanmoins que le HCSF a demandé à la Commission Européenne, lors de la consultation sur la révision du cadre macroprudentiel (cf. Encadré 3), de relativiser l'importance de ces *gaps*. En effet, leurs niveaux courants ne reflètent qu'imparfaitement l'accumulation des risques : ils donnent principalement une indication sur la vitesse d'accumulation de ces risques en temps réel. Ainsi un *gap* étroit ne signifie pas que les risques sont inexistantes mais uniquement que leur accumulation est en train de ralentir. De plus, si la tendance par rapport à laquelle est calculé le *gap* devient très pentue le *gap* pourrait lui-même ralentir alors même que cette pente indique une forte accumulation de risque. En période de récession économique, les *gaps* sont susceptibles d'augmenter fortement sous le seul effet du dénominateur (contraction du PIB) alors que dans le même temps l'endettement peut rester stable ou diminuer moins rapidement que le PIB. Pour toutes ces raisons des indicateurs complémentaires sont nécessaires et une lecture mécanique des *gaps* est à proscrire.

Les indicateurs complémentaires

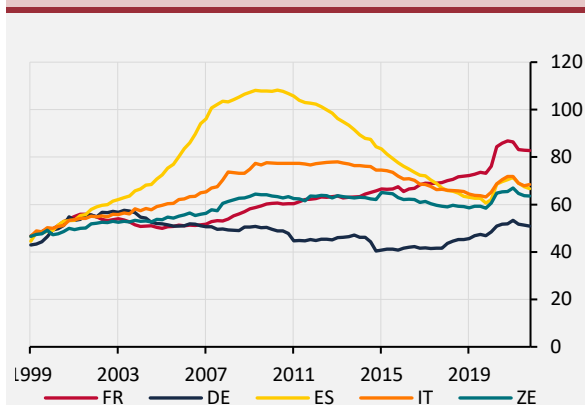
Les indicateurs complémentaires permettent d'affiner le diagnostic, afin d'évaluer si le changement de taux préconisé par les *gaps* est confirmé par d'autres indicateurs. Les indicateurs complémentaires couvrent différentes dimensions relatives i) à la dynamique du crédit, ii) au poids de la dette, iii) aux dynamiques des prix et au risque de valorisation, et enfin iv) à la situation du système bancaire français.

Cette dernière dimension permet d'évaluer la capacité du secteur bancaire français à intégrer une hausse du taux de coussin sans contraindre la distribution de crédit aux ménages et aux entreprises.

La dynamique du crédit est étudiée via la croissance du crédit bancaire aux particuliers et aux SNF, et via une surveillance des conditions d'octroi de prêts (maturité) et des conditions de financement (taux d'emprunt) pour les ménages et les entreprises. La charge de la dette et la dette rapportée au PIB permettent d'évaluer la soutenabilité de la dette (Graphiques 40 et 41).

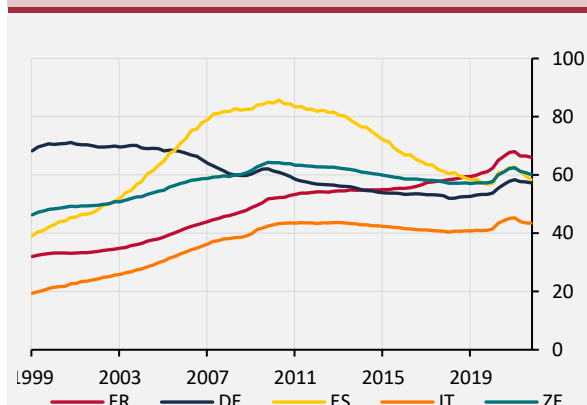
En outre, le HCSF suit les dynamiques des prix d'actifs et le risque de valorisation, les prix de l'immobilier résidentiel et commercial, ainsi que le ratio des prix sur le revenu des ménages. Quatre modèles de surévaluation des prix de l'immobilier sont également étudiés pour compléter l'analyse.⁴⁷ Pour le marché actions et obligataire, l'indice des prix des actions (CAC40), le *price-earning* ratio du CAC40, l'écart entre les taux « *high yield* » et « *investment grade* » en Zone euro sont suivis. Enfin, la prime de CDS moyenne sur le CAC40 permet de compléter l'analyse. Sur le marché souverain, nous surveillons le taux des obligations à 10 ans des principales économies de la Zone euro et les écarts de taux entre ses principales économies.

Graphique 40 – Dette des SNF rapportée au PIB (en %)



Source : Banque de France.

Graphique 41 – Dette des ménages rapportée au PIB (en %)

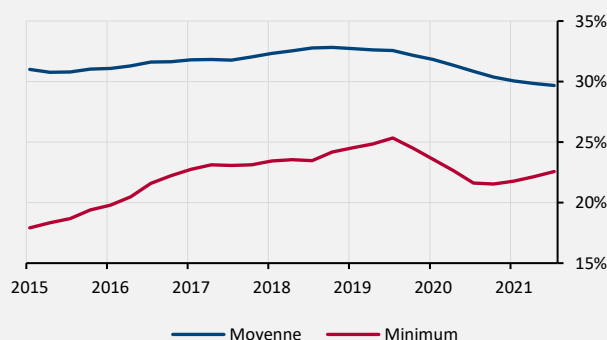


Source : Banque de France.

Les indicateurs permettant de mesurer la robustesse du secteur bancaire sont le ratio de solvabilité CET1 moyen (ratio de fonds propres « Core » rapportés aux actifs pondérés des risques) pour juger de la capacité de résilience des banques françaises en cas de choc sur leur bilan, un indicateur de rentabilité (*Return-on-Assets*), une mesure de capacité à générer du capital à partir du résultat (ratio résultat net-sur-CET1), un indicateur de prise de risque (ratio des actifs pondérés par les risques sur les actifs totaux pour obtenir un poids moyen réglementaire reflétant le caractère risqué des actifs détenus par les banques françaises, Graphique 42) ainsi qu'un indicateur de qualité des actifs détenus par ces banques.

⁴⁷ Avouyi-Dovi, Sanvi, C. Labonne, and Remy Lecat. "The housing market: the impact of macroprudential measures in France." *Financial Stability Review* 18 (2014): 195-206. <https://ideas.repec.org/a/bfr/fisrev/20141819.html> ; Caldera, Aida, and Åsa Johansson. "The price responsiveness of housing supply in OECD countries." *Journal of Housing Economics* 22.3 (2013): 231-249. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105113771300020X>; Warisse, Ch. "Analysis of the developments in residential property prices: Is the Belgian market overvalued?" *Economic Review* (2017): 61-77. <https://ideas.repec.org/a/nbb/ecrart/y2017mjuneip61-77.html> ; ECB, *Financial Stability Review*, mai 2015 ; novembre 2015

Graphique 42 – Risques pondérés moyens du portefeuille des banques françaises



Source : Banque de France, ACPR.

Note : une rupture des données est observée en 2019 en lien avec la fusion entre la Banque Postale et CNP Assurances.

B.2. Le calibrage du taux du coussin contra-cyclique

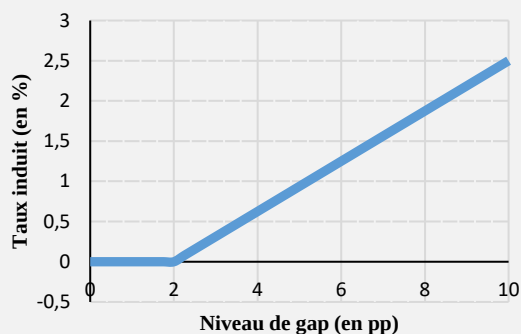
La Recommandation du Comité Européen du risque systémique⁴⁸ (CERS) permet d'établir à chaque instant une correspondance directe, appelée *buffer guide*, entre le niveau du *gap* de crédit observé et le taux de coussin contra-cyclique recommandé (« *taux induit* »). La méthode de calcul du taux de coussin contra-cyclique de référence, initialement à partir du *gap* bâlois mais qui peut être appliquée à d'autres *gaps* de crédit, est la suivante (cf. Graphiques 43 et 44 pour une représentation graphique de la règle) :

- i. Si le *gap* de crédit est inférieur à 2 points de pourcentage, le taux de coussin recommandé est de 0% ;
- ii. Si le *gap* est supérieur à 2 points de pourcentage et inférieur à 10 points de pourcentage, le taux de coussin recommandé est donné par la formule $0,3125 * \text{gap} - 0,625$, arrondi de manière à correspondre à un multiple 0,25%⁴⁹ ;
- iii. Si le *gap* est supérieur ou égal à 10 points de pourcentage, le taux de coussin recommandé est de 2,5%.

⁴⁸ CERS/2014/1. Recommandation du CERS du 18 juin 2014 sur les orientations concernant la fixation des taux de coussin contra-cyclique.

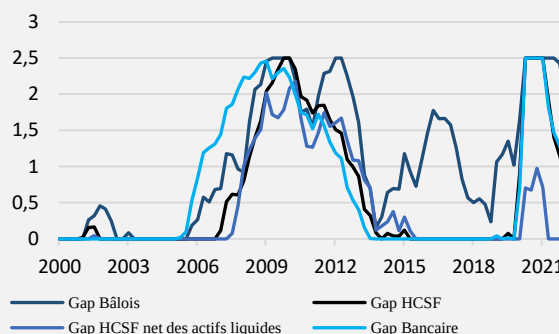
⁴⁹ Conformément à la Directive CRD IV.

Graphique 43 – Correspondance entre gap de crédit et taux de CCyB induit



Source : recommandation CERS/2014/1.

Graphique 44 – Taux induits de CCyB à partir des buffer guides (en %)



Source : Banque de France, INSEE, BCE, BRI.
Calculs : Banque de France.

Chaque trimestre et pour chaque gap de crédit considéré par le HCSF, un taux de coussin contra-cyclique de référence est calculé. Une fourchette pour le taux recommandé par l'ensemble des gaps de crédit retenus par le HCSF avant jugement d'expert est ainsi obtenue. Ces taux induits par les *gaps* sont uniquement pertinents en phase de constitution du coussin contra-cyclique. En effet, en période de relâchement, la règle des *buffer guides* n'est pas suivie. Considérer plusieurs gaps de crédit, et de facto plusieurs taux de CCyB induits, permet de mieux prendre en compte le caractère incertain qui entoure l'utilisation de ces guides. Néanmoins, le taux induit par le gap HCSF est qualifié de guide dit « préféré », il s'agit du taux communiqué aux autorités européennes lors du processus de notification, en complément du gap bâlois.

B.3. Quel moment propice pour une hausse ?

Afin d'éviter qu'une hausse du coussin contra-cyclique ne se révèle *in fine* pro-cyclique, le HCSF étudie, lorsqu'un relèvement apparaît nécessaire au regard du niveau des risques, la fenêtre d'opportunité permettant d'atteindre le niveau de coussin considéré adapté. Pour ce faire, le HCSF regarde i) l'état du cycle financier ; ii) la capitalisation des banques et iii) les indicateurs qui témoignent du niveau de contrainte sur le crédit.

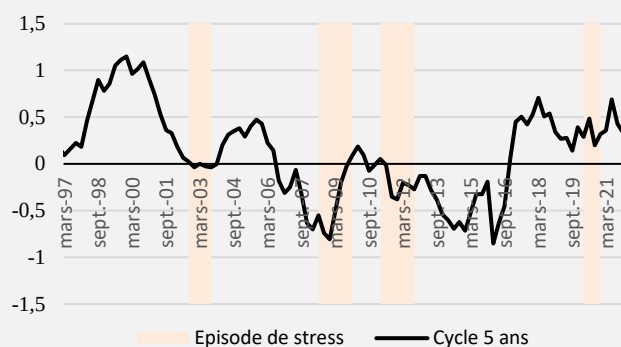
Le cycle financier pour caractériser la fenêtre d'action

Identifier le moment propice pour une modification du taux de coussin contra-cyclique est primordial, à la hausse comme à la baisse. Cela doit permettre au HCSF d'éviter de prendre des décisions qui pourraient se révéler procycliques. En baissant le taux de CCyB, le HCSF permet un relâchement des contraintes de crédit, et ainsi, un maintien de l'offre de crédit à l'économie réelle, comme cela a été le cas durant la crise du Covid-19. Une hausse du CCyB permet quant à elle d'augmenter la résilience du système financier, via une hausse du capital mobilisable en cas de choc par les banques. Elle a donc une dimension prospective, et doit être réalisée en phase d'expansion.

Le HCSF se base sur un indicateur de cycle financier à fréquence trimestrielle, prenant en compte les dynamiques de crédit et de valorisations sur les marchés financiers et immobilier : progression de l'encours de dette des ménages et des entreprises, conditions de financement, valorisations de prix sur les marchés actions, obligataires, et immobiliers. Cet indicateur peut aussi intégrer les prévisions de la

Banque de France pour l'ensemble de ces variables, permettant ainsi d'avoir une dimension prospective, en anticipant la dynamique future du cycle financier, indispensable pour la fixation du taux de CCyB. Cette mesure du cycle financier est également appliquée à d'autres pays de la Zone Euro, afin de pouvoir situer la France par rapport aux voisins européens.

Graphique 45 – Indicateur de cycle financier et épisodes de stress financier



Source : Banque de France.

L'analyse historique de cet indicateur vis-à-vis de périodes de stress financier (telles que définies par le CERS⁵⁰) souligne qu'il permet d'éviter de prendre des décisions procycliques (cf. Graphique 45), et constitue ainsi un indicateur adéquat pour identifier le moment opportun pour une hausse de CCyB.

B.4. Évaluer *ex ante* l'impact macroéconomique d'une hausse du coussin

L'évaluation *ex ante* des effets macroéconomiques d'une variation du coussin contra-cyclique s'appuie sur un modèle trimestriel en équilibre général qui vise à simuler, de façon stylisée mais réaliste, le comportement de différents types d'agents économiques, à savoir des ménages (épargnants et emprunteurs), des sociétés non-financières et des banques face à des chocs macroéconomiques. Ce modèle incorpore un risque de défaut non seulement pour les sociétés non financières (SNF) et les ménages emprunteurs, mais aussi pour les banques. Il repose très largement sur le modèle 3D (pour trois types de défaut) de Clerc et *al.* (2015)⁵¹. Deux mécanismes, hypothèses fortes mais économiquement pertinentes du modèle, plaident en faveur de l'introduction d'exigences en capital pour les banques. En premier lieu, les banques ont une responsabilité limitée et le gouvernement garantit (partiellement) les dépôts. La garantie des dépôts pousse les banques à prendre des risques excessifs, ce qui se traduit par une offre abondante et non optimale de prêts bon marché. En second lieu, l'écart entre le taux de rémunération des dépôts et le taux d'intérêt nominal fixé par la banque centrale augmente avec le risque de défaut moyen des banques. Ce mécanisme lui aussi conduit à une prise de risque excessive de la part des banques.

⁵⁰ M. Lo Duca et al., A new database for financial crises in European Countries, ECB/ESRB EU Crises Database, ECB Occasional Paper Series 194, July 2017). <https://www.esrb.europa.eu/pub/financial-crises/html/index.en.html>

⁵¹ Laurent Clerc & Alexis Derviz & Caterina Mendicino & Stephane Moyen & Kalin Nikolov & Livio Stracca & Javier Suarez & Alexandros P. Vardoulakis, 2015. "Capital Regulation in a Macroeconomic Model with Three Layers of Default," *International Journal of Central Banking*, vol. 11(3), pages 9-63.

L'introduction d'exigences en capital tend à contenir les effets de ces deux distorsions, en réduisant l'incitation à la prise de risques excessive et la probabilité de défaut des banques. Il s'ensuit un renchérissement du crédit et une diminution des ratios d'endettement des SNF et des ménages. De surcroît, des exigences en capital suffisamment élevées permettent de réduire la volatilité des grandeurs macroéconomiques. En rendant les banques moins vulnérables aux chocs économiques, elles permettent notamment à ces dernières de réduire l'amplitude des fluctuations de l'offre de crédit. Des exigences en capital contra-cycliques transitent par les mêmes canaux que ceux décrits ci-dessus dans la phase ascendante du cycle. En période de récession, elles permettent de contenir la réduction de l'offre de crédit et l'élargissement des écarts de taux.

À la différence du modèle 3D d'origine, le cadre d'analyse prend en compte à présent l'interaction des exigences en capital avec la politique monétaire. Cette dernière peut jouer un rôle significatif dans l'évaluation des effets macroéconomiques d'une hausse des exigences en capital. En effet, la phase de transition vers un niveau de capital bancaire plus élevé pouvant s'accompagner, toutes choses égales par ailleurs, d'effets récessifs à court terme, une situation de politique monétaire accommodante peut jouer un rôle d'amortisseur. Plus généralement, les deux politiques peuvent interagir de façon complexe au cours du cycle, selon la nature des chocs qui frappent l'économie. Par exemple, en cas de choc d'offre positif, le crédit aux SNF augmentera tandis que les prix des biens et des services baisseront. Dans ce cas, une politique macroprudentielle se basant sur la règle des *buffer guides* suggère une hausse du CCyB tandis que la baisse des prix pourrait s'accompagner d'une politique monétaire plus accommodante. Les politiques monétaire et macroprudentielle agiraient alors dans des sens opposés. Si toutefois la hausse du crédit était soutenue par un choc de demande, il y aurait une tension à la hausse sur les prix des biens et des services et les deux politiques pourraient se réaligner. La politique macroprudentielle doit donc prendre en compte les effets, soit opposés soit de renforcement, de la politique monétaire, et calibrer le CCyB en conséquence, afin d'en garantir l'efficacité.

C. Une reconstitution progressive post-crise sanitaire des coussins contra-cycliques en Europe

C.1. La stratégie du HCSF au cours de l'année 2022

Dès la fin de l'année 2021, une situation de sortie de crise avec un fort rebond économique et un retour au niveau d'activité d'avant-crise, accompagnée de l'annonce des bons résultats des banques françaises était observée. Le premier trimestre 2022 a permis de confirmer le retour à la situation d'avant-crise et la pertinence d'entamer une phase de normalisation des politiques macroprudentielles, notamment en matière de coussin de fonds propres contra-cyclique qui était resté à 0% depuis son relâchement en avril 2020 afin de permettre aux banques de traverser la crise sanitaire tout en maintenant leur offre de crédit au secteur privé non financier. La hausse du coussin contra-cyclique s'est donc effectuée en deux temps : d'abord par une préannonce au dernier trimestre 2021 pour maintenir une certaine prudence face à une sortie de crise encore fragile dans un contexte incertain car marqué par l'émergence d'un nouveau variant du Covid, puis une confirmation en mars 2022 par la prise de décision de monter le coussin à 0,5%.

L'utilisation des *gaps* de crédit recommandés pour la fixation du taux de coussin contra-cyclique n'a pas été prévue pour les situations de sortie de crise et présente des limites méthodologiques dans ces

périodes⁵². Ainsi, le HCSF a accordé une place plus importante aux indicateurs complémentaires pour nourrir sa décision sur le taux de coussin contra-cyclique idoine au cours du premier semestre de l'année 2022. En particulier, le HCSF a relevé le poids important de l'endettement du secteur privé non financier conjugué à une forte dynamique du crédit.

L'exercice de fixation du CCyB par le HCSF reste marqué par un contexte incertain en 2022. Le HCSF prend également en compte dans son évaluation de l'environnement financier la forte volatilité sur l'ensemble des marchés d'actifs, en particulier sur les marchés de matières premières, tout comme l'inflation plus forte que prévue, aggravée par le conflit russo-ukrainien, et la normalisation de la politique monétaire dès le milieu de l'année 2022.

C.2. L'action des autres pays de la zone euro en matière de coussin contra-cyclique

Les indicateurs suivis par les autres pays européens

Le cadre analytique retenu par le HCSF pour la fixation du taux du coussin contra-cyclique en France présente de nombreuses similitudes avec le cadre adopté par la plupart des pays européens et par la BCE. Tout d'abord, si tous les pays effectuent une surveillance des *gaps* de crédit, en accord avec la recommandation CERS/2014/1 ainsi que des variables de marché (prix des actifs), certains suivent également l'évolution de facteurs macroéconomiques (croissance du PIB, consommation, taux d'emploi) et des indicateurs synthétiques de cycle financier ou de stress financier.

L'Allemagne⁵³ suit notamment un indicateur avancé de cycle financier, qui permet de détecter si les développements macroéconomiques et financiers en cours se rapprochent de niveaux ayant précédemment conduit à des crises dans le passé⁵⁴. Les variables considérées pour cet indicateur avancé sont à la fois financières (prix de l'immobilier résidentiel, prix des actions) et macroéconomiques avec le ratio de crédit sur PIB, la balance courante rapportée au PIB, et la formation brute de capital fixe.

Pour établir le niveau de CCyB adéquat et après avoir analysé les *buffer guides*⁵⁵, la République Tchèque procède quant à elle en trois étapes : elle construit tout d'abord un indicateur de conditions financières basé sur la croissance du crédit aux SNF et aux ménages, les prix immobiliers, la balance courante, et des indicateurs boursiers. Une correspondance est ensuite établie entre cet indicateur et le niveau de CCyB, conditionnellement à la distribution des pertes de crédit. Dans un second temps, ils étudient les vulnérabilités des banques, en analysant l'évolution des risques pondérés par rapport au début de la phase d'expansion de leur indicateur de cycle financier. En sommant les deux taux de CCyB induits par ces précédentes étapes, ils déterminent le niveau de CCyB idoine.

⁵² D'une part, en situation de crise, la contraction du PIB qui intervient au dénominateur du ratio de dette-sur-PIB provoque mécaniquement une hausse du ratio (« effet dénominateur »), ce qui se traduit par des niveaux de *gaps* très élevés, décorrélés de la variation effective du niveau de dette. D'autre part, ces hauts niveaux de ratio affectent la tendance de long terme, à partir de laquelle le *gap* est ensuite calculé. Ainsi, durant la crise, la tendance de long terme a été tirée à la hausse par l'effet dénominateur observé sur les ratios, et en sortie de crise, cette tendance artificiellement haute va se traduire par une sous-estimation de la déviation du ratio par rapport à sa tendance de long terme, c'est-à-dire une sous-estimation du *gap* de crédit.

⁵³ Cf. Introductory statement prepared for the Panel Discussion at the Financial Stability Conference: « Planning for surprises, Learning from Crises » du 17 novembre 2021, <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/fiscal-and-monetary-responses-and-financial-stability-880166#nb4>

⁵⁴ Les crises sont définies selon la base de données européenne des crises (M. Lo Duca et al., A new database for financial crises in European Countries, ECB/ESRB EU Crises Database, ECB Occasional Paper Series 194, July 2017).

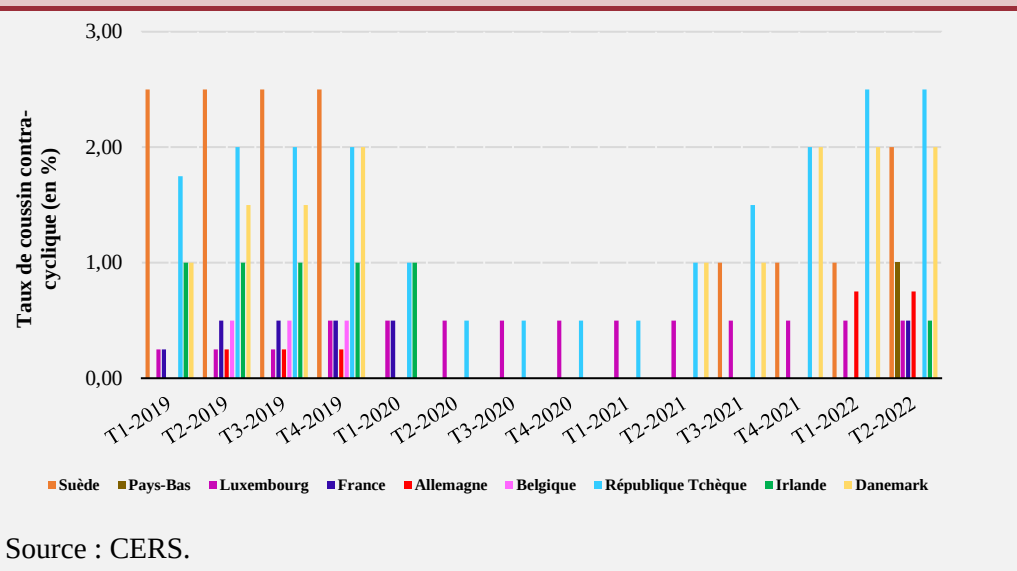
⁵⁵ The CNB's approach to setting the countercyclical capital buffer, Financial Stability Department, 2022.

Les Pays-Bas ont également publié leur cadre analytique d'aide à la décision⁵⁶, qui résume les principaux indicateurs macroéconomiques et financiers suivis, dont leur indicateur de stress financier, qui est une adaptation de l'indicateur de stress systémique publié par la BCE.

L'action et la stratégie des autres pays européens

Tandis que certains pays ont maintenu (Luxembourg) ou n'ont relâché que partiellement (Bulgarie, Slovaquie, République Tchèque) leur taux de CCyB pendant la crise sanitaire, le processus de reconstitution du coussin de fonds propres contra-cyclique initié par le HCSF au cours du premier semestre 2022 n'est pas un cas isolé en Europe. Ainsi, lors du deuxième semestre 2021 et du premier semestre de l'année 2022, de nombreux pays européens ont emprunté le même chemin (cf. Graphique 46 pour un sous-échantillon des principaux pays ayant déjà adopté un coussin contra-cyclique). Au-delà de la France, c'est le cas de la Bulgarie avec un taux à 1,5%, du Danemark (2%), l'Irlande (0,5%), la Suède (2%) et la Slovaquie (1,5%) au T2 2022.

Graphique 46 – Évolution du taux de CCyB des grands pays de l'Union Européenne ayant déjà activé un tel coussin



D'autres pays, compte-tenu d'une montée des risques en matière de stabilité financière à moyen et long terme, ont décidé de durcir leur politique macroprudentielle et d'imposer un taux de coussin contra-cyclique supérieur à celui d'avant la crise sanitaire. Ainsi, le 31 janvier 2022, l'Allemagne décidait d'augmenter son taux de coussin contra-cyclique à 0,75%⁵⁷ (contre 0,5% au T4 2019) en raison des niveaux élevés de leur gap de crédit et de certains indicateurs complémentaires. La République Tchèque imposait un taux de coussin à 2,5% (contre 2% au T4 2019) le 10 mars 2022, décision justifiée par une poursuite à la hausse de l'indicateur de cycle financier et par un crédit aux ménages dynamique⁵⁸. Récemment équipés d'un nouveau cadre analytique, les Pays-Bas adoptaient le 25 mars 2022 et pour la

⁵⁶ Analytical framework for setting the Countercyclical Capital Buffer in the Netherlands, De Nederlandsche Bank, February 2022.

⁵⁷ Cf. [BaFin - Administrative Acts - General Administrative Act governing the rate for the domestic](#).

⁵⁸ Cf. [CNB increases countercyclical capital buffer rate to 2.5% - Czech National Bank](#)

première fois un taux de coussin contra-cyclique non nul qui est désormais fixé à 1%⁵⁹. Ils ont en outre communiqué sur un taux cible à 2%.

⁵⁹ Cf. [DNB increases countercyclical capital buffer to 1% - May 2022](#)

Ch.4 Crypto-actifs et stabilité financière

Le développement des crypto-actifs de type Bitcoin (non adossés à des actifs réels) et de ceux qualifiés de « *stablecoins* » (adossés à des actifs réels) est potentiellement porteur d'une transformation du système financier. Le marché de ces actifs demeure à ce stade d'une taille relativement limitée (de l'ordre de 1 % de la capitalisation boursière mondiale fin juin 2022), mais sa croissance est rapide depuis deux ans. On assiste peut-être ainsi aux prémices de ce qui pourrait être une transformation plus profonde de la structure de l'intermédiation financière.

Au-delà de la croissance dynamique, mais heurtée, des crypto-actifs, leurs liens – encore limités à ce jour – sont toutefois croissants avec la finance traditionnelle et de nouveaux services financiers fondés sur l'utilisation de crypto-actifs, appartenant à ce qui est qualifié de finance décentralisée (DeFi) apparaissent. Ces évolutions récentes sont porteuses d'opportunités – dans leur dimension technologique – dont il est difficile d'évaluer aujourd'hui si elles se matérialiseront, et plus certainement de multiples risques, y compris pour la stabilité financière, auxquels les autorités se doivent de répondre.

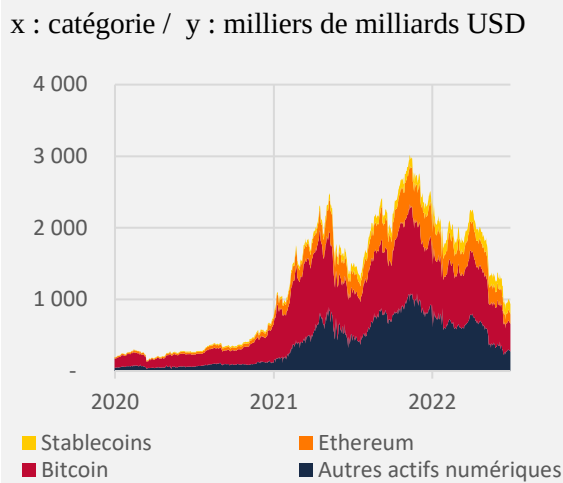
A. Un marché des crypto-actifs à la croissance erratique, mais en structuration progressive

A.1. Une croissance heurtée

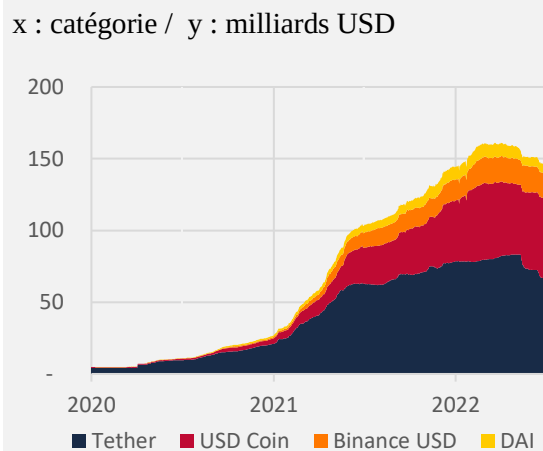
Apparus à la fin des années 2000, le nombre et la valeur des crypto-actifs, actifs émis et circulant sur des technologies de registres distribués⁶⁰, ont connu une hausse rapide au cours des dernières années. Mais après avoir atteint un pic de capitalisation autour de 3 000 milliards de dollars en novembre 2021, le marché connaît depuis une tendance fortement baissière.

⁶⁰ Les technologies de registres distribués (aussi appelés DLT pour *Distributed Ledger Technologies*) sont des bases de données décentralisées où chaque nœud enregistre simultanément les transactions validées et vérifiées par le protocole. Les technologies de registres distribués ont initialement été conçues pour procéder à des transactions au sein d'un environnement de confiance. Les *blockchains* en sont une catégorie spécifique.

Graphique 47 – Capitalisation boursière des actifs numériques non-adossés et des *stablecoins*



Graphique 48 – Capitalisation boursière des principaux *stablecoins*



Au 1^{er} septembre 2022, la taille du marché était divisée par près de trois par rapport au pic de novembre 2021, les investisseurs intégrant en particulier un resserrement de la politique monétaire des principales banques centrales et souhaitant réduire leur exposition aux actifs les plus risqués dans un contexte économique et géopolitique incertain. Depuis, plusieurs incidents (cf. ci-dessous) se sont traduits par des doutes croissants sur l'écosystème des crypto-actifs et ont renforcé ce mouvement de baisse.

A.2. Une diversité de crypto-actifs

Le marché des crypto-actifs se compose de deux catégories distinctes : les crypto-actifs non adossés, précurseurs du marché, et les *stablecoins*. Les crypto-actifs non adossés (tels que le Bitcoin ou l'Ether) ne reposent sur aucun actif sous-jacent et ne possèdent donc pas de valeur fondamentale autre que leurs cas d'usages. Leur valorisation est uniquement définie par le jeu de l'offre et la demande d'investisseurs présents sur les plateformes d'échanges de crypto-actifs. En l'absence d'adossement à des actifs réels, leur valeur est très volatile.

Apparus plus récemment, les *stablecoins* sont des crypto-actifs dont la valeur est supposée être stabilisée par différents mécanismes. Au sein de cette catégorie, il convient de distinguer les *stablecoins* adossés à une réserve de valeur de ceux fondés sur des procédés algorithmiques. Les *stablecoins* adossés à une réserve de valeur comprennent i) ceux adossés à une devise souveraine telle que le dollar ou l'euro, ou un panier de devises, ii) ceux adossés à des crypto-actifs non adossés qui, pour compenser la volatilité de ces derniers, sont sur-collatéralisés, et iii) ceux adossés à un ou plusieurs autres actifs tels que l'immobilier, les titres obligataires ou les métaux précieux. Les *stablecoins* algorithmiques sont des *stablecoins* sans collatéral, entièrement décentralisés et dont l'offre est régie par des algorithmes. Ces algorithmes influent sur les volumes de *stablecoins* en circulation pour réguler leur valeur et fonctionnent par le biais de *smart contracts*⁶¹. Ces contrats intelligents, définis à l'avance, émettent des

⁶¹ Alors qu'un contrat légal traditionnel définit les règles d'un accord entre plusieurs parties, un *smart contract* va plus loin et fige ces règles sous la forme d'un programme informatique dans une blockchain publique (« *permissionless* ») tout en assurant le transfert d'un actif - quel qu'il soit - lorsque les conditions contractuelles se vérifient. Contrat autonome, le *smart contract* est écrit sous forme de code au sein de la blockchain et est automatiquement exécuté lorsque des événements déclencheurs prédéfinis dans le code sont atteints.

stablecoins si leur valeur augmente et en rachètent lorsque le prix baisse afin de garantir la parité avec l'autre instrument financier, le plus souvent une devise souveraine.

Les crypto-actifs non adossés et les *stablecoins* se différencient aussi par leurs fonctions dans l'écosystème. Représentant environ 860 milliards de dollars au 1^{er} septembre, les crypto-actifs non adossés sont acquis et échangés principalement à des fins d'investissement. Près de 10 000 crypto-actifs non adossés disposent d'une cotation, bien que le marché reste largement dominé par le Bitcoin et l'Ether, représentant à eux seuls plus de 60 % de la valorisation totale. Certains crypto-actifs non adossés contribuent aussi au bon fonctionnement des technologies de registres distribués en permettant le paiement des frais d'enregistrement des transactions auprès des nœuds validateurs. Pour leur part, les *stablecoins*, à la capitalisation de 146 milliards de dollars (1^{er} septembre 2022), sont principalement utilisés par les investisseurs comme actifs de règlement pour la réalisation d'opérations sur crypto-actifs, notamment dans le cadre de la finance dite décentralisée : acquisition, vente, emprunt, prêt et échange. Ils permettent aux investisseurs d'éviter certains frais (y compris d'imposition fiscale) et certaines latences associées à la conversion en monnaies souveraines de leurs crypto-actifs à chaque opération. De plus, ils sont supposés jouer un rôle d'actif de réserve en cas de baisse du marché des crypto-actifs afin de préserver les bénéfices réalisés par les investisseurs entre deux opérations.

Si l'ensemble du marché est assez opaque, il semble qu'une part très significative des acteurs et des entités exposées soient originaires des États-Unis⁶² et l'essentiel des *stablecoins* sont adossés sur la valeur du dollar.

A.3. Un écosystème d'acteurs

Le marché des crypto-actifs s'est progressivement structuré autour d'un ensemble d'acteurs pour en faciliter l'accès et les opérations. Si certains d'entre eux disposent d'agréments financiers dans des pays offrant un cadre réglementaire pour les activités sur crypto-actifs, une majorité de ces acteurs évoluent dans un espace non régulé. Il est possible de regrouper ces acteurs au sein de quatre grandes catégories :

- Les plateformes de services sur crypto-actifs. Ces acteurs (tels que Binance, Coinbase, Coinhouse) constituent souvent le point d'entrée et de sortie pour les investisseurs en offrant un service de conversion entre la monnaie souveraine et les crypto-actifs. En sus, leurs activités peuvent s'étendre à la fourniture de services de teneurs de marché, de conservation et d'investissement.
- Les fournisseurs de portefeuilles en crypto-actifs (*wallet providers*), tels que Metamask, Electrum, Mycelium. À la façon d'un service de fourniture d'IBAN, ils se limitent à offrir un accès au marché des crypto-actifs pour leurs clients en leur fournissant une adresse publique sur les registres distribués ou *non-custodial wallet*. D'autres acteurs associent ce service à une conservation des crypto-actifs pour le compte de tiers ou *custodial wallet*. Ce portefeuille peut aussi prendre une forme matérialisée (« *hardware* ») comme proposé par la société française Ledger.
- Les émetteurs centralisés de *stablecoins*. Le rôle de ce type d'acteurs est d'émettre et de gérer un stock de jetons sur les registres distribués en fonction des fonds déposés par leurs clients. Tandis qu'une partie des fonds déposés est conservée par les émetteurs de *stablecoins* au sein des livres de leurs partenaires bancaires, une autre partie est investie dans des titres financiers à court terme comme de la dette souveraine ou d'entreprises. L'ensemble de ces fonds constitue l'encours de la réserve d'un *stablecoin*. L'encours de la réserve doit au moins couvrir le montant des jetons en circulation sous peine de susciter des inquiétudes auprès des utilisateurs et de ne pouvoir honorer

⁶² Source : Cryptofundresearch.com

les demandes de remboursement de ceux-ci. Des incertitudes sur la qualité de la réserve des *stablecoins* pourraient conduire à des demandes de remboursements nombreuses et simultanées (« *run* »), forçant ainsi les émetteurs de *stablecoins* à liquider les actifs utilisés pour la réserve dans des conditions désavantageuses avec un risque de défaillance. Les principaux émetteurs centralisés de *stablecoins* sont Tether et Circle (émetteur de USD Coin).

- Les fournisseurs technologiques. Cette catégorie rassemble un ensemble d'acteurs fournissant les infrastructures et services technologiques soutenant le marché des crypto-actifs. Parmi eux, des sociétés sont en charge de la validation des transactions garantissant l'enregistrement des opérations dans les registres distribués en échange de frais payés par les utilisateurs. Sur certains registres distribués, ce processus est désigné sous le terme de minage. D'autres communautés ou sociétés regroupant des développeurs informatiques agissent comme des prestataires technologiques. Ils contribuent à créer des registres distribués et à optimiser leur fonctionnement, ainsi qu'à développer des services sur crypto-actifs, constitutifs de la finance dite décentralisée.

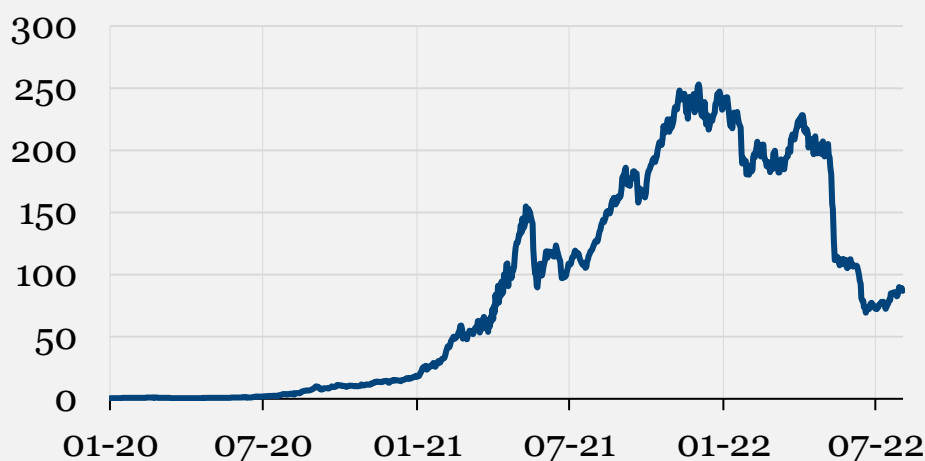
A.4. L'émergence d'une finance dite décentralisée

Reposant sur l'utilisation de crypto-actifs, la DeFi désigne l'ensemble des services financiers réalisés de manière autonome et décentralisée, sans l'intervention d'un intermédiaire financier ou d'un processus de traitement centralisé.⁶³ Les multiples applications de la DeFi reproduisent la plupart des principaux produits et services financiers traditionnels et proposent quelques produits nouveaux, tels que les *flash loans*. Ils s'appuient sur un protocole blockchain ainsi que sur des *smart contracts*. Les principales caractéristiques de la DeFi, notamment en comparaison de la finance classique, sont : (i) une absence d'autorité centrale ou d'intermédiaire contrôlant les utilisateurs de crypto-actifs ; (ii) une autogestion du réseau par la communauté, la plupart des protocoles DeFi étant ouverts et amendables, avec, au-delà de l'effet réseau, un système de gouvernance s'appuyant sur des jetons ; (iii) l'interopérabilité des différents éléments, favorisant la création de produits et de schémas de financement innovants.

À ce stade, le degré de décentralisation varie d'un projet à l'autre et la plupart des projets s'identifiant comme faisant partie de la DeFi, sont en fait de nature hybride. Une architecture décentralisée peut ainsi être accompagnée d'une relation commerciale centralisée.

⁶³ Dans une acception plus large et courante, en l'absence d'une définition reconnue ou réglementaire, la finance décentralisée désigne l'ensemble du marché des crypto-actifs, y compris les services financiers sur crypto-actifs reposant sur des *smart contracts*.

Graphique 49 – Valeur totale des actifs engagés au sein de la DeFi (Md USD)



Source : Defi Llama. Dernier point : 02/08/2022

B. Des limites importantes, qui se sont matérialisées au cours des derniers mois

L'émergence des crypto-actifs s'accompagne de la promesse de constituer un nouveau système financier de pair-à-pair en s'affranchissant des intermédiaires financiers traditionnels. Pour ce faire, les crypto-actifs doivent s'échanger sur des infrastructures technologiques décentralisées sans tiers de confiance à l'opposé du fonctionnement du système financier traditionnel. Isolés des marchés financiers, les crypto-actifs constitueraient en théorie une classe d'actifs insensible aux effets des politiques monétaires et des cycles économiques, tels que l'inflation et les tendances des marchés financiers. La valorisation des crypto-actifs serait au contraire liée uniquement à son appréciation au sein de communautés d'utilisateurs et à son usage au sein d'un « web » désintermédié. Les facteurs d'attractivité revendiqués par les acteurs de l'écosystème des crypto-actifs étaient généralement la perspective de revenu, la recherche de rendement dans un univers de taux bas, la couverture contre l'inflation, la diversification des investissements, le bénéfice d'effet de levier, etc. L'évolution récente du marché des crypto-actifs a mis en évidence les limites à ces atouts supposés.

Par le passé, les crypto-actifs étaient caractérisés par l'absence de corrélation avec les autres classes d'actifs et pouvaient *a priori* constituer par conséquent un outil de diversification intéressant. Depuis mi-2021, la corrélation entre les crypto-actifs et les actions est en forte croissance⁶⁴. Ainsi, le coefficient de corrélation du Bitcoin avec les principaux indices boursiers a fortement augmenté, désormais estimé à 0,47 avec le S&P 500, 0,45 avec le Nasdaq et 0,4 avec l'Euro Stoxx 600. Elle s'explique principalement par les effets de la politique monétaire américaine, similaires à ceux sur les marchés actions américains et plus globalement sur les classes d'actifs risqués. L'aversion croissante au risque est particulièrement défavorable aux actifs volatils, dont les crypto-actifs et les actions technologiques.

⁶⁴ Financial Stability Board (2022) « Assessment of risks to financial stability from crypto-assets ».

Au cours des deux derniers mois, plusieurs événements (effondrement du *stablecoin* algorithmique Terra, gel des retraits des fonds de ses clients par la plateforme Celsius) ont renforcé les craintes liées au marché des crypto-actifs et présenté des similitudes avec les défaillances d'entités financières non présentes sur les crypto-actifs, peu ou pas régulées, telles que les *hedge funds* :

- La faillite du *stablecoin* algorithmique UST (Terra) en mai 2022 a alerté les acteurs sur certains *stablecoins*. UST était au cœur d'un écosystème financier composé d'une infrastructure de règlement (la *Terra blockchain*), d'un crypto-actif non adossé (le LUNA), qui servait de réserve à l'UST, et de plusieurs applications DeFi (dont Anchor). L'effondrement de l'UST a entraîné la chute de l'ensemble de cet écosystème représentant plus de 70 milliards de dollars⁶⁵ et a provoqué une diminution de 30 %⁶⁶ de la valorisation totale du marché des crypto-actifs.
- Confrontée à une santé financière dégradée, la plateforme Celsius a annoncé le 12 juin 2022 un gel des retraits des fonds de ses clients, contribuant à la chute du Bitcoin de près de 25 % le jour suivant. Cette plateforme centralisée, régulée aux États-Unis, en Grande-Bretagne et en UE (Lituanie), joue le rôle de « porte d'entrée » sur la DeFi : les utilisateurs confient leurs crypto-actifs à Celsius qui les prête en retour à des investisseurs ou les dépose en collatéral sur des plateformes de la DeFi, et propose en échange un rendement pouvant aller jusqu'à 17 %. Celsius a été fortement affecté par la brusque décote du crypto-actif stEth, un dérivé de l'Ether (le crypto-actif de la *blockchain* publique Ethereum la plus utilisée pour la DeFi) et est entré en faillite début juillet après avoir révélé un désalignement conséquent à son bilan⁶⁷.
- L'effondrement des crypto-actifs a entraîné dans sa chute des plateformes et fonds d'investissement, tels que le fonds d'investissement spécialisé en crypto-actifs Three Arrows Capital (3AC), basé à Singapour⁶⁸. Ce fonds, de 10 milliards de dollars sous gestion, avait contracté une dette de près de 400 millions de dollars en déposant de l'Ethereum en collatéral⁶⁹. Or, ce mécanisme de collatéralisation implique qu'en cas de baisse du prix du collatéral en dessous d'un certain seuil, la position est liquidée. Le 14 juin, lors de la chute du prix de l'Ethereum, une partie des positions ont été liquidées pour environ 400 millions de dollars⁷⁰, et la liquidation du fonds a été annoncée le 30 juin. La faillite de 3AC a engendré celle du *broker* Voyager le 5 juillet 2022 : bien que son activité ne fût en théorie pas exposée aux fluctuations du marché des cryptos, Voyager avait émis un prêt d'un montant important à 3AC.

C. Des risques multiples pour la stabilité financière

Les événements récents ont validé la pertinence des messages réitérés de prudence des autorités à l'égard des crypto-actifs et conforté les analyses sur les vulnérabilités fortes qui y sont associées. Le secteur des crypto-actifs ne semble pas représenter à ce stade un risque systémique, de par sa taille relativement limitée et des interconnexions faibles avec la finance traditionnelle. Toutefois, le manque de données fiables qui caractérise le secteur et la croissance des canaux de contagion du fait de l'intérêt croissant d'investisseurs traditionnels doivent conduire à la prudence.

⁶⁵ Au 1^{er} mai 2022, l'UST représentait 18,5 milliards de dollars, le Luna 40 milliards de dollars et l'application Anchor 16 milliards de dollars.

⁶⁶ Entre le 1^{er} mai 2022 et le 12 mai 2022, la valorisation totale des crypto-actifs est passée de 1 700 milliards de dollars à 1 200 milliards de dollars.

⁶⁷ L'entreprise a dévoilé lors de sa procédure de faillite des passifs à hauteur de 5,5 Md\$, pour des actifs de seulement 4,2 Md\$. Source : Financial Times.

⁶⁸ La loi PACTE en France plafonne les investissements des fonds dans les crypto-actifs.

⁶⁹ Les emprunts DeFi devant être sur-collatéralisés pour compenser la volatilité des crypto-actifs.

⁷⁰ Source : The Block

À l'heure actuelle, les canaux de transmission entre le marché des crypto-actifs et la finance traditionnelle proviennent principalement de deux phénomènes :

- L'intérêt croissant des acteurs institutionnels pour le marché des crypto-actifs. Cet intérêt se traduit notamment par le développement de services de règlement en crypto-actifs par des acteurs majeurs du secteur des paiements (par exemple PayPal, Visa, Mastercard, Worldline). Dans le même temps, les placements directs ou indirects (par exemple des fonds indiciels ou *exchange traded funds* – ETF, cf. *Lexique* - indexés sur le Bitcoin) prennent une importance croissante dans les stratégies de certains investisseurs tels que les *hedge funds*, les gestionnaires de fortune et plus largement certains gestionnaires d'actifs. En particulier, l'usage des dérivés sur crypto permet d'obtenir des expositions significatives grâce à un fort effet de levier, source potentielle de gains mais aussi de risques accrus. Les établissements de crédit et les fonds de pension apparaissent à ce stade plus réticents à investir dans les crypto-actifs.
- La composition des réserves servant d'adossent aux principaux *stablecoins*. Si la majeure partie des réserves sous-jacentes aux principaux *stablecoins* correspond à des obligations souveraines des États-Unis (près de 50 %), une partie significative de ces réserves (Tether, USD Coin) est constituée de papier commercial émis en dollar (billets de trésorerie à court terme émis par les entreprises financières et non financières, environ 25 %). Il a été établi que le marché du papier commercial est partiellement corrélé avec la demande de *stablecoins*, et plus largement qu'une hausse des émissions de ces actifs peut avoir un impact sur les instruments financiers plus traditionnels.⁷¹

Au total, les risques sont multiples :

- Les risques financiers sont extrêmes du fait de la volatilité du cours des crypto-actifs. L'utilisation importante d'effets de levier conduit à alimenter la croissance de ces actifs, les phénomènes potentiels de bulles et d'exubérance, et amplifie les retournements de marché.
- Des risques élevés pèsent sur les utilisateurs et les investisseurs. Tout d'abord, l'absence de transparence fiable, d'audit et de contrôle caractérise l'univers. Ainsi, les doutes sur la qualité des réserves du principal *stablecoin* Tether constituent un sujet récurrent. Ensuite, l'univers crypto est complexe pour les utilisateurs non experts, qui ne sont pas en mesure de comprendre les risques associés aux outils de gestion financière des crypto-actifs (liquidité, appels de marge), dans un environnement extrêmement volatil, et qui sont dès lors particulièrement vulnérables à des publicités mensongères. Par ailleurs, les mécanismes visant à limiter les manipulations de marché sont limités.
- Des risques liés à la gouvernance au sein de la DeFi, qui s'articule autour des organisations décentralisées autonomes (« *Decentralized Autonomous Organization* » – DAO – soit des systèmes de gouvernance reposant sur la *blockchain*, qui permettent en théorie de démocratiser la prise de décision pour une communauté en évitant de passer par un organisme centralisé) sont multiples. Les opérations clés (extraction de crypto-actifs, développement de codes) sont concentrées sur un petit nombre de protocoles et d'acteurs clés malgré une architecture qui se prétend décentralisée. Des manipulations de jetons sont possibles sur le marché, permettant par exemple à un groupe d'individus de détenir rapidement plus de la moitié du contrôle d'un protocole DeFi et ainsi d'en déterminer son évolution, au détriment d'acteurs minoritaires ou mal informés. En outre,

⁷¹ Cf [Cryptoactifs et stabilité financière : des risques de contagion ? | Banque de France \(banque-france.fr\)](#) ; *How the cryptocurrency market is connected to the financial market*, Sang Rae Kim, Mai 2022: [stablecoin_ssm_v2.pdf \(squarespace.com\)](#)

l'exploitation de failles informatiques fait peser un risque élevé de cyberattaques dans la DeFi pouvant conduire à la confiscation de crypto-actifs, donc de perte en capitaux pour les investisseurs.

- Les risques opérationnels et techniques sont similaires à ceux qui surviennent dans tout environnement basé sur la *blockchain* (piratage, stabilité des réseaux, etc.) mais sont encore amplifiés par l'immaturité du marché et la complexité de ses applications. Ainsi, l'exposition au risque cyber, intentionnel ou non, est très forte, comme l'atteste les nombreux exemples d'applications piratées. Les risques techniques sont principalement associés à des défauts de protocole, par exemple des erreurs dans le code, ou à des défauts de robustesse des *smart contracts* dans un contexte où la technologie n'est pas toujours nécessairement mûre.
- L'anonymat (ou le recours aux pseudonymes) et l'absence de contrôle d'identification et de LCB/FT entraînent des risques d'utilisation de fonds illicites et de comportements répréhensibles.
- La consommation énergétique liée au fonctionnement par *Proof-of-Work* de certains crypto-actifs et le risque de transition climatique associé, représentent aussi des enjeux transversaux importants pour ce marché.

D. Une réponse réglementaire nécessaire et un possible rôle pour une monnaie numérique de banque centrale

Au vu des nombreux risques liés aux crypto-actifs et leur caractère transfrontière, une réglementation adaptée et coordonnée au niveau international est nécessaire. Au niveau européen, un règlement sur les marchés de crypto-actifs (*Markets in crypto-assets* - MiCA), a fait l'objet d'un accord politique du trilogue en juin 2022 sous présidence française. Il devrait entrer en vigueur début 2023 et entrer en application 18 mois plus tard, soit à la fin du premier semestre 2024, excepté pour les articles sur les *stablecoins* (entrée en application 12 mois plus tard, soit début 2024). Le règlement vise à établir un cadre européen harmonisé afin d'encadrer les émetteurs de crypto-actifs ainsi que les prestataires de services sur crypto-actifs opérant au sein de l'Union Européenne. Une fois en vigueur, le règlement se substituera aux dispositions de la loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi Pacte, qui ont permis d'encadrer la prestation de services sur actifs numériques (PSAN) et les levées de fonds par émission de jetons (*Initial Coin Offering*, ICO). Ce règlement européen impose à la fois une exigence de localisation dans l'Union Européenne et la délivrance d'une autorisation préalable par l'autorité de supervision nationale aux prestataires de services et aux émetteurs de *stablecoins* souhaitant opérer sur le marché européen. Il définit des exigences prudentielles (par exemple la constitution d'une réserve d'actifs très liquides pour les *stablecoins* et l'instauration de garanties en cas de cessation d'activité des prestataires de service) ainsi que des règles strictes en matière de gouvernance et de respect des droits du consommateur (par exemple, des droits de créance sur la réserve d'actifs sous-jacente aux *stablecoins* à tout moment et sans frais ou encore la divulgation d'informations au moyen d'un prospectus pour chacun des crypto-actifs émis).

En complément, la Commission européenne a publié, le 21 juillet 2021, le paquet législatif européen « anti-blanchiment », dit 'AML 6', en cours de négociation. Ce paquet contient notamment⁷² un

⁷² Le paquet AML6 contient 4 textes : i) un règlement instituant une autorité européenne en matière de LCB-FT (*Anti-Money Laundering Authority*, AML 3) ; ii) un règlement sur la LCB-FT, contenant des règles applicables pour les États membres, notamment en matière de vigilance à l'égard de la clientèle et de bénéficiaires effectifs (dit AMLR), qui inclut dans son champ d'application les prestataires de services sur crypto-actifs ; iii) une sixième directive anti-blanchiment (dite 'AMLD 6'), reprenant les dispositions de la 5ème directive, et renforçant la coopération entre les cellules de renseignement financier, ainsi

règlement sur la LCB-FT (dit « AMLR ») qui prévoit d'appliquer les obligations de LCB-FT aux prestataires de services sur crypto-actifs, conformément à la recommandation n°15 du GAFI⁷³ (ex : mesures de vigilance à l'égard des clients et des bénéficiaires effectifs pour les prestataires de services sur crypto). Le paquet inclut également une révision du règlement sur les transferts de fonds appliquant la *Travel Rule*⁷⁴ aux prestataires de services sur crypto-actifs, conformément à la recommandation n°16 du GAFI, qui a fait également l'objet d'un accord en trilogue fin juin.

En vertu des nouvelles règles, la responsabilité des fournisseurs de services sera désormais engagée en cas de perte de crypto-actifs appartenant à des investisseurs, et ces entités seront soumises aux dispositions visant à améliorer la résilience opérationnelle informatique des acteurs financiers incluses dans le projet de règlement « DORA » (*Digital Operational Resilience Act*), qui a également fait l'objet d'un accord provisoire sous présidence française du Conseil. Le règlement MiCA couvrira également les cas d'abus de marché sur n'importe quel type de transaction ou service, notamment en matière de manipulation de marché et de délit d'initié. Par ailleurs, les acteurs du marché des crypto-actifs seront tenus de déclarer des informations concernant l'empreinte environnementale et climatique des crypto-actifs émis. Ces efforts réglementaires doivent s'accompagner d'une totale coordination au niveau international. Pour assurer une cohérence d'ensemble et éviter tout risque d'arbitrage réglementaire, les instances internationales, au premier rang desquelles le Conseil de stabilité financière (CSF), promeuvent l'adoption d'un cadre réglementaire fondé sur le principe « mêmes activités, mêmes risques, même règles » permettant de garantir un même niveau de sécurité quel que soit l'acteur assurant le service, ainsi qu'une concurrence équitable entre les nouveaux entrants et les acteurs établis. Le CSF travaille également à la révision de ses recommandations de haut niveau sur la réglementation, le contrôle et la surveillance des crypto-actifs dits "*global stablecoins*" (GSC), et à de nouvelles recommandations applicables à tous les types de crypto-actifs, pour tenir compte des récents développements du marché. Pour sa part, le Comité de Bâle est en cours de définition d'un traitement prudentiel des crypto-actifs qui devrait être adopté d'ici fin 2022. Il permettra d'établir une charge en capital proportionnée aux expositions des établissements de crédit aux diverses catégories de crypto-actifs.

Le développement continu de technologies innovantes et l'émergence de nouveaux usages dans le domaine des crypto-actifs, *à l'instar* de la finance décentralisée, nécessitera d'être vigilant au besoin éventuel de revoir la réglementation afin qu'elle demeure adaptée aux développements et d'éviter tout risque de contournement et d'arbitrage. L'enjeu consistera donc à maintenir et à amplifier la dynamique actuelle de coopération au niveau international et à faire preuve de réactivité face aux évolutions rapides de l'écosystème des crypto-actifs. Le projet de règlement MiCA prévoit ainsi dès à présent que la Commission produise un rapport d'ici à 18 mois après la date d'entrée en vigueur du règlement à la fois sur les développements de la finance décentralisée, ainsi que sur le développement de l'utilisation des jetons non fongibles (NFT), couplée d'une éventuelle proposition de réglementation.

Parallèlement à l'approche réglementaire, la mise à disposition d'une monnaie numérique de banque centrale (MNBC), pourrait constituer une alternative crédible à des monnaies numériques privées comme les *stablecoins* dont une majeure partie risque d'être adossée au dollar et/ou contrôlée par des acteurs d'autres juridictions. Ce faisant, une telle MNBC permettrait d'accompagner l'innovation tout en

iv) qu'une révision du règlement 2015/847/UE sur les transferts de fonds afin de garantir la traçabilité des transactions sur les crypto-actifs.

⁷³ La recommandation n°15 du GAFI soumet les prestataires de services sur crypto-actifs aux exigences LCB-FT.

⁷⁴ Un accord en trilogues a été obtenu le 30 juin sur la révision du règlement sur les transferts de fonds.

préservant le rôle clé de la monnaie centrale, actif le plus sûr et liquide, support de la stabilité financière. En l'occurrence, l'émission d'une MNBC de détail, qui serait accessible à tous pour les paiements de détail, permettrait de proposer une alternative publique et sûre aux solutions de paiement privées reposant sur des crypto-actifs, tandis qu'une MNBC de gros, accessible par exemple aux établissements financiers pour les règlements entre eux pourrait faciliter les règlements dans un contexte multidevises et transfrontalier. Les investigations sont ainsi poursuivies au sein de l'Eurosystème, afin de bien identifier les caractéristiques optimales de ces solutions⁷⁵.

⁷⁵ Cf Évaluation des risques du système financier, décembre 2021, p 54, pour une discussion des avantages et risques potentiels liés à une MNBC. [ERS 2021 S2 \(banque-france.fr\)](https://www.banque-france.fr/ERS-2021-S2)

Lexique

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

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

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

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

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.

CDS : *Credit Default Swaps*, dérivés de crédit. Les dérivés de crédit sont des produits dérivés permettant de se protéger contre des défauts sur les crédits. L'acheteur de CDS verse périodiquement une prime au vendeur de la protection, ce dernier promettant de compenser les pertes en cas d'évènement de crédit, c'est-à-dire non-remboursement de tout ou une partie du crédit sur lequel le contrat porte.

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](#)).

Coefficient d'exploitation : le coefficient d'exploitation rapporte les charges d'exploitation au produit net bancaire.

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).

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).

Credit gap : le *credit gap* est la déviation à sa tendance de long terme du ratio du crédit au secteur privé non financier sur le PIB.

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.

EBE : excédent brut d'exploitation.

EEE : Espace économique européen.

ENE : excédent net d'exploitation, calculé comme l'EBE diminué des dotations aux amortissements.

ETF : *Exchange-Traded Funds*, fonds négociés en bourse. Ce sont des fonds de placement en valeurs mobilières dont les parts peuvent être négociées en bourse, comme des actions. Il s'agit généralement, bien que pas exclusivement, de fonds indiciels, à savoir de fonds répliquant passivement un indice de référence et offrant ainsi à l'investisseur une performance identique à celle de l'indice répliqué.

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.

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

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€.

HQLA : *High Quality Liquid Assets*. Les HQLA sont des actifs qui restent liquides sur les marchés en

période de tensions et sont, dans la majorité des cas, éligibles pour des opérations avec la banque centrale.

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.

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^{er} 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.

MREL : *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, Exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles, pour le renflouement interne.

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. Les OAT sont des valeurs assimilables du Trésor à moyen et long terme, de maturité de 2 à 50 ans. La technique de l'assimilation consiste à rattacher une nouvelle émission à une OAT déjà créée et émise antérieurement. Les OAT constituent la forme unique du financement à moyen et long terme de l'Etat.

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.

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.

Quick fix : Règlement 2020/873 du Parlement européen et du Conseil du 24 juin 2020 modifiant les règlements 575/2013 (CRR) et 2019/876 (CRR II) en ce qui concerne certains ajustements à apporter en réponse à la pandémie de covid-19 (premier *quick fix*, [Lien EUR-Lex](#)) et proposition de mesures du 24 juillet 2020 de la Commission européenne (second *quick fix*). Le premier *quick fix* a notamment repoussé la date d'application du ratio de levier, étendu la période de transition pour l'application des normes IFRS 9 et permis un traitement prudentiel plus souple des crédits non-performants. Le second *quick fix* prévoit notamment de modifier les règles concernant les prospectus, d'alléger les charges administratives imposées aux investisseurs expérimentés et de faciliter les opérations de titrisation dites synthétiques ou de prêts non-performants.

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 ».

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).

SyRB : *Systemic Risk buffer*, coussin pour le risque systémique. Introduit par la directive CRD IV, il vise à prévenir et atténuer le risque macroprudentiel ou systémique non cyclique à long terme qui ne serait pas couvert par le règlement CRR.

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

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](#)).

VA : valeur ajoutée.