

ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

JUIN 2023



VUE D'ENSEMBLE	2
MESURES DES AUTORITÉS	6
1. ANALYSE TRANSVERSALE DES VULNÉRABILITÉS	8
1.1 Le resserrement de conditions de financement se poursuit dans un contexte économique toujours incertain.	8
1.2 Le secteur bancaire français affiche des fondamentaux solides.	10
1.3 Les organismes d'assurance ont une structure bilancielle solide mais doivent s'adapter au nouvel environnement de taux d'intérêt.	21
1.4 Certaines catégories d'institutions financières non-bancaires présentent des vulnérabilités face à la remontée des taux et la volatilité des marchés.	25
1.5 Les vulnérabilités des acteurs non financiers demeurent élevées, compte-tenu de leur niveau d'endettement.	32
1.6 Les institutions financières doivent accélérer leur adaptation aux risques structurels que sont les risques cyber et les risques climatiques.	38
2. CHAPITRE THÉMATIQUE : CONDITIONS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES	43
2.1 Les volumes de financement des entreprises françaises continuent de progresser, mais à un rythme moins rapide depuis fin 2022	43
2.2 Le durcissement des conditions de financement affecte davantage les petites et moyennes entreprises.	45
2.3 La charge d'intérêt des SNF françaises augmente de façon progressive grâce à une structure d'endettement favorable.	46
2.4 Malgré le resserrement des conditions de financement, le crédit à l'investissement reste dynamique et la trésorerie des entreprises se maintient à un niveau élevé.	48
2.5 Les défaillances d'entreprises poursuivent leur rattrapage.	49
3. CHAPITRE THÉMATIQUE : IMMOBILIER COMMERCIAL	51
3.1 Le marché de l'immobilier commercial entre dans une phase de repli, portée par des facteurs cycliques et structurels.	52
3.2 Le financement des acteurs du marché de l'immobilier commercial reste stable, malgré la hausse des taux et les incertitudes du secteur financier.	53
3.3 Les institutions financières sont relativement peu exposées à un retournement des valorisations de l'immobilier commercial.	56
4. CHAPITRE THÉMATIQUE : MARCHÉ DE CAPITAUX NON COTÉS	61
4.1 Aperçu du marché des capitaux non cotés.	61
4.2 Analyse des risques pour la stabilité financière.	65

Vue d'ensemble

Le système financier a connu des tensions importantes au premier semestre 2023, dans le sillage des faillites de banques régionales aux États-Unis et des difficultés de Crédit suisse. Les banques à l'origine de cette crise étaient individuellement exposées à des fragilités spécifiques dues à des modèles d'affaires non viables et à une gestion des risques défaillante. Les risques de contagion au système financier européen et en particulier français ont été évités, grâce aux fondamentaux solides de ces banques, soutenus par un cadre réglementaire renforcé depuis 2008 et un modèle de supervision exigeant.

Les perspectives économiques se sont plutôt améliorées depuis fin 2022, mais, à court terme, le contexte reste marqué par le ralentissement de la croissance et un niveau encore élevé d'inflation. Pour lutter contre le risque d'une inflation persistante, et ainsi préserver la stabilité du système financier, la Banque centrale européenne a relevé ses taux directeurs à huit reprises depuis juillet 2022.

Le système financier se montre résilient face au resserrement rapide des conditions de financement en cours et à l'évolution du contexte macroéconomique. Depuis fin 2022, la croissance des volumes de financement et celle des prix immobiliers a ralenti. Ce ralentissement, s'il reste ordonné, permettra de corriger à moyen terme des vulnérabilités liées au niveau d'endettement important des acteurs non financiers et à des prix immobiliers élevés. Le contexte d'incertitudes économiques et de hausse des coûts de financement reste toutefois porteur d'un risque de choc potentiellement déstabilisateur pour les acteurs les plus vulnérables.

Face à des risques qui restent élevés pour la stabilité financière, il est donc nécessaire de maintenir une stricte vigilance afin de préserver la résilience du système financier français. Les banques et les assureurs français peuvent s'appuyer sur leurs niveaux élevés de fonds propres et de liquidité pour gérer les risques liés à l'évolution des conditions macro-économiques et macrofinancières. Les tensions de marché se sont résorbées depuis leur pic récent en 2022, mais le risque d'une correction désordonnée persiste. De tels mouvements pourraient être alimentés par le comportement potentiellement procyclique **des acteurs de l'intermédiation non bancaires les plus exposés au levier et au risque de liquidité.** Enfin, un choc plus important que prévu sur la croissance économique ou sur les conditions de financement pourrait fragiliser les acteurs non financiers les plus endettés. Ces risques différenciés sont précisés dans les lignes qui suivent.

*

* *

Le secteur bancaire français n'est pas exposé aux mêmes vulnérabilités que les banques à l'origine de la crise de mars 2023 et doit gérer l'augmentation de ses coûts de financement.

Les turbulences bancaires de mars 2023 ont mis en exergue des fragilités spécifiques aux banques en crise, avec des situations préexistantes de mauvaise gestion des risques ou de modèles d'affaires non viables. Après un épisode de forte volatilité sur les marchés, les risques de contagion ont été rapidement contenus grâce aux faibles expositions directes du système financier français à l'égard de ces institutions et à la résilience des banques françaises. Cette solidité est soutenue par un cadre prudentiel et de supervision européen rigoureux, au sein de l'Union bancaire. Dans l'Union européenne, le cadre réglementaire défini au niveau international après la grande crise financière (Bâle III) s'applique à toutes les banques, même les plus petites, alors qu'aux États-Unis il ne s'applique qu'à 13 banques. Les banques régionales américaines étaient ainsi soumises à des exigences nettement moins strictes. Un cadre réglementaire robuste doit être accompagné d'une supervision forte. Le modèle de supervision actif de la zone euro, au sein du Mécanisme de surveillance unique (MSU), contribue à la solidité des banques françaises, avec une approche intrusive, adaptée aux caractéristiques des banques et complétée par des tests de résistance rigoureux et réguliers, y compris sur le risque de taux d'intérêt.

Les banques françaises continuent d'afficher des niveaux élevés de solvabilité et de liquidité. Elles sont soumises à un strict encadrement du risque de taux d'intérêt et peuvent s'appuyer sur une structure de financement diversifiée et solide, caractérisée par une base de dépôts stables. Elles sont donc bien positionnées pour s'adapter au resserrement de la politique monétaire et pour bénéficier de la remontée des taux d'intérêt. À court terme, elles doivent néanmoins faire face à une remontée de leurs coûts de financement, sous l'effet d'une hausse de la

part des dépôts rémunérés dans le total des dépôts et du renouvellement de leur dette de marché à des taux plus élevés. Après de solides performances financières en 2022, cette hausse du coût des passifs et le ralentissement de l'activité de crédit pourraient réduire la rentabilité des banques françaises à court terme mais la hausse des taux d'intérêt leur bénéficiera dans la durée.

Les assureurs affichent une structure de bilan solide mais doivent continuer de s'adapter à un environnement de taux plus élevés.

Les conséquences de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt sont variables selon les activités et les organismes. Pour les assureurs non-vie, l'inflation pèse sur le coût des prestations à servir car les activités sont exposées à une hausse des coûts des sinistres et des frais (sur certains risques longs, les primes encaissées par les assureurs peuvent servir à garantir des sinistres pouvant se produire plusieurs années après). Les assureurs vie doivent quant à eux faire face à un rendement de l'actif moyen inférieur aux taux de marché, ce qui engendre un risque d'augmentation des rachats, en particulier sur les fonds en euros. Les taux de rachats progressent mais restent contenus, grâce notamment à la revalorisation des contrats d'assurance intervenue en 2022. Par ailleurs, les dispositifs fiscaux et successoraux propres aux produits d'assurance-vie devraient continuer à inciter les assurés à limiter les sorties.

Le risque de correction désordonnée sur les marchés reste très élevé et pourrait déstabiliser les acteurs non bancaires les plus exposés au levier et au risque de liquidité.

Les vulnérabilités des marchés financiers pourraient amplifier la transmission des chocs. La volatilité des taux d'intérêt se maintient à des niveaux historiquement élevés, en raison de l'incertitude sur le rythme de ralentissement de l'inflation ce qui contribue à dégrader la liquidité de marché. Dans le même temps, certains indicateurs de valorisation des actifs risqués, en particulier sur les marchés actions, suggèrent un excès d'optimisme et donc un risque de correction en cas de choc. Les valorisations restent vulnérables à une réappréciation soudaine et non anticipée des primes de risque. Les tensions de marchés survenues au cours des derniers mois (marchés de l'énergie, fonds de pension britanniques, faillites de banques régionales américaines) montrent que des vulnérabilités localisées peuvent rapidement avoir des répercussions généralisées sur les prix des actifs financiers, leur liquidité et leur volatilité.

Certaines catégories d'intermédiaires financiers non bancaires sont exposées à un risque de liquidité important qui pourrait les conduire à adopter des comportements procycliques, de nature à renforcer les dynamiques adverses sur les marchés. Selon le Conseil de stabilité financière (CSF), environ 14% des actifs financiers mondiaux sont gérés par des intermédiaires financiers non bancaires exposés à des risques semblables à ceux des banques. Ces acteurs pourraient connaître des besoins de financement importants en cas de choc de marché, par le biais d'appels de marges ou de demandes de rachats, et ainsi renforcer les dynamiques adverses de marchés à travers des ventes forcées d'actifs. Les acteurs dont le recours à l'effet de levier est élevé seraient particulièrement vulnérables à ces dynamiques. Il est donc essentiel de renforcer le cadre réglementaire qui leur est applicable.

Un chapitre thématique analyse ainsi les risques des fonds investis dans les actifs non cotés (actions et dette), dont la croissance a nettement ralenti depuis le second semestre 2022. Après plusieurs années de développement dynamique, ces fonds ont pris une part importante dans le financement de certains secteurs de l'économie (entreprises en croissance ou très endettées). Ils sont aujourd'hui exposés à des risques de valorisation et de crédit importants, qui doivent être bien compris de la part des investisseurs.

Les fragilités liées à l'endettement élevé de l'État d'une part, et de certaines grandes entreprises, d'autre part, appellent à la vigilance.

Malgré un endettement élevé au regard des comparaisons européennes, les sociétés non financières (SNF) françaises se montrent résilientes. Elles bénéficient, d'une part, de la relative stabilité de leurs résultats et, d'autre part, d'une structure d'endettement majoritairement à taux fixe et avec des maturités relativement longues, qui les protège d'un choc de taux brutal. Depuis décembre 2022, le taux de croissance des financements aux SNF a ralenti, mais reste positif. Le nombre de défaillances d'entreprises poursuit sa normalisation depuis novembre 2021 en se rapprochant du niveau qui prévalait avant la pandémie. Les risques pour le secteur des entreprises, en particulier pour les plus endettées d'entre elles, restent néanmoins orientés à la hausse en raison de la

transmission progressive de la remontée des taux aux coûts de financement et du contexte de ralentissement économique. Les vulnérabilités pourraient s'accroître en cas de durcissement des conditions d'octroi de crédit.

Les finances publiques se trouvent sur une trajectoire qu'il convient de maîtriser pour maintenir le caractère soutenable de la dette souveraine. Les mesures d'aide gouvernementale, au premier rang desquelles les boucliers tarifaires sur l'électricité et le gaz, ont protégé les ménages et les entreprises en absorbant une grande partie du choc énergétique. Ces mesures compensatoires ont contribué à maintenir la dette et le déficit budgétaire en 2022 à des niveaux beaucoup plus élevés que ce qui était projeté avant la crise énergétique. À politique inchangée, cette dette ne diminuerait pas au cours des prochaines années. Le renforcement des efforts en vue de réduire le niveau d'endettement public est une condition nécessaire pour maintenir l'attractivité de la dette publique française pour les investisseurs.

Le marché immobilier montre des signes de ralentissement, en particulier le marché de l'immobilier commercial qui connaît un net repli depuis le quatrième trimestre 2022

Face à la poursuite de la hausse des taux d'intérêt, la normalisation du crédit à l'habitat s'effectue de façon progressive et ordonnée en France, où la production de crédits reste plus dynamique que dans le reste de la zone euro. Cette normalisation s'explique par la remontée des taux d'intérêt, qui reste néanmoins moins marquée en France que chez nos voisins européens du fait notamment du taux de l'usure. Les prix immobiliers, qui réagissent avec un décalage aux hausses de taux d'intérêt, marquent un ralentissement, après plusieurs années de croissance particulièrement dynamique. Une correction modérée et ordonnée des prix de l'immobilier, telle qu'observée actuellement, devrait ainsi permettre de ramener le ratio prix/revenu des ménages vers les niveaux plus modérés de la période pré-Covid. Enfin, malgré un taux d'endettement élevé, la capacité de remboursement des ménages est protégée par le modèle français de financement de l'habitat, quasi exclusivement à taux fixe, et par l'assainissement des conditions d'octroi du crédit, depuis la mise en place de la mesure du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) fin 2020. Celle-ci fixe un taux d'effort maximal des emprunteurs à 35 % des revenus et une durée de prêt maximale à 25 ans pour le crédit à l'habitat, avec une flexibilité limitant à 20 % la part de la production de crédit non conforme à ces conditions. Les deux ajustements techniques afférents à cette marge de flexibilité apportés en juin 2023 par le HCSF ont préservé ces sécurités pour les emprunteurs en donnant un peu de souplesse pour les prêteurs. (cf. partie sur les mesures des autorités)

L'immobilier commercial marque un net repli depuis le quatrième trimestre 2022, après une décennie de forte croissance puis un ralentissement marqué depuis la crise de la Covid-19. Les prix de l'immobilier commercial pourraient être particulièrement sensibles à la remontée des coûts de financements en raison du recours important à l'endettement par les acteurs du marché, des risques de survalorisation et de la moindre attractivité de l'investissement locatif sur certains segments depuis la pandémie. La baisse des prix et des volumes de transactions est cependant hétérogène entre les secteurs et plus limitée que dans d'autres pays avancés. Pour les banques et les assurances, ces expositions restent modestes par rapport à leur total de bilan. Les fonds d'investissement immobilier ouverts sont exposés à un risque de liquidité, en cas de retrait des investisseurs, mais ces risques sont contrebalancés par la présence d'investisseurs aux comportements stables et la mise en place d'outils de gestion de la liquidité.

Toutes les institutions financières doivent accélérer leur adaptation aux risques structurels que font peser les menaces cyber et le changement climatique

Les risques climatiques continuent d'augmenter, comme le confirme le rapport de synthèse du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (Giec) publié le 20 mars 2023, et vont devenir de plus en plus difficiles à gérer pour les institutions financières. Dans ce contexte, les superviseurs financiers portent une attention croissante à l'évaluation et au suivi des risques de transition et des risques physiques associés au changement climatique, notamment à travers des tests de résistance. Par ailleurs, les exigences réglementaires en matière de gestion des risques climatiques et de publication d'informations extra-financières se renforcent.

Enfin, le système financier reste exposé à un niveau très élevé de risque de cyberattaques. La menace de cyberattaques est exacerbée par le contexte des tensions géopolitiques alors que le développement de l'intelligence artificielle pourrait rendre ces attaques plus faciles à mettre en œuvre et plus sophistiquées.

ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS | JUIN 2023

CYCLIQUES

STRUCTURELS

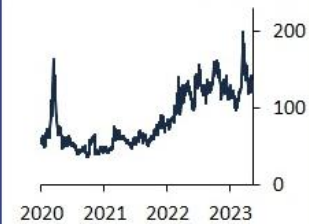
Vulnérabilités

Résiliances

Risque de marché et risque de liquidité des fonds d'investissement les plus vulnérables

- Valorisations élevées
- Volatilité des taux d'intérêt
- Impact des chocs de marché sur les acteurs non bancaires les plus exposés par le levier et le risque de liquidité

Volatilité des taux obligataires



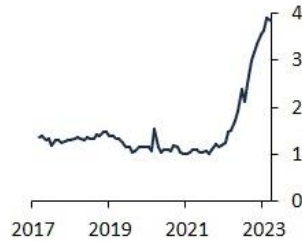
- Structure de marchés bénéficiant d'investisseurs et d'intervenants diversifiés
- Robustesse des infrastructures de marché

⇒ CT

Soutenabilité de la dette des acteurs non financiers face à la hausse des taux

- Ajustement du marché de l'immobilier commercial
- Dette brute élevée des SNF, forte hétérogénéité
- Dette publique très élevée

Taux de financement des SNF



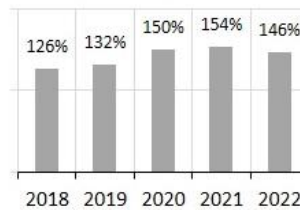
- Dette en majorité à moyen/long terme
- Conditions d'octroi du crédit immobilier résidentiel
- Endettement des acteurs en général à taux fixe

⇒ CT

Adaptation des banques et assurances à la hausse des taux et du risque de crédit

- Sensibilité de l'activité et des revenus au contexte macroéconomique
- Remontée des coûts de financement
- Coût de transformation numérique

LCR agrégé des 6 principales banques françaises



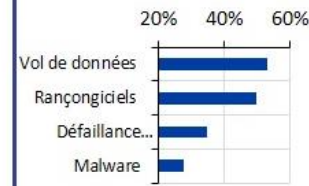
- Solvabilité forte soutenue par les très bons résultats en 2022
- Liquidité élevée et financement diversifié

⇒ CT

Menaces cyber renforcées par les tensions géopolitiques

- Surface d'exposition numérique accrue
- Exploitation des failles facilitée par les intelligences artificielles

Risques cyber les plus redoutés pour 2023



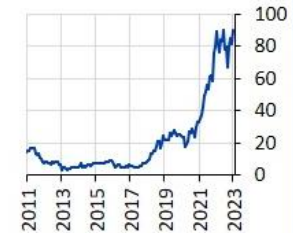
- Exercices de crise
- Travaux réglementaires
- Préparation opérationnelle

⇒ CT à LT

Expositions au changement climatique

- Risque de transition désordonnée à mesure que les actions et politiques d'adaptation sont retardées
- Impacts des catastrophes climatiques

Prix des droits d'émission dans l'UE (EUR par tonne de Co2)



- Efforts nationaux et coordination européenne
- Exercices de stress-tests climatiques

⇒ CT à LT

■ Risque très élevé ■ Risque élevé ■ Risque modéré ⇒ Évolution future (horizon)

Mesures des autorités

Dans un contexte de persistance d'une inflation significativement supérieure à sa cible, et de projections ne prévoyant pas un retour à cette cible à court terme, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a procédé au premier semestre 2023 à **plusieurs relèvements de ses taux directeurs**. Ainsi, **depuis le 21 juin 2023**, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt s'élèvent à respectivement **4,00 %, 4,25 % et 3,50 %**. Le Conseil des gouverneurs a indiqué évaluer désormais réunion par réunion, et en se fondant sur les données, les perspectives relatives à l'inflation totale mais également la dynamique de l'inflation sous-jacente et la vigueur de la transmission de la politique monétaire, de façon à assurer le retour de l'inflation à moyen-terme à sa cible de 2%. Le Conseil des gouverneurs a également décidé la **fin des réinvestissements de l'asset purchase programme (APP) à partir de juillet 2023**. Le **pandemic emergency purchase programme (PEPP) devrait poursuivre un réinvestissement intégral, flexible, de ses tombées au moins jusqu'à la fin de 2024**. Quant aux opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO), le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement leur contribution à son orientation de politique monétaire à mesure de leur remboursement par les banques. Les mesures de remboursement anticipées prises par le Conseil ont, à ce titre, permis d'éviter un effet « falaise ». Enfin, les outils existants de la BCE restent disponibles pour répondre aux besoins de liquidité potentiels, à l'image des opérations principales de refinancement hebdomadaires dont les soumissions sont intégralement servies.

Dans le sillage des faillites bancaires aux États-Unis et en Suisse, les autorités européennes ont rappelé¹ les hauts standards de régulation et de supervision auxquels sont soumises les institutions financières européennes, ainsi que leur respect de la hiérarchie des créanciers² dans la gestion des crises. Ce cadre prudentiel sera renforcé par le « paquet bancaire »³, qui contient la finalisation de Bâle III en Europe et qui est entré en trilogue (négociations informelles entre le Parlement européen, le Conseil de l'Union et la Commission européenne) en mars 2023. Sa finalisation est attendue courant 2024 pour une application en 2025. À plus long-terme, la Commission a annoncé⁴ en avril 2023 une proposition d'ajustement du cadre de gestion de crise et d'assurance des dépôts (CMDI), visant à **étendre le cadre de la résolution à davantage de petites et moyennes banques** ; faciliter le financement externe⁵ de leur sortie du marché, et limiter l'intervention des fonds de garantie des dépôts en dehors de la résolution.

En France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a décidé en décembre 2022 de relever à 1,0 % le taux de la réserve de protection du crédit (cousin de fonds propres bancaires contracyclique), et indiqué ne pas envisager de hausse supplémentaire en 2023. Cette exigence prendra effet au 2 janvier 2024. En outre, la décision d'avril 2022 de **relèvement à 0,5 % du taux de cette réserve est entrée en vigueur le 7 avril 2023**. Cette mesure macroprudentielle complète la recommandation de 2020 sur les conditions d'octroi de crédits immobiliers (devenue contraignante au 1^{er} janvier 2022) qui fixe un taux d'effort maximal des emprunteurs à 35 % des revenus et une durée de prêt maximale à 25 ans pour 80 % de la production de crédit à l'habitat. Le 13 juin 2023, le HCSF a annoncé deux ajustements techniques afférents à la marge de flexibilité de 20% afin de faciliter la mise en œuvre opérationnelle par les banques tout en conservant l'équilibre d'ensemble et la portée de la mesure⁶. Au regard de la saisonnalité de certaines opérations, le HCSF a estimé que, suite à un dépassement modeste constaté sur un trimestre de l'une ou l'autre des limites d'allocation, l'ACPR pourra considérer que le respect de ces limites sur la production globale de ce trimestre et des deux trimestres suivants constitue une action correctrice appropriée et suffisante. En outre, au vu du recours effectif à la flexibilité pour les acquisitions de résidence principale et compte tenu des évolutions structurelles en cours du marché immobilier, le HCSF a décidé de relever de 20 % à 30 % la part de la marge de flexibilité libre d'utilisation pour assouplir l'investissement locatif. Cette évolution n'affecte pas les primo-accédants, dont la part de 30 % dans la marge de flexibilité reste inchangée, ni les autres accédants dont la part n'était pas complètement utilisée.

¹ [Silicon Valley Bank \(europa.eu\)](#)

² [SRB, EBA and ECB Banking Supervision statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities](#)

³ [Banking Package 2021 \(europa.eu\)](#)

⁴ [Reform of bank crisis management and deposit insurance framework \(europa.eu\)](#)

⁵ fonds de garantie des dépôts, FRU, par opposition à la contribution aux pertes et à la recapitalisation par actionnaires et créanciers, principalement dans le cas du bail-in.

⁶ Communiqué de presse de la séance du HCSF du 13 juin 2023

En mars 2023, le HCSF avait invité les établissements de crédit français à maintenir leur vigilance quant à leurs expositions aux grandes entreprises françaises les plus endettées. Le 13 juin 2023, le Haut conseil, a annoncé la mise en œuvre d'un coussin sectoriel de 3 % relatif à ces expositions dans le cas où ces dernières dépassent 5 % des fonds propres⁷, en relais de la mesure dite « grands risques »⁸ arrivant à échéance le 30 juin 2023.

Le Comité européen du risque systémique (CERS, ou *European Systemic Risk Board (ESRB)*) a publié en janvier 2023 un rapport d'évaluation des **vulnérabilités dans le secteur de l'immobilier commercial**⁹, ainsi qu'une **recommandation**¹⁰ à destination des autorités concernées aux niveaux européen et national dans tous les pays de l'Espace économique européen. Cette recommandation vise à améliorer le suivi des risques systémiques liés à l'immobilier commercial, assurer des pratiques de financement saines et accroître la résilience des établissements financiers qui y sont exposés. Les États membres devront s'y conformer avant fin mars 2026 (mars 2024 pour le suivi des risques).

Dans le cadre de son exercice biennuel de *stress-tests* bancaires mené en 2023, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a publié¹¹ en janvier les **scénarios macroéconomiques et financiers** qui seront utilisés pour éprouver la résilience des banques de l'Union européenne à un horizon de trois ans. Le scénario adverse prévoit la **baisse de PIB la plus sévère testée jusqu'à présent**, fondée sur l'hypothèse d'une aggravation des tensions géopolitiques, qui mènerait à une stagflation à la fois au niveau national et au niveau mondial et se traduirait par une hausse généralisée des taux d'intérêt à travers le monde.

Les autorités françaises et européennes travaillent activement à l'**élargissement du cadre micro et macroprudentiel au-delà des seules banques**. De fait, depuis la crise de 2008, le total des actifs du secteur financier non-bancaire européen a plus que doublé et sa part dans le total des crédits aux entreprises est passée de 15% à 26%. Ce constat pousse les autorités à renforcer le niveau de résilience dans ce secteur.

Les autorités adoptent également des mesures visant à réduire les vulnérabilités structurelles qui pèsent sur le système financier. Concernant la **régulation des actifs numériques**, le Conseil européen a adopté¹² en mai 2023 un **règlement**¹³ **sur les marchés de cryptoactifs (MiCA)**, mettant en place un cadre global pour les émetteurs et les prestataires de services sur actifs numériques. Ce cadre réglementaire vise à protéger les investisseurs, à préserver la stabilité financière et à assurer le respect des règles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, tout en permettant l'innovation et en favorisant l'attractivité du secteur des crypto-actifs. Il devra sans doute être complété d'un « MICA 2 » assez rapidement, notamment sur la régulation des cryptoconglomérats et celle de la DeFi (finance désintermédiée). Le 3 avril 2023, l'ACPR a publié un document de réflexion qui propose une analyse de la structure et des risques de la finance désintermédiée et formule différents scénarios d'encadrement réglementaire¹⁴. Ce document a donné lieu à une consultation publique de deux mois.

Concernant l'**exposition de nos économies aux risques liés au dépassement des limites planétaires**, plusieurs initiatives ont abouti ce semestre. La **directive sur le reporting de durabilité des entreprises européennes (CSRD)**, adoptée en décembre 2022, est entrée en vigueur en janvier 2023. Les États membres doivent désormais la transposer dans les droits nationaux pour que les premières entreprises concernées lancent les démarches de reporting dès 2024. En parallèle, la Commission européenne a également publié le 13 juin dernier les actes délégués disposant les critères d'examen technique pour les quatre objectifs environnementaux de la taxonomie ainsi que pour de nouvelles activités éligibles aux deux objectifs climatiques. En février 2023, un accord a été trouvé entre le Parlement et le Conseil sur une **norme européenne concernant les obligations vertes (EU Green Bond Standard)**. En février 2023, l'Eurosystème a réalisé un stress test sur son propre bilan¹⁵, dans le prolongement des *stress tests* climatiques réalisés sur le secteur financier européen en 2022.

⁷ [HCSF_20230613_CP.pdf \(economie.gouv.fr\)](#)

⁸ Décision n°D-HCSF-2018-2 du 11 mai 2018, prorogée pour deux ans le 30 juin 2021.

⁹ [Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector \(europa.eu\)](#)

¹⁰ [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 1 December 2022 on vulnerabilities in the commercial real estate sector in the European Economic Area \(ESRB/2022/9\) \(europa.eu\)](#)

¹¹ [EBA launches 2023 EU-wide stress test. | European Banking Authority \(europa.eu\)](#)

¹² [Finance numérique: le Conseil adopte de nouvelles règles sur les marchés de cryptoactifs - Consilium \(europa.eu\)](#)

¹³ [RÈGLEMENT \(UE\) 2023/ sur les marchés de cryptoactifs \(europa.eu\)](#)

¹⁴ [Finance « décentralisée » ou « désintermédiée » : quelle réponse réglementaire ? | Banque de France \(banque-france.fr\)](#)

¹⁵ [Results of the 2022 climate risk stress test of the Eurosystem balance sheet \(europa.eu\)](#)

1. Analyse transversale des vulnérabilités

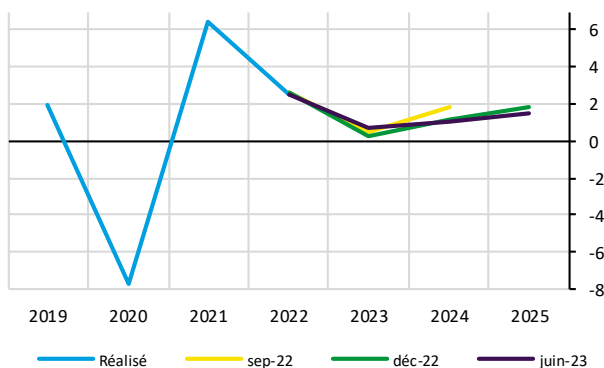
1.1 Le resserrement de conditions de financement se poursuit dans un contexte économique toujours incertain.

Les perspectives économiques se sont améliorées par rapport à décembre 2022, mais, à court terme, le contexte reste marqué par un ralentissement de la croissance et une inflation trop élevée.

La croissance économique, en France et dans la zone euro, marque un net ralentissement depuis mi-2022 mais reste résiliente face aux chocs passés. Après avoir atteint 3,6% dans la zone euro, et 2,6% en France, le rythme de croissance devrait ralentir en 2023 pour s'établir, en moyenne annuelle, à 0,9% pour la zone euro (0,5% prévu en décembre 2022) et 0,7% pour la France (0,3% prévu en décembre, cf. graphique 1.1). Le ralentissement serait ainsi moins marqué qu'anticipé fin 2022, grâce à la diversification des sources d'approvisionnement énergétiques associée à des prix en baisse qui a permis d'éviter les scénarios les plus pessimistes. Dans le même temps, l'impact de la remontée des taux et l'inflation commence à peser sur le crédit, l'investissement privé et la consommation. Le Fonds monétaire international (FMI) estime en parallèle que la croissance mondiale, évaluée à 3,4% en 2022, atteindrait 2,8% en 2023. La croissance économique devrait accélérer progressivement en 2024 et 2025. Les incertitudes autour de ces prévisions restent nombreuses et sont notamment liées à l'évolution de la demande mondiale et aux tensions géopolitiques.

Graphique 1.1: Taux de croissance France et prévisions

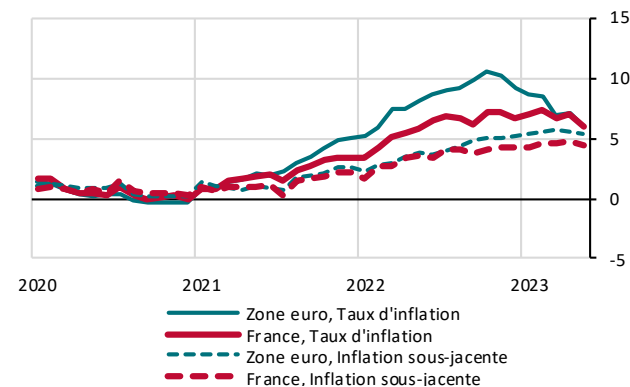
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Graphique 1.2: Inflations totale et core en France et en zone euro

x : axe temporel / y : pourcentage (glissement annuel)



Notes : Inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) et IPCH hors énergie et hors alimentation.

Sources : Banque de France, Eurostat

Les perspectives d'inflation s'améliorent avec la baisse des prix de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente (ou core inflation) reste trop élevée. Après avoir augmenté en 2022, à un rythme inégalé depuis les années 1980, l'inflation a vu sa progression freiner en 2023 du fait de la baisse des prix de l'énergie, du retour à la normale des chaînes d'approvisionnement mondiales et de la baisse des coûts du transport maritime (cf. graphique 1.2). À fin mai 2023, l'inflation était de 6,1% au niveau de la zone euro (contre 6,9% en mars 2023) et de 6% en France (6,7% en mars). En dépit de cette baisse de l'inflation totale, les tensions sous-jacentes sur les prix persistent. L'inflation hors énergie et alimentation (*core inflation*) reste à un niveau élevé en zone euro à fin mai 2023 (5,3%, contre 5,7% en mars 2023) et en France (4,4%, contre 4,6% à fin mars 2023). L'inflation devrait ralentir en 2024 et 2025 pour revenir vers la cible de 2%, à mesure que les facteurs haussiers actuels s'estomperont et que les effets de la normalisation de la politique monétaire agiront sur les mécanismes de fixation des prix. Des incertitudes demeurent néanmoins sur l'évolution des prix des matières premières et sur le rythme de transmission du resserrement de la politique monétaire à l'inflation sous-jacente. En outre, la situation tendue sur le marché du travail et les incertitudes relatives aux revalorisations salariales pourraient contribuer à la persistance des tensions inflationnistes sous-jacentes.

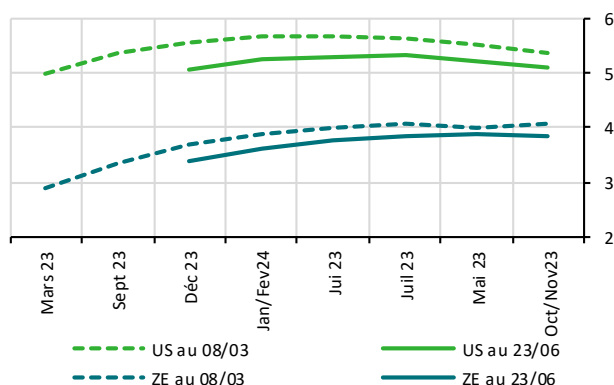
Les risques à la hausse sur les prix de l'énergie subsistent du fait de la situation géopolitique liée à la guerre en Ukraine et au contexte économique mondial incertain. À fin juin 2023, les prix de référence du gaz naturel dans l'Union européenne avaient baissé de près de 80% par rapport à leur pic de 2022 du fait de températures clémentes, de niveaux de stocks élevés, d'une redistribution des sources d'approvisionnement coordonnée au niveau européen et d'efforts de sobriété. Les niveaux des prix restent cependant sensiblement supérieurs (multipliés par 2,6) à la moyenne observée entre 2010 et 2020. Les prix des produits pétroliers ont également diminué (baisse du Brent de 35% entre juin 2022 et juin 2023). Les prix des futures sur les marchés internationaux intègrent désormais des prix de l'énergie relativement stables sur ces niveaux plus modérés au cours des prochains mois. Toutefois, des risques demeurent sur l'évolution de la situation géopolitique liée à la guerre russe en Ukraine, avec de possibles difficultés d'approvisionnement en énergie lors de l'hiver 2023-2024, qui constitueraient un risque à la hausse sur l'inflation et à la baisse sur la croissance à cet horizon. L'ensemble du contexte géopolitique constitue plus généralement un risque en termes de prix des matières premières.

Le système financier français doit continuer de s'adapter au resserrement des conditions de financement.

La hausse des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) depuis 2022, en réponse à l'accélération de l'inflation, a été exceptionnellement rapide au regard de toutes les évolutions historiques avec huit relèvements (+ 400 points de base cumulés) en moins d'un an accompagnés d'une sortie progressive des politiques non conventionnelles. Ce resserrement monétaire a été accompagné d'une exceptionnelle volatilité des taux d'intérêt de marché à mesure que les participants de marché ajustaient leurs anticipations (comme cela a pu être observé à la suite des tensions bancaires de mars). À fin juin 2023, les participants de marché anticipaient ainsi une stabilisation puis, un début de baisse des taux directeurs courant 2023 aux États-Unis et début 2024 dans la zone euro. La BCE a indiqué qu'elle évaluera ses prochaines décisions réunion par réunion, selon les perspectives d'inflation totale, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la vigueur de la transmission de la politique monétaire.

Graphique 1.3: Évolution des anticipations de taux directeurs de la BCE et de la Fed

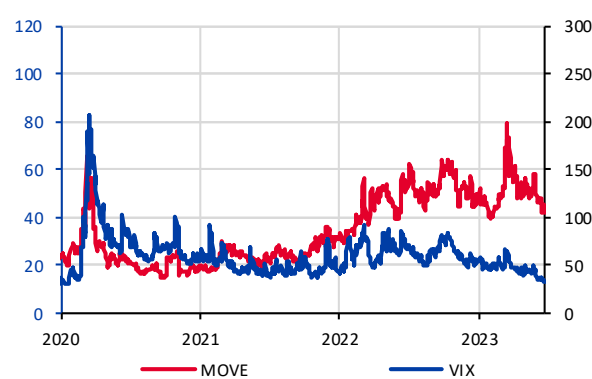
x : axe temporel / y : taux en pourcentage



Source : Bloomberg

Graphique 1.4: Volatilité implicite des obligations (MOVE, droite) et des actions (VIX, gauche)

x : axe temporel / y : taux en points de base



Note : l'indice MOVE mesure la volatilité implicite des obligations du Trésor US à partir des options. L'indice VIX mesure la volatilité implicite des actions du S&P500.

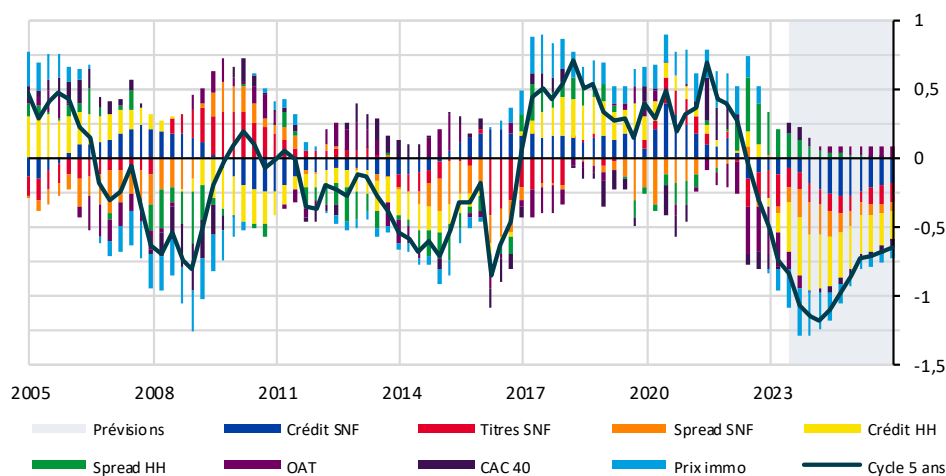
Source : Bloomberg

Le resserrement des conditions de financement, qui s'est opéré au cours des derniers mois sous l'effet de la hausse des taux d'emprunts, renforce les vulnérabilités des acteurs les plus fragiles. Dans ce contexte, le taux de croissance des volumes de financement aux sociétés non financières (SNF) et aux ménages s'est ralenti mais reste positif. Les marchés immobiliers montrent également des signes de ralentissement, en particulier le marché de l'immobilier commercial qui connaît un net repli depuis le quatrième trimestre 2022. L'indicateur de cycle financier devrait continuer de se contracter, mais moins rapidement, jusqu'en 2024, avec un ralentissement du crédit bancaire et des prix immobiliers. Ce mouvement, malgré sa rapidité, s'est jusqu'à présent opéré sans heurts en France et dans la zone euro. Un resserrement désordonné des conditions de

financement risquerait toutefois de déstabiliser les acteurs financiers ou non financiers exposés à un endettement excessif ou à une mauvaise gestion des risques de taux d'intérêt et de liquidité.

Graphique 1.5: Évolution du cycle financier¹⁶

x : axe temporel / y : indice



Note : L'indicateur du cycle financier est construit à partir de 8 variables sous-jacentes : la variation sur 2 ans de l'encours de crédit des sociétés non-financières domestiques par les institutions financières monétaires domestiques ; la variation sur 2 ans de l'encours des titres de dette émis par les sociétés non-financières domestiques ; la variation sur 2 ans de l'encours de crédit aux ménages et ISBLSM résidents par les établissements de crédit domestiques ; la croissance sur un an des prix de l'immobilier ; le changement sur un an des taux souverains à 10 ans ; le rendement annuel du CAC 40 ; l'écart entre le taux moyen des crédits à l'habitat et l'OAT à 10 ans ; l'écart entre le taux moyen des crédits aux sociétés non-financières et l'OAT à 10 ans. Plus la valeur du cycle est positive et en hausse, plus il indique un assouplissement des conditions de financement ; en revanche des valeurs négatives et orientées à la baisse du cycle correspondent à des périodes de resserrement des conditions financières et peuvent signaler en avance des épisodes de stress financier voire de crise systémique.

Source : calculs Banque de France

1.2 Le secteur bancaire français affiche des fondamentaux solides.

Les banques françaises conservent une structure de financement diversifiée, mais leurs coûts de financement augmentent.

Si les récentes faillites bancaires aux États-Unis et les difficultés ayant conduit au rachat de Crédit Suisse par UBS ont affecté la confiance dans le système bancaire, les banques françaises et européennes se sont montrées résilientes et leurs conditions de financement se sont stabilisées. Ces événements ont mis en exergue des fragilités spécifiques aux banques affectées, avec des situations préexistantes de mauvaise gestion des risques ou de modèles d'affaires non viables. Dans le cas des banques régionales américaines, les faillites trouvent leur origine dans une mauvaise gestion du risque de taux et de liquidité, avec un désalignement extrême entre des actifs de long terme à taux fixe et des dépôts particulièrement volatils car en grande partie non assurés et concentrés. Les craintes de contagion au système bancaire européen ont été largement contenues, grâce à la structure de bilan solide et diversifiée des banques européennes, à leur absence d'exposition directe majeure aux banques en crise et à la réaction rapide des autorités américaines et suisses. En juin 2023, les valorisations des actions bancaires et des titres subordonnés n'avaient toutefois pas retrouvé leurs niveaux de début mars (cf. encadré 1.1).

¹⁶ Voir [Les quatre saisons du cycle financier et le coussin contracyclique](#) sur le site de la Banque de France

Encadré 1.1 : Une succession de banques en faillite ou en crise depuis le mois de mars



L'épisode de tensions bancaires a débuté le 8 mars 2023 avec la décision de la petite banque californienne *Silvergate*, très exposée à l'univers des cryptos-actifs, de se placer en liquidation. La banque (11 milliards de dollars d'actifs à fin 2022), connaissait d'importantes difficultés depuis la faillite de la plateforme d'échange de cryptoactif FTX en novembre 2022. L'action de la banque, évaluée à 136 dollars en janvier 2022, ne valait plus que 13 dollars en janvier 2023.

Ces tensions se sont renforcées avec les difficultés de *Silicon Valley Bank (SVB)* qui a enregistré une fuite massive des dépôts sur la journée du 9 mars 2023, entraînant sa faillite le lendemain. Avec une taille de bilan de 209 milliards de dollars en décembre 2022, la banque régionale SVB, spécialisée dans le financement du secteur de la technologie, a connu une croissance rapide après la pandémie. Son financement reposait presque exclusivement (environ 90% de son passif) sur les dépôts de ses clients, eux-mêmes concentrés dans le secteur des start-up. 94% de ces dépôts n'étaient pas couverts par une assurance. SVB avait investi une grande partie de ces dépôts dans des obligations de long terme qui n'étaient pas comptabilisées à leur valeur de marché. La banque était exposée à un risque non couvert de pertes sur ses actifs à taux fixe en cas de remontée des taux et à un fort risque de liquidité en raison de son passif largement constitué de dépôts volatils. À partir du second semestre 2022, les clients de SVB ont retiré une partie de leurs dépôts pour faire face à des besoins de trésorerie. En réaction à cette situation, SVB a été contrainte de vendre à perte des obligations de long terme dont la valeur avait baissé en raison de la remontée des taux. L'annonce, le 8 mars, d'une perte de 1,8 milliards de dollars sur ces ventes de titres et l'échec d'une levée de fonds propres supplémentaires ont entraîné des retraits massifs de 42 milliards de dollars sur la seule journée du 9 mars 2023. Ces événements ont provoqué la mise en résolution de SVB par les autorités américaines le lendemain.

***Signature Bank*, banque régionale américaine avec un bilan de 110 milliards de dollars à fin 2022 a vu ses difficultés s'accroître avec les faillites de *Silvergate* et de *SVB*.** La banque, fortement exposée à l'univers des cryptoactifs, avait connu un premier mouvement de baisse de 17% de ses dépôts entre fin 2021 et fin 2022 (17% des encours). Des fragilités communes avec SVB et *Silvergate*, notamment une forte dépendance aux dépôts non assurés et une concentration de ses déposants dans le secteur des cryptos actifs, ont entraîné un mouvement de défiance des investisseurs et des déposants. Avec des retraits de plus de 10 milliards de dollars (soit 20% de ses dépôts) le 10 mars, Signature Bank a été mise en résolution le 12 mars par les autorités. Sur le fondement d'une exception pour risque systémique, la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* a annoncé le 12 mars, conjointement avec la Réserve fédérale et le Trésor, que l'intégralité des dépôts de SVB et de Signature Bank bénéficieraient du dispositif de garantie des dépôts, y compris au-delà de la limite réglementaire des 250 000 dollars.

Fragilisée par la faillite de *SVB*, la *First Republic Bank (FRB)*, dont le bilan atteignait 213 milliards de dollars fin 2022, est entrée en résolution le 1^{er} mai 2023 avant d'être rachetée par *JP Morgan*. La faillite de SVB a entraîné d'importants retraits de dépôts chez *First Republic*, dont une grande partie n'était pas assurée. Pour éviter un effet de contagion, onze grands établissements bancaires américains lui ont apporté 30 milliards de dollars de dépôts le 16 mars. Les difficultés se sont accélérées le 1^{er} mai, lors de l'annonce des résultats trimestriels où le groupe a reconnu une perte de 100 milliards de dollars de dépôts, soit bien plus qu'anticipé. La FDIC a annoncé le même jour que *JP Morgan*, première banque américaine par la taille des actifs, allait récupérer tous les dépôts et la quasi-totalité des actifs de FRB.

Ces tensions bancaires ont ravivé les difficultés récurrentes de *Crédit Suisse*, et abouti à son rachat par *UBS* le 19 mars 2023. La banque avait accumulé ces dernières années des pertes importantes du fait de défaillances dans ses procédures de gestion des risques et de contrôle interne, notamment lors des faillites du prestataire de services financiers *Greensill Capital* et du gestionnaire de patrimoine (*family office*) *Archegos* en mars 2021. En 2022, *Crédit Suisse* a constaté une baisse de 40% du montant de ses dépôts et affiché une perte de 7,3

milliards de francs suisses. La défiance des investisseurs s'est accélérée après que son principal actionnaire a annoncé le 15 mars ne pas vouloir soutenir davantage l'établissement. La chute du cours de bourse de Crédit Suisse s'est poursuivie malgré l'octroi le 16 mars d'un soutien en liquidité de 50 milliards de francs suisses de la Banque nationale suisse (BNS). Le 19 mars, les autorités suisses ont autorisé le rachat de Crédit Suisse par UBS, qui bénéficie d'un soutien en liquidité de la BNS et de la garantie d'une part substantielle des pertes potentielles par le gouvernement. L'opération prévoit également l'annulation du principal d'obligations convertibles éligibles aux exigences de fonds propres additionnels de catégorie 1 (AT1)¹⁷, pour un montant d'environ 16 milliards de francs suisses, sur la base de la clause de viabilité (*viability event*) prévue dans les contrats relatifs aux instruments AT1 de Crédit Suisse. Cette perte pour les détenteurs de titres AT1, couplée au recouvrement partiel des actionnaires de Crédit Suisse, a surpris les participants de marchés car elle s'oppose à la hiérarchie habituelle des créanciers. La supervision bancaire de la BCE, le Conseil de résolution unique et l'Autorité bancaire européenne, dans un communiqué commun du 20 mars, ont clarifié que, dans le cadre de résolution de l'Union européenne, les instruments de fonds propres de base sont les premiers à absorber les pertes et ce n'est qu'après l'utilisation intégrale de ces fonds qu'il serait nécessaire de déprécier les fonds propres additionnels de catégorie 1.

Après un début d'année 2023 marqué par une tendance haussière du prix des actions des banques de la zone euro, les turbulences du mois de mars ont engendré une baisse des prix accompagnée d'une volatilité accrue et d'une hausse des primes de *credit default swap* (CDS). Entre octobre 2022 et début mars 2023, les bons résultats des banques européennes et des perspectives économiques meilleures qu'anticipé ont favorisé une hausse des actions bancaires européennes. Les faillites de banques régionales américaines et la crise traversée par Crédit Suisse ont alimenté par contagion une volatilité élevée des actions et des *spreads* de CDS des banques européennes. Ces tensions se sont stabilisées depuis lors mais les cours de bourse des banques restent à des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient début mars 2023. Les indicateurs de valorisation des banques se maintiennent sur des niveaux historiquement faibles depuis leur baisse en 2022 (cf. graphique 1.6). Les tensions de mars 2023 n'ont pas eu d'effet très prononcé sur le *Cost of Equity*¹⁸ (CoE) des banques françaises. Pour autant, celui-ci reste à un niveau très élevé depuis le début de la guerre russe en Ukraine (cf. graphique 1.7). De plus, la divergence entre le CoE des banques et des entreprises non-financières au sein du CAC40 tend à s'accroître, ce qui indique que les investisseurs demandent une prime de risque supérieure pour détenir des actions bancaires.

¹⁷ Les **obligations** convertibles conditionnelles (**contingent convertible bonds** ou **CoCo bonds**) émises par les banques sont éligibles à la catégorie de fonds propres prudentiels **Additional Tier 1 (AT1)** lors qu'elles en respectent certains critères d'absorption des pertes. La convertibilité de ces instruments AT1 est conditionnée à un niveau de solvabilité : si un seuil prédéfini est franchi à la baisse, les CoCos sont converties en actions ou voient leur valeur nominale être partiellement en entièrement dépréciée. Pour les titres AT1 émis par des banques françaises, le mécanisme d'absorption majoritaire est une clause de dépréciation temporaire. Les titres AT1 émis par Crédit Suisse reposaient principalement sur un mécanisme permanent d'absorption des pertes Le marché des CoCo éligibles à la catégorie AT1 est évalué à environ 275 milliards de dollars.

¹⁸ Le **Cost of Equity (CoE)** est une mesure du coût des fonds propres d'une entreprise, estimée à partir du prix des actions de l'entreprise et des prévisions des analystes financiers sur les performances futures du titre. Le CoE correspond donc au taux de rendement demandé par les actionnaires, qui dépend des taux sans risque et de la prime de risque qu'ils exigent. Cette prime de risque est fonction du niveau d'aversion au risque global des investisseurs, de la dépendance de l'entreprise au contexte économique et financier et potentiellement du risque idiosyncratique de la firme.

Graphique 1.6: Évolution des price-earning ratios des banques (base 100 au 1^{er} janvier 2020)

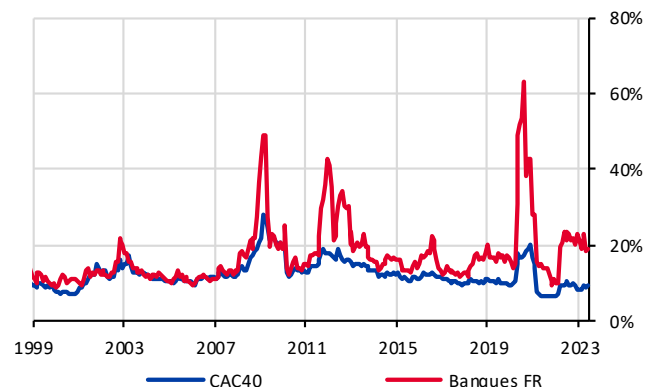
x : axe temporel / y : PER en indice base 100



Notes : les séries sont en indice base 100 au 1^{er} janvier 2020.
Sources : Datastream Refinitiv, IBES, calculs Banque de France

Graphique 1.7: CoE des banques françaises contre CoE du CAC40

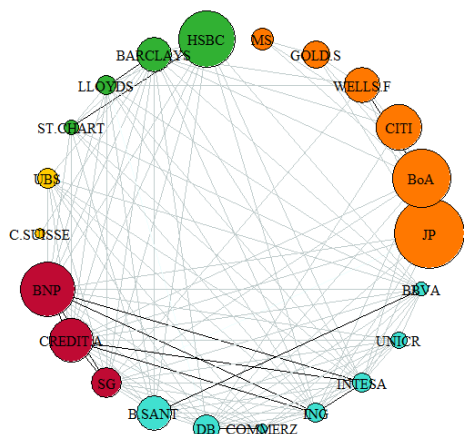
x : axe temporel / y : CoE en pourcentage



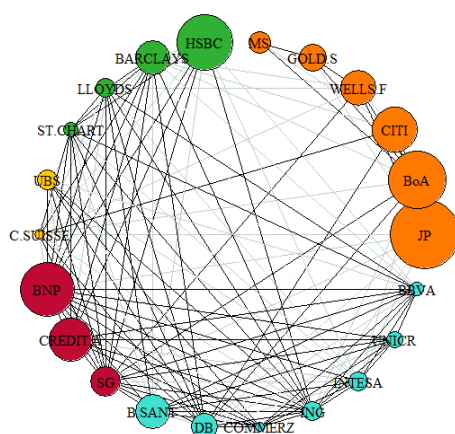
Notes : Les CoE représentés sont basés sur une moyenne pondérée par la capitalisation de marché des banques et des entreprises françaises.
Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Les effets de contagion liés aux tensions bancaires de mars 2023 sont visibles dans le renforcement de la structure des interdépendances entre les actions des principales banques systémiques européennes et américaines¹⁹. Le choc a donné lieu à une intensification des liens existants avant la crise (cf. graphique 1.8), et s’est traduit par une augmentation de la corrélation moyenne entre les actions bancaires de 0,56 à 0,73 (cf. graphique 1.9 ; les liens noirs représentent les coefficients de corrélation supérieurs à 0,70). La densité du réseau, définie comme le nombre de liens significatifs sur le nombre de liens possibles est passée de 51% à 57% depuis le stress de mars 2023. Ce renforcement est lié à l’apparition de nouveaux liens entre des banques mises en difficulté par la crise, notamment entre Crédit Suisse et certaines banques américaines. Un tel changement dans la structure des interdépendances entre les actions bancaires témoigne de l’émergence d’effets de contagion qui proviennent habituellement de phénomènes tels que le stress de marché, les comportements grégaires, la défiance des investisseurs ou l’aversion accrue pour le risque. Ces effets de contagion favorisent la propagation des chocs entre les actions bancaires, ce qui accroît le risque de correction des marchés.

Graphique 1.8: Réseau d’interconnexion bancaire de juillet 2021 à début mars 2023 (hors crise ukrainienne)



Graphique 1.9: Réseau d’interconnexion depuis le stress bancaire de mars 2023



Lecture : Chaque nœud représente une banque ; sa couleur est liée à sa domiciliation (orange : États-Unis ; vert : Royaume-Uni ; jaune : Suisse ; rouge : France ; bleu : reste de l’Europe) ; sa taille dépend des actifs totaux de la banque. Les liens noirs et gris indiquent que la corrélation est positive et significative au seuil de 0.01%, respectivement supérieure ou inférieure à 70%.

Notes : Variations de prix hebdomadaires entre juillet 2021 et 2023. La période allant de février 2022 à juin 2022, caractérisée par la crise ukrainienne, est exclue de l’analyse. La période de stress bancaire retenue débute mi-mars 2023 et s’étend jusqu’à fin mai 2023. Le modèle utilisé pour estimer les interdépendances et la contagion est détaillé dans le Bloc-Notes Éco n°270 : « La guerre en Ukraine renforce les interconnexions de marchés ».

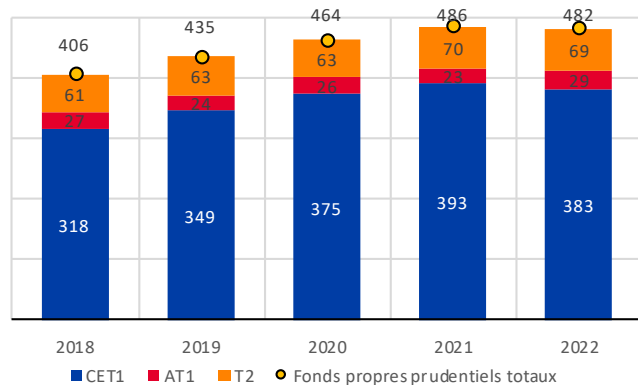
Sources : Refinitiv Datastream, calculs Banque de France

¹⁹ La méthodologie utilisée est décrite dans le Bloc-Notes Éco n°270 : « La guerre en Ukraine renforce les interconnexions de marchés »

Les conditions du rachat de Crédit Suisse ont entraîné d'importantes incertitudes sur le marché des AT1, en raison d'un bouleversement inattendu mais spécifique à la Suisse de la hiérarchie entre actionnaires et détenteurs d'AT1. Pour les banques européennes, l'encours total d'AT1 est de 255 milliards de dollars, dont 29 milliards pour les six principaux groupes bancaires français (6% des fonds propres prudentiels totaux). L'ensemble du marché des titres AT1 s'est fortement déprécié après l'annonce, le 19 mars 2023, des conditions du rachat de Crédit Suisse. Le communiqué commun des autorités européennes (CRU²⁰, ABE²¹ et MSU²²) et celui de la Banque d'Angleterre, rappelant la séniorité claire des détenteurs d'AT1 par rapport aux actionnaires dans leurs juridictions respectives, ont contribué à rassurer les investisseurs (cf. graphique 1.11). Dans ce contexte, les rendements des titres AT1 se sont stabilisés, mais à un niveau supérieur au niveau pré-crise. La stabilisation du marché devra être confirmée au cours des prochains mois.

Graphique 1.10: Composition des fonds propres prudentiels totaux des 6 principaux groupes bancaires français

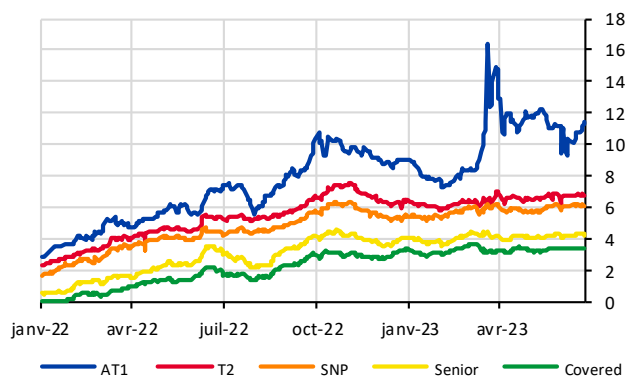
x : axe temporel / y : montants en milliards d'euros



Sources : États COREP, ACPR

Graphique 1.11: Rendements des titres AT1, T2, covered bonds et dette senior des banques françaises

x : axe temporel / y : pourcentage



Note : AT1 = Alternative Tier1 ; T2 = Tier2 ; SNP = Senior non preferred
Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Les banques françaises maintiennent un accès satisfaisant au financement de marché. Elles ont bénéficié de conditions favorables pour émettre un montant élevé de titres en janvier et février 2023. Les émissions ont ralenti à partir de mars 2023, mais restent comparables aux montants observés en 2022. À mi-mai, les six principaux groupes bancaires français avaient ainsi pu couvrir entre 60% et 80% de leurs programmes d'émissions pour 2023. Le coût de financement des banques a augmenté de manière importante depuis le début de 2022, en raison de la hausse des taux sans risques, mais s'est stabilisé en 2023. Les encours de *commercial papers*²³ émis par des banques françaises ont augmenté de 30 milliards d'euros au premier trimestre par rapport à fin 2022.

²⁰ Single Resolution Board (SRB) ou Conseil de résolution unique (CRU), autorité de résolution de l'Union bancaire européenne.

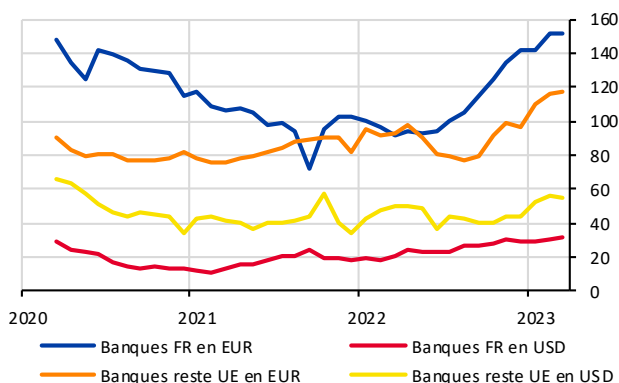
²¹ European Banking Authority (EBA) ou Autorité bancaire européenne (ABE), une des trois autorités de surveillance du système européen de supervision financière.

²² Mécanisme de surveillance unique (MSU), premier pilier de l'Union bancaire, il a pour ambition de surveiller les banques les plus importantes de la zone euro.

²³ Les *commercial papers* sont des titres de créances négociables émis par les banques, les autres entités financières, les entreprises et les entités publiques sur le marché monétaire.

Graphique 1.12: Encours bancaire français libellé en euros sur les marchés de commercial papers au T1 2023

x : axe temporel / y : milliards d'euros

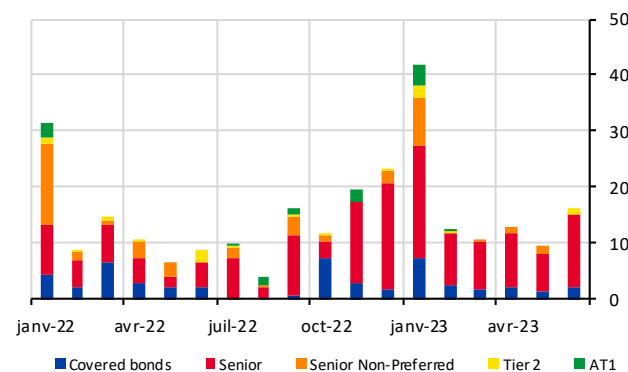


Lecture : encours total pour les marchés de NEU CP (Negotiable European Commercial Paper) et EURO CP (ECP/Londres)

Sources : Banque de France, CSDB

Graphique 1.13: Émissions obligataires des banques françaises

x : axe temporel / y : milliards d'euros



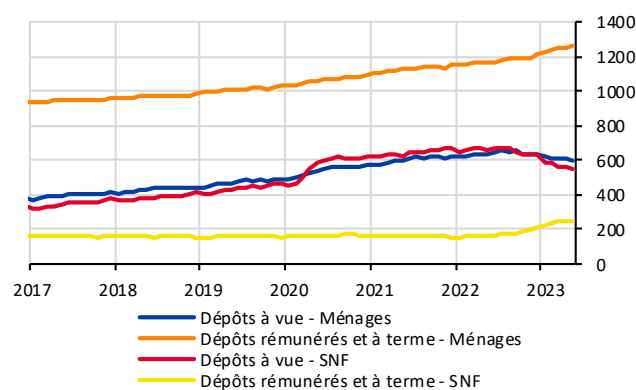
Note : Émissions de titres de dettes avec maturité initiale de plus d'un an

Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Les coûts de financement des banques liés aux dépôts des ménages et des SNF progressent sous l'effet d'une réallocation d'une partie des dépôts à vue vers des dépôts rémunérés. La part des dépôts à vue des ménages et des SNF dans le total des dépôts a progressé depuis 2012 dans un mouvement concomitant à la baisse du rendement des dépôts rémunérés. Alors que la transmission du relèvement des taux à la rémunération des dépôts à vue est limitée, l'augmentation de la rémunération des livrets réglementés et des dépôts à terme (DAT) est nettement plus forte. En conséquence, depuis mi-2022, l'encours des dépôts à vue non rémunérés a légèrement diminué au profit des dépôts rémunérés, ce qui accroît mécaniquement les coûts de financement des banques. L'ampleur de ces réallocations reste cependant limitée par rapport à l'ensemble des dépôts bancaires. Au total, l'encours de dépôts des ménages des six principaux groupes français progresse entre février 2022 et mai 2023 (+ 53 milliards d'euros à 1778 milliards d'euros) et ceux des SNF se réduisent légèrement (- 8 milliards d'euros à 706 milliards d'euros). **Les banques françaises continuent donc de bénéficier d'une structure de financement stable et diversifiée, entre financements de gros et dépôts de la clientèle de détail.** Les dépôts de détail et les financements de gros sécurisés représentent 58 % de la structure de financement.

Graphique 1.14: Analyse historique des encours de dépôts des ménages et des SNF

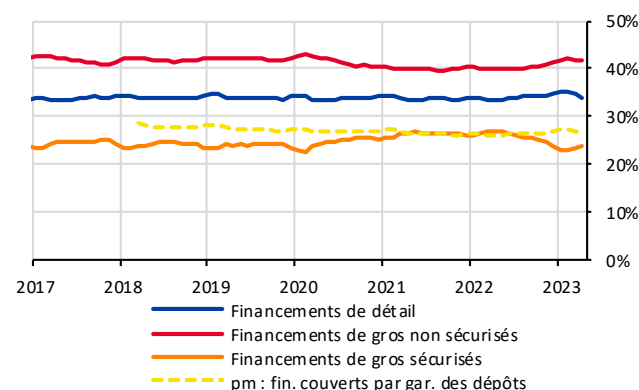
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : SDW

Graphique 1.15: Structure de financement des 6 principaux groupes français

x : axe temporel / y : ratio



Source : ACPR

Encadré 1.2 : Leçons des épisodes de mars 2023 pour la réglementation prudentielle et la résolution

Le cadre prudentiel a démontré son efficacité lors de la crise bancaire de mars.

Les faillites bancaires du premier trimestre 2023 ont eu des effets déstabilisateurs au-delà des canaux directs de contagion, et conduisent à s'interroger sur les angles morts éventuels des normes prudentielles internationales. Avant de s'engager toutefois dans des modifications de ces règles, il convient d'avoir une vision claire de ce qui est imputable dans les récentes crises, aux défaillances internes des établissements affectés, à une application insuffisante de ces règles et à une supervision insuffisamment rigoureuse, enfin à d'éventuelles failles réglementaires. À cet égard, en première analyse, les faillites bancaires du premier trimestre 2023 valident le choix fait en Europe d'appliquer les règles bâloises à toutes les banques, aussi petites soient-elles. En effet, si le cadre bâlois est appliqué à l'ensemble des banques européennes, seules 13 banques aux États-Unis y sont pleinement soumises²⁴. Ni la *Silicon Valley Bank* (SVB), ni la *First Republic Bank* (FRB) n'y étaient assujetties, et leurs faillites ont été pour partie causées par l'absence d'indicateurs pertinents de mesure du risque, en particulier de liquidité et de risque de taux du portefeuille bancaire, qui auraient pu alerter sur les vulnérabilités de ces établissements s'ils leur avaient été appliqués. La priorité réglementaire au niveau international doit ainsi être de veiller à l'application des standards à toutes les banques dont les interconnexions avec l'ensemble du système financier peuvent faire émerger un risque systémique en cas de difficultés. L'application d'approches réglementaires simplifiées devrait être soumise à la condition que ces dernières soient au moins aussi robustes que les règles standards, et restent cohérentes avec les principes bâlois fondamentaux (*Basel Core Principles*).

Un thème commun aux faillites récentes est, d'une part l'exposition au risque de taux dans le portefeuille bancaire, et d'autre part, la survenance de crises de liquidité d'une intensité et d'une rapidité inédites. En matière de surveillance du risque de liquidité, notamment, les événements récents appellent à réfléchir sur les hypothèses réglementaires concernant la fuite des dépôts – à l'ère de la numérisation, la question peut se poser d'une transformation du risque de liquidité encouru par les banques, et donc des ratios qui y sont attachés, compte tenu de l'accès en temps réel des clients à l'information ainsi qu'aux opérations sur comptes bancaires. Le ratio de liquidité à court terme, le *liquidity coverage ratio* (LCR) et le ratio de liquidité à plus long terme, le *net stable funding ratio* (NSFR) ont été établis pour vérifier respectivement la disponibilité de liquidités immédiates pour faire face à un choc sur trente jours, et la stabilité des financements à l'horizon d'un an. Ces exigences visent à garantir que les établissements gèrent de façon adéquate leur risque de liquidité. Elles sont complétées par des outils de supervision permettant un suivi plus détaillé du risque et un dialogue rigoureux entre banques et superviseurs. Les accords de Bâle III prévoient ainsi un contrôle du niveau de concentration des passifs, par produits et par contreparties – qui aurait été particulièrement utile dans le cas de SVB, dont un des problèmes était le niveau excessif de concentration des passifs. Avant de s'engager dans des modifications du cadre bâlois, il convient donc de s'assurer au préalable que ces outils – correctement utilisés – permettent d'ores et déjà au superviseur d'avoir une vision suffisamment fine et exhaustive des risques de chaque banque, en particulier pour ce qui concerne la liquidité. Une réponse à la crise pourrait être de renforcer et systématiser l'utilisation de ces outils de Pilier 2.

De même, s'agissant du risque de taux, le test réglementaire de mesure du risque de taux en valeur économique (EVE) prévu par Bâle aurait révélé la sensibilité excessive à la hausse des taux des banques défaillantes s'il avait été appliqué. En première analyse, le cadre réglementaire bâlois permet de gérer de façon satisfaisante le risque de taux, qui repose entre autres sur l'analyse comparative de la sensibilité des établissements à partir de scénarios de chocs de taux standardisés. Des travaux en profondeur sont cependant lancés au Comité de Bâle pour vérifier si des ajustements s'avèrent nécessaires compte tenu des événements récents.

²⁴En application de la logique du *tailoring*

Réflexions sur le cadre de résolution

Depuis la crise financière mondiale de 2008, les régulateurs ont cherché à renforcer leur capacité à faire face à des situations de défaillance bancaire en élaborant un cadre de résolution permettant de gérer les situations de ce type qui affecteraient les établissements les plus systémiques, tout en limitant le recours aux fonds publics. Ce cadre, en place depuis 2016 dans l'Union européenne avec l'entrée en vigueur de la directive sur le rétablissement et la résolution des banques (BRRD), a considérablement renforcé la résistance aux crises de solvabilité des grands groupes bancaires européens. Ainsi, ces groupes ont dû constituer des capacités d'absorption des pertes notables – plus importantes que leurs concurrents extra-européens. En outre, le législateur européen a institué un Fonds de résolution unique (FRU) financé par l'ensemble du secteur bancaire de l'Union, qui disposera cette année d'une capacité d'action de plus de 75 milliards d'euros.

Les épisodes récents de faillites bancaires soulignent toutefois l'importance de rendre la résolution plus opérationnelle et de faciliter son recours, afin de répondre à l'émergence de paniques bancaires plus rapides.

Tout d'abord, il faut pouvoir fournir un montant important de liquidités en période de crise. À cet effet, dans l'Union européenne, les sources de financement existantes doivent être complétées par un mécanisme d'apport de liquidités crédible, protecteur des deniers publics et prévisible pour l'ensemble des acteurs du marché, qui manque à l'heure actuelle. Un tel mécanisme pourrait impliquer l'Eurosystème.

Ensuite, les autorités doivent être davantage préparées à mobiliser l'ensemble des outils de résolution à leur disposition. Depuis 2016 et la mise en œuvre de la BRRD, l'accent a été mis sur la préparation à l'utilisation du renflouement interne, pierre angulaire de la résolution garantissant la juste mise à contribution des actionnaires et créanciers en cas de crise. Les épisodes de crises bancaires récentes confirment que les outils de transfert d'activité méritent d'être mobilisés en complément du renflouement interne.

Enfin, la résolution doit rester l'outil privilégié de gestion des crises pour limiter l'aléa moral, protéger les déposants et éviter l'engagement de fonds publics. Ces standards internationaux, applicables aux grands groupes systémiques, garantissent une approche cohérente par les autorités en cas de crises. Davantage de banques, y compris les banques de petite et moyenne taille, devraient faire l'objet de mesures de préparation et de planification de la résolution, avec un niveau d'exigence comparable à celui demandé aux grands groupes. Cela permettrait de mieux anticiper et préparer des transferts d'activité de banques en crise et de taille limitée vers des banques saines, et de leur assurer ainsi une sortie du marché cohérente et sans heurt. La constitution d'une capacité d'absorption des pertes pour ces banques, qui leur serait alors imposée, permettrait aussi une meilleure protection de leurs déposants. Au niveau de l'Union, la proposition de la Commission relative à un cadre révisé pour la gestion des crises et l'assurance des dépôts (CMDI) vise cet objectif en proposant d'élargir le champ de la résolution.

Les banques françaises se sont montrées résilientes face aux risques de taux, de liquidité et de crédit, depuis 2022.

Les six grands groupes bancaires français²⁵ ont affiché de solides performances financières en 2022. Leurs revenus ont augmenté, avec un produit net bancaire, sur le périmètre comptable, historiquement élevé de 168 milliards d'euros (+5,3% par rapport à 2021) tandis que les frais de gestion restaient maîtrisés, d'un niveau cohérent avec la croissance de l'activité et de l'inflation. Cette combinaison a maintenu l'efficacité opérationnelle, mesurée par le coefficient d'exploitation, à 66,4%.

Si le coût du risque de ces six groupes progresse (+21,8%), essentiellement du fait du provisionnement des encours sains, il reste à des niveaux historiquement bas (26 points de base). *In fine*, le résultat d'exploitation courant augmente de 1,7% (à 46 milliards d'euros), mais, grevé d'éléments exceptionnels comme les cessions d'actifs à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le résultat net total de ces six groupes baisse de 11% (à 29,5 milliards d'euros). Retraité de ces éléments exceptionnels, le résultat net augmenterait de 2,6% (à 34 milliards d'euros). La rentabilité diminue bien que cela ne reflète pas les bonnes performances opérationnelles des groupes : le rendement des capitaux propres (*return on equity* (RoE)) s'inscrit en repli de 0,7 point de pourcentage à 6,4 %, lié en raison de la

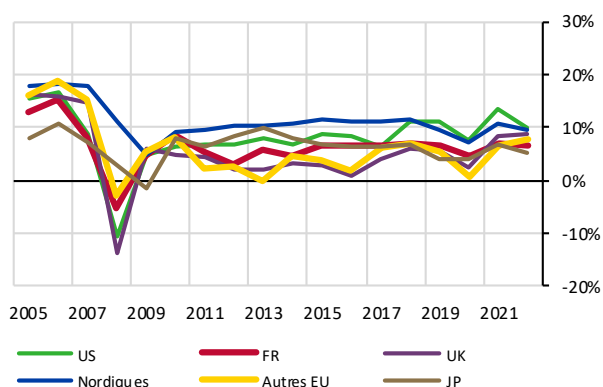
²⁵ BNPP, Société Générale, Groupe Crédit Agricole, BPCE, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale.

baisse du rendement moyen des actifs (*return on assets* (RoA)), qui passe de 0,37 % à 0,32 %. Le RoE des banques françaises est comparable à celui des banques japonaises et du reste de l'Europe, tandis que les banques américaines et nordiques continuent à dégager une rentabilité des capitaux propres nettement plus élevée.

Les données financières communiquées par les quatre principaux groupes bancaires français²⁶ sur leurs résultats au premier trimestre 2023 sont contrastées. Les banques maintiennent un haut niveau de résultat net (+ 43,9 %; accru par une plus-value de cession exceptionnelle), mais le résultat brut d'exploitation baisse de 13,9 % par rapport au premier trimestre 2022 tandis que le coût du risque diminue de 27,1 %. Le RoA (annualisé) augmente de 0,14 point à 0,41 %, alors que le RoE (annualisé) passe de 5,5 % au premier trimestre 2022 à 7,6 % au premier trimestre 2023.

Graphique 1.16: Évolution du RoE – comparaison internationale

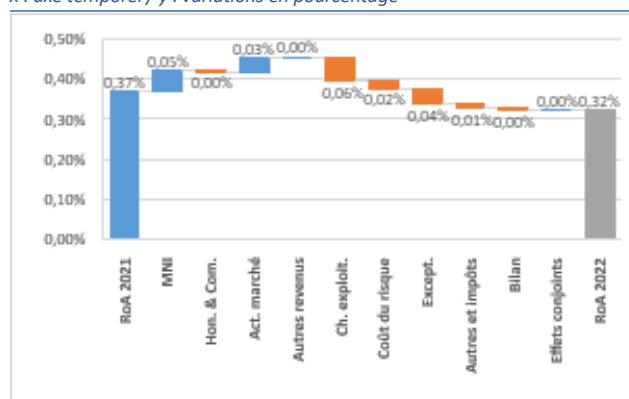
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 1.17: Facteurs explicatifs RoA

x : axe temporel / y : variations en pourcentage



Source : ACPR

La marge nette d'intérêts (MNI), qui reflète les revenus des six principales banques françaises liés au niveau des taux d'intérêt, a progressé de 7,2% en 2022, à 77,3 milliards d'euros, bénéficiant de la hausse des taux plus rapide à leur actif qu'à leur passif. La MNI dans banques françaises rapportée au total de bilan progresse légèrement en 2022 (+4 points de base à 0,78%), mais de façon moins rapide que dans les autres pays européens (+19 points de base à 1,42%). À court terme, le renchérissement rapide du coût de certains passifs (dépôts réglementés et à terme, nouvelles émissions de titres) et d'une baisse en volume des nouveaux crédits pourraient freiner la progression de la MNI mais, à moyen terme, les banques devraient bénéficier de cette hausse des taux d'intérêt.

Les banques françaises, comme l'ensemble des banques de l'Union européenne, sont soumises à la norme bâloise qui encadre le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire. Cette norme prévoit notamment des mesures d'impact sur la MNI prévisionnelle et la valeur économique des fonds propres (EVE) face à différents scénarios d'évolution des taux d'intérêt, en particulier des chocs parallèles de +/- 200 points des base (pbs). En cas d'une diminution de l'EVE dépassant 15 % de la valeur des fonds propres CET1, les autorités compétentes peuvent définir des mesures de supervision renforcées. Cette métrique intègre les effets des stratégies de couverture de même que les moins-values latentes des portefeuilles au coût amorti. À fin mars 2023, les seuils d'alerte ne sont dépassés pour aucune des six grandes banques. Une hausse parallèle des taux de 200 bps aurait pour effet d'augmenter la MNI prévisionnelle (+ 6,1 %), mais viendrait en revanche diminuer l'EVE (- 8 %).

Les moins-values latentes des portefeuilles de titres de créances sont faibles par rapport au montant des fonds propres. Le montant de ces portefeuilles s'élève à environ 785 milliards d'euros au premier trimestre 2023, soit 9,2% du bilan des six grandes banques françaises :

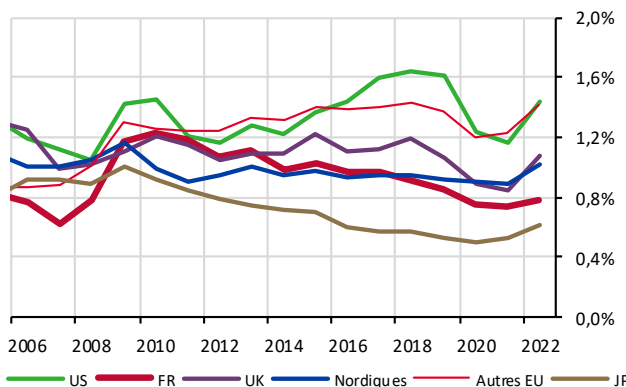
- 27% sont enregistrés à la juste valeur par résultats (FV PL) : la question des moins-values latentes ne se pose donc pas, les variations de valorisation étant enregistrées directement en résultat ;
- 30% sont enregistrés à la juste valeur par capitaux propres (FV OCI) : les moins-values latentes liées à la hausse des taux affectent donc les capitaux propres et sont prises en compte dans les ratios réglementaires. Fin 2022, l'impact s'élevait à - 5,3 milliards d'euros et représentait - 1,4 % de fonds propres CET1 ;

²⁶ BNPP, Société Générale, Groupe Crédit Agricole et BPCE étant les seuls groupes à publier des résultats infra semestriels.

- 43% sont enregistrés au coût amorti : fin 2022, les moins-values latentes sur ces portefeuilles restent contenues. Elles s'élèvent à -8,4 milliards d'euros, soit 2,2% de fonds propres *Common Equity Tier 1* CET1, et leur matérialisation immédiate entraîneraient une baisse limitée à 33 pbs du ratio CET1 agrégé si elles affectaient directement les fonds propres (cf. graphique 1.19).

Graphique 1.18: Évolution de la marge nette d'intérêts (MNI) totale des 6 plus grands établissements français par trimestre (en milliards d'euros)

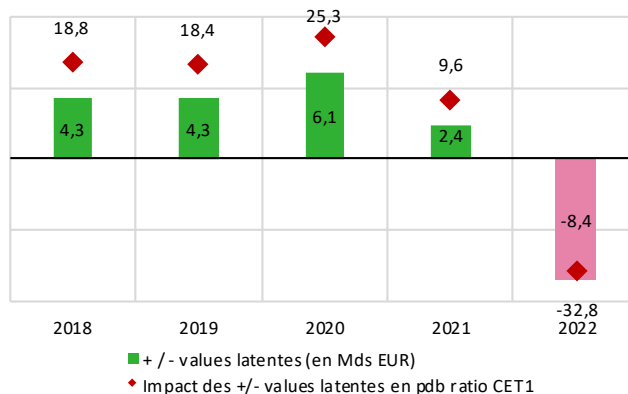
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : ACPR

Graphique 1.19: Impact qu'aurait la prise en compte des plus ou moins-values latentes (PMVL) sur les titres de dette comptabilisés au coût amorti sur le ratio CET1 agrégé

x : axe temporel / y : PMVL en milliards d'euros et impact en pbs ratio CET1



Source : ACPR

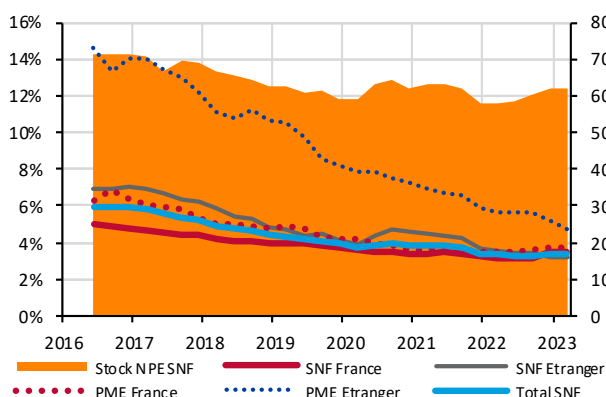
Après un second semestre 2022 de stabilisation, les indicateurs de qualité des actifs ne montrent pas de signe de dégradation importante au premier trimestre 2023. Les taux des expositions non performantes (*Non Performing Exposures* (NPE)) sont de 3,35 % pour les SNF, proches du minimum historique, et de 2 % pour les ménages. Les encours affichant une nette augmentation du risque de crédit (niveau 2 IFRS9) représentent 8,3 % du total, avec une baisse marquée pour les encours des SNF (12,1 %) quand la part des encours en niveau 2 des ménages atteint 9 %. Les banques ont ajusté à la baisse les scénarios économiques utilisés dans leur modèle de provisionnement, reflétant ainsi les incertitudes macro-économiques de fin d'année. Après être légèrement remonté en 2022, le coût du risque annualisé s'établit à son plus bas historique fin mars 2023 à 18 pbs.

Le taux de provisionnement est en légère baisse à 1,52 % au total, tiré par la baisse du provisionnement des encours non performants à 47,5 %. Cette baisse du provisionnement des encours non performants s'explique par un double effet : un moindre besoin de provisionnement lorsque ce sont des encours liés à des prêts garantis par l'État (PGE) qui deviennent non performants (la garantie d'État prend en charge la majeure partie (entre 70 % et 90 %)), et un rajeunissement du stock de prêts.

Parmi les classes d'actifs les plus risquées faisant l'objet d'une attention rapprochée, les expositions vis-à-vis des entreprises recourant à l'effet de levier (*leveraged finance*) sont stables, avec 203 milliards au quatrième trimestre 2022, soit 11 % du portefeuille de prêts aux SNF. Les conditions d'octroi de ce type de prêts restent marquées par des clauses restrictives (*covenants*) insuffisantes. Le taux de NPE des expositions à effet de levier est en hausse à 5,5 %. De leur côté, les expositions à l'immobilier commercial progressent de 6,7 % à 267 milliards d'euros, soit 3,3 % du total de bilan, avec un taux de NPE au plus bas, à 2 %.

Graphique 1.20: NPE et taux de NPE sur les SNF par zone géographique

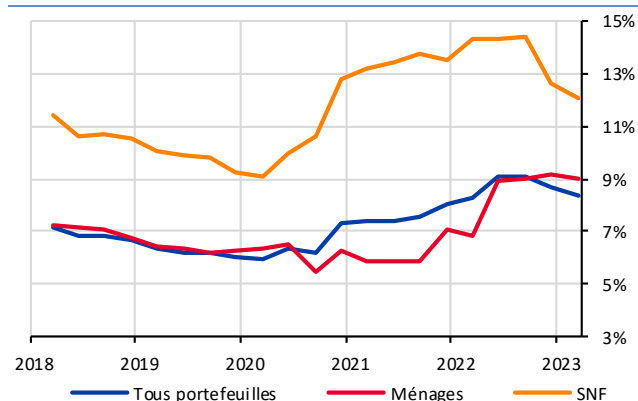
x : axe temporel / y gauche : pourcentage ; y droite : montant en milliards d'euros



Note : Non Performing Exposures (NPE), ou expositions non performantes. Lorsque les remboursements des créances demeurent impayés durant une période prolongée (3 mois ou plus) ou présentent un risque significatif de non-remboursement, les expositions sont considérées comme non performantes. Source : ACPR

Graphique 1.21: Évolution de la part des créances en niveau 2 IFRS9

x : axe temporel / y : pourcentage



Note : les créances de niveau 2 IFRS correspondent aux créances dont la qualité de crédit s'est significativement détériorée, sans qu'aucun événement de crédit n'ait été observé. Source : ACPR

Les banques françaises continuent d'afficher des niveaux élevés de solvabilité et de liquidité.

Le système bancaire français dispose de fondamentaux solides : une situation prudentielle en solvabilité et en liquidité bien au-dessus des exigences réglementaires, une diversification de leurs bases de dépôts et des programmes de financement 2023 déjà bien avancés.

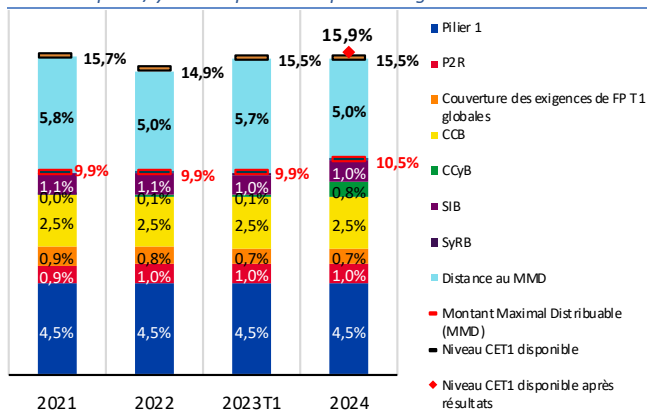
Ces atouts permettent aux six principaux groupes bancaires français de maintenir des ratios moyens de liquidité largement au-dessus de l'exigence minimale de 100 % s'agissant tant du ratio à court terme (*liquidity coverage ratio* (LCR)) que du ratio de financement stable (*net stable funding ratio* (NSFR)) à fin mars 2023. À cette date, sur un an, le LCR moyen sur douze mois diminue de 6,1 points à 146,5 %, tandis que le NSFR se replie de 4,3 points à 115,1 %, sous l'effet notamment du raccourcissement de la maturité résiduelle des opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO III). Les banques françaises indiquent avoir anticipé la réduction progressive des liquidités excédentaires liées aux opérations de TLTRO dans leurs programmes de financement et sont en mesure de couvrir d'éventuels besoins de liquidité par des instruments « défensifs » comme les obligations sécurisées (*covered bonds*). La réduction du recours au refinancement de l'Eurosystème a en effet libéré une partie des actifs des banques françaises : leur ratio d'actifs grevés a baissé de 2,5 points à fin mars 2023 par rapport à fin mars 2022, tandis que la part grevée des actifs éligibles en banque centrale a diminué de 6,0 points pour revenir à son plus bas niveau de 2016 (33 %), renforçant leur capacité à mobiliser leurs actifs et obtenir des liquidités supplémentaires.

Les ratios de solvabilité des six principaux groupes bancaires français sont largement au-dessus des exigences réglementaires : leur ratio *Common Equity Tier 1* (CET1) excède de 567 pbs les exigences règlementaires, atteignant 15,55 % à fin mars 2023, en hausse sur un an de 70 bps, sous l'effet d'une hausse des fonds propres CET1 (+ 3,5 %) combinée à une baisse des actifs pondérés par les risques (*risk-weighted assets* (RWA) ; - 1,2 %). Le ratio de levier²⁷ moyen des six principaux groupes bancaires français s'élève à 5,0 % à fin mars 2023, stable sur un an : la hausse des fonds propres au premier trimestre (+ 5,5 %) compensant celle des expositions de levier (+ 5,4 %), en raison de la fin, depuis le 1^{er} avril 2022, de l'exemption temporaire des dépôts auprès de l'Eurosystème dans le calcul du ratio de levier s'ajoutant à la progression des bilans. Enfin, les exigences en matière de ratios de capacité totale d'absorption des pertes sont respectées (ratios *total loss absorbing capacity* (TLAC) et *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* (MREL)).

²⁷ Le ratio de levier rapporte les fonds propres « Tier 1 » à une mesure des expositions (non-pondérée du risque, contrairement aux ratios de solvabilité) prenant en compte le bilan et les engagements de hors-bilan.

Graphique 1.22: Décomposition du ratio de solvabilité CET1 et marge

x : axe temporel / y : décomposition en pourcentage



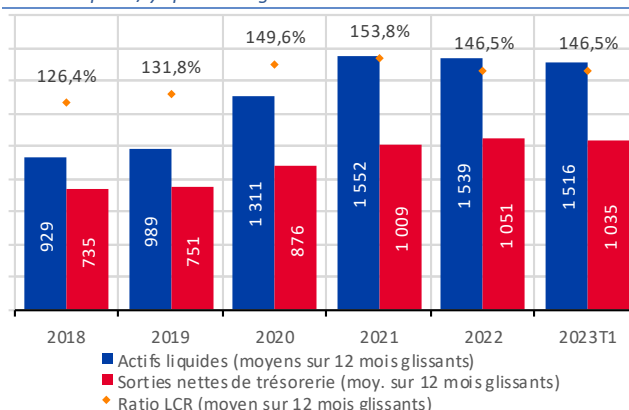
Notes : MMD : Montant Maximal Distribuible (en rouge). Projections pour 2024 : niveau CET 1 disponible après résultats de 15,86% ; les exigences sont réalisées à niveaux de fonds propres et RWA constants à mars 2023.

Lecture : Des restrictions s'appliquent aux distributions discrétionnaires comme les dividendes si le seuil de Montant Maximal Distribuible n'est pas respecté.

Source : ACPR

Graphique 1.23: Évolution du ratio LCR agrégé des 6 principaux groupes bancaires français

x : axe temporel / y : pourcentage et montants en milliards d'euros



Source : ACPR

1.3 Les organismes d'assurance ont une structure bilancielle solide mais doivent s'adapter au nouvel environnement de taux d'intérêt.

Le ratio de couverture moyen des assureurs français reste important mais ces derniers demeurent exposés aux conséquences de l'inflation et de la hausse des taux sur leurs activités.

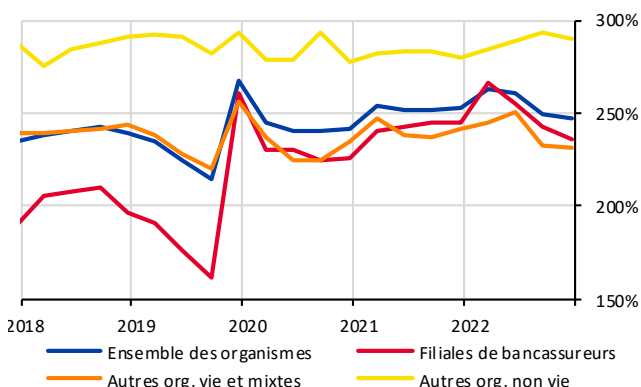
Les exigences réglementaires en capital du secteur de l'assurance sont largement couvertes malgré une disparité importante selon les organismes. Dans leur ensemble, les assureurs disposent d'un niveau de fonds propres éligibles supérieur aux exigences en capital²⁸ et présentent à fin 2022 un ratio de couverture de 247 % (cf. graphique 1.24). La hausse des taux a contribué à diminuer les passifs des assureurs, en particulier par l'intermédiaire du mécanisme de l'actualisation des flux utilisé pour le calcul de la meilleure estimation des provisions techniques (*best estimate*)²⁹. Les organismes ont toutefois dû provisionner un risque de rachat plus élevé, ce qui a pu engendrer une augmentation des engagements. Les disparités entre assureurs restent significatives, notamment en fonction du type d'activité (vie, non-vie, mixte, réassurance, bancassurance). De fait, 25 % des organismes affichent un ratio inférieur à 170 % et 25 % un ratio supérieur à 300 %. Les autres organismes non vie ont notamment un ratio moyen de 290 % tandis que les filiales de bancassureurs affichent des taux moins élevés.

²⁸ L'exigence en capital est le capital nécessaire pour absorber les chocs provoqués par les risques majeurs. À fin 2022, elle est de 180 milliards d'euros en agrégé.

²⁹ Pour calculer le BE, les assureurs somment des flux actualisés, c'est-à-dire des flux dont les montants sont divisés par des taux sans risque fournis par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA). Mécaniquement, si les taux montent, les flux sont alors divisés par un dénominateur plus élevé et in fine les montants des flux diminuent.

Graphique 1.24: Taux de couverture du capital de solvabilité requis

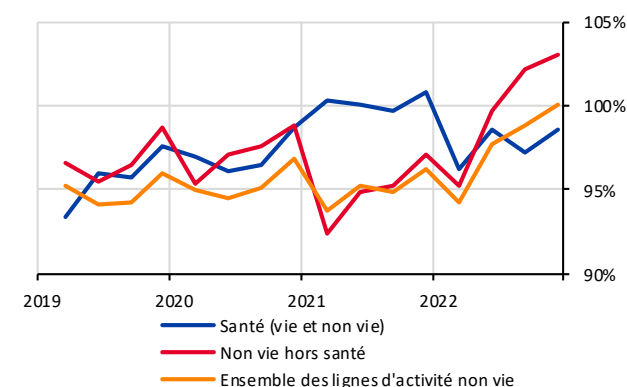
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 1.25: Ratios combinés au 31 décembre 2022

x : axe temporel / y : pourcentage

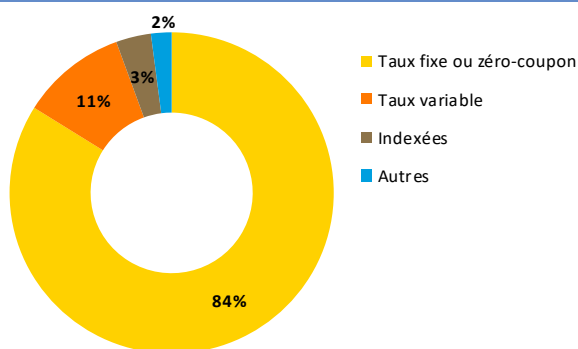


Source : ACPR

Les conséquences de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt sont variables selon les activités et les organismes. L'inflation a surtout des effets pour les assureurs non-vie offrant des garanties à long terme, en particulier l'activité construction, la couverture de la responsabilité civile générale, ainsi que la prévoyance. Pour ceux-ci, l'inflation peut peser pendant plusieurs années sur le coût des prestations à servir : celles-ci peuvent s'échelonnent sur plusieurs années et les tarifs ne sont pas toujours révisés annuellement. Ces activités sont exposées à une hausse des coûts des sinistres et des frais qui, rapportés aux primes, sont généralement inférieurs à 100 %, permettant d'assurer une rentabilité technique positive, mais qui peuvent progresser au-dessus de 100 % sous l'effet de sinistres plus nombreux ou de l'inflation. En 2022, ces ratios combinés ont augmenté significativement en assurance non-vie (hors santé) jusqu'à atteindre 103 % au quatrième trimestre, niveau nettement supérieur à la moyenne de long terme (cf. graphique 1.25). Le contexte inflationniste agit également sur les rendements relatifs des actifs : les rendements des actions, des organismes de placements collectifs et de l'immobilier peuvent évoluer en fonction du niveau de l'inflation mais les revenus des actifs obligataires sont fixes dans la grande majorité des cas.

Graphique 1.26: Ventilation du portefeuille obligataire des assureurs, en % de l'ensemble des placements obligataires, au 31 décembre 2022

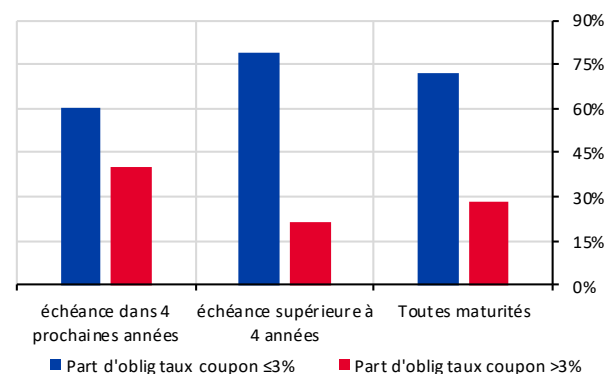
Répartition du portefeuille obligataire total en fonction du type d'obligations, défini selon la nature du taux proposé.



Champ : après mise en transparence des OPC. Source : ACPR

Graphique 1.27: Part d'obligations avec un taux coupon supérieur à 3% et maturité résiduelle des portefeuilles obligataires à fin 2022

x : maturité exprimée en années / y : portefeuille obligataire agrégé total décomposé en pourcentage selon la maturité résiduelle et le taux coupon des obligations.



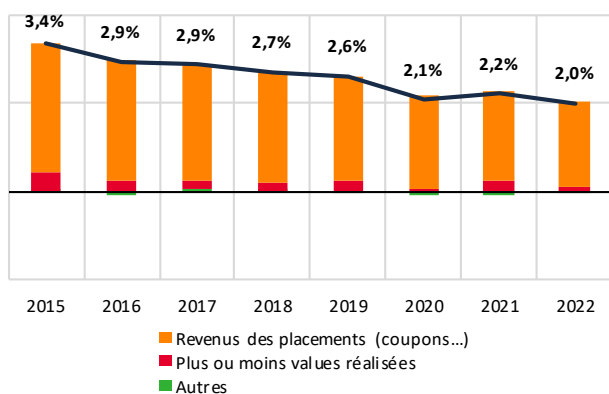
Note : Le portefeuille obligataire total des assureurs peut être réparti de la façon suivante : quelle que soit leur maturité résiduelle, 72% des obligations ont un taux coupon inférieur à 3% et 28% des obligations ont un taux coupon supérieur à 3%. Source : ACPR

Les assureurs disposent des ressources financières suffisantes pour honorer leurs engagements malgré l'inertie des rendements de leur actif et la revalorisation rapide des taux servis aux clients.

La tendance à la baisse des taux d'intérêt des dernières années a exercé une pression sur les revenus financiers des assureurs, notamment les coupons obligataires. Les obligations représentent près de 60 % des placements des assureurs³⁰ (21 % d'obligations souveraines, 25 % d'obligations du secteur financier et 11 % d'obligations de sociétés non financières) (cf. graphique 1.29). Le taux moyen de rendement de l'actif est en baisse quasi continue depuis plusieurs années et a atteint 2,0 % en 2022. Malgré la hausse des taux d'intérêt en 2022, la partie récurrente du taux de rendement de l'actif des assureurs a en particulier poursuivi sa baisse pour atteindre moins de 2 %, sous l'effet du remplacement d'obligations anciennes à rendements élevés par des obligations moins bien rémunérées. Les assureurs conservent dans leurs portefeuilles des obligations à rendement élevé acquises avant la période de taux bas mais leur part diminue progressivement. Ainsi, fin 2022, 28 % des placements obligataires ont un taux de coupon supérieur à 3 %, et parmi les placements obligataires arrivant à échéance dans les 4 prochaines années, 40 % ont un taux de coupon supérieur à 3 % (voir Graphique 1.27), contre 45 % fin 2021, 54 % fin 2020 et 60 % fin 2019. En outre, l'évolution contrastée des marchés financiers a limité la réalisation de plus-values (qui ont représenté 0,1 point de rendement contre 0,25 en 2022) (cf. graphique 1.28).

Graphique 1.28: Indicateurs de vulnérabilité des assurances: évolution du taux de rendement de l'actif (TRA)

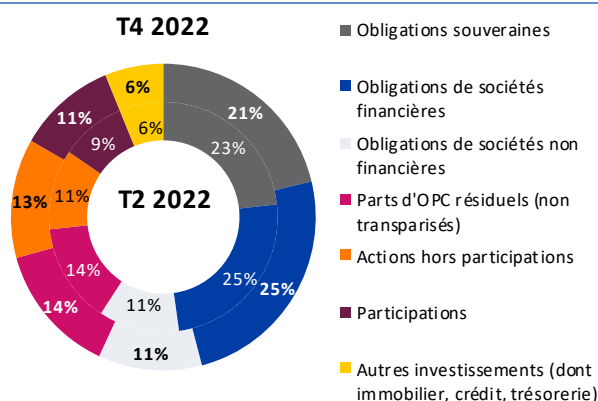
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 1.29: Structure de l'actif des assureurs au T4 2022

Répartition du portefeuille total des assureurs en fonction du type d'actifs



Source : ACPR

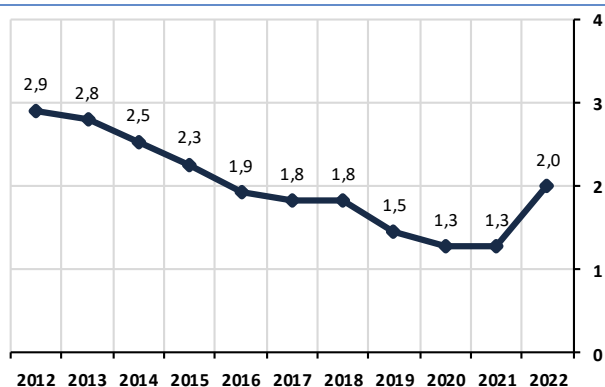
De même que la hausse rapide des taux observée depuis fin 2021, la revalorisation des contrats individuels d'assurance vie est remontée significativement en 2022 à 2 %, contre 1,3 % en 2021 (cf. graphique 1.30). Cette remontée fait suite à une tendance à la baisse de 0,2% par an entre 2012 et 2020. Elle a été en partie financée par la provision pour participation aux bénéfices (PPB), qui représente fin 2022 un peu plus de 5 % des provisions techniques³¹. L'effet de la remontée des taux sur les assureurs sera très différent selon leur trajectoire. Une stabilisation des taux longs aux alentours de 3 % permettrait aux assureurs de maintenir le taux de revalorisation et la rentabilité à un niveau satisfaisant à moyen terme, en mobilisant la provision pour participation aux bénéfices, et de réinvestir dans des actifs plus rémunérateurs à l'échéance de leurs anciens placements.

³⁰ Après mise en transparence des actifs des organismes de placement collectif (OPC)

³¹ 5,4% d'après les premières statistiques disponibles

Graphique 1.30: Taux de revalorisation des contrats en euros

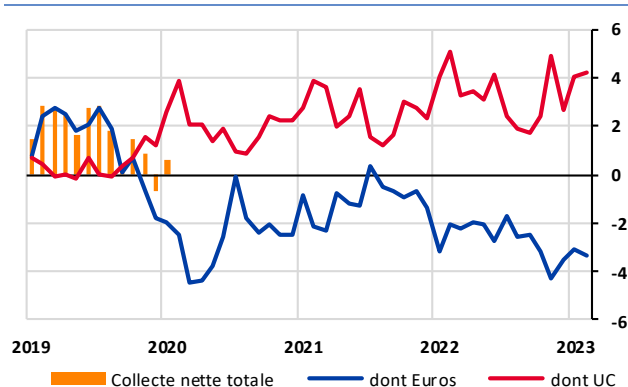
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 1.31: Collecte nette d'assurance vie

x : axe temporel / y : milliards d'euros

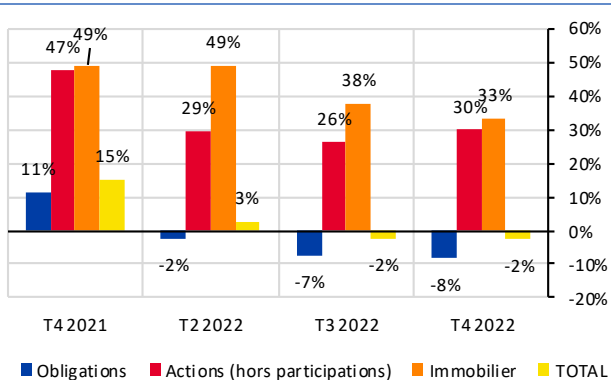


Source : ACPR

Une nouvelle hausse rapide des taux d'intérêt exposerait davantage les assureurs au risque d'une hausse des rachats s'ils ne pouvaient offrir des rendements attractifs, du fait de l'inertie des revenus de leurs placements. Compte tenu de leurs réserves de liquidité et de leurs actifs encore en plus-values, les assureurs ne seraient néanmoins contraints de vendre des actifs en moins-value que dans des scénarios à faible probabilité. À la fin de l'année 2022, les obligations étaient en effet en situation de moins-value latente de l'ordre de 8 % en moyenne, mais des plus-values latentes étaient toujours constatées sur les actions et l'immobilier et le taux de liquidité des assurances reste élevé (cf. graphique 1.32). La remontée des taux ne s'est pas traduite par une décollecte nette sur l'assurance vie. De fait, pour compenser l'érosion de la rémunération des fonds euros, les assureurs ont favorisé ces dernières années la souscription de supports unités de compte (UC) dont le risque de marché est supporté essentiellement par les épargnants. Ainsi, les supports en euros ont enregistré une décollecte quasi continue depuis la fin de l'année 2019 mais les supports en unités de compte affichaient une collecte nette positive sur l'ensemble de cette période (cf. graphique 1.31). La collecte brute s'est encore élevée à 132 milliards en 2022 (contre 138 milliards en 2021) et le taux de rachats moyen du marché est resté contenu en 2022 à 4,6 %, en raison notamment de l'incitation fiscale à limiter les sorties lors des huit premières années du contrat. Toutefois, au premier trimestre 2023, les rachats sur l'ensemble des supports sont repartis à la hausse (5,7 %), avec un niveau non atteint depuis 10 ans (cf. graphique 1.33), ce qui amène les assureurs à être vigilants.

Graphique 1.32: Taux de plus ou moins-values latentes

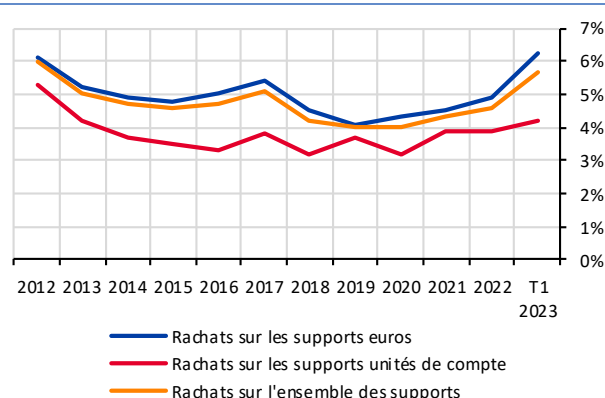
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 1.33: Taux de rachats de contrats d'assurance vie

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

1.4 Certaines catégories d'institutions financières non-bancaires présentent des vulnérabilités face à la remontée des taux et la volatilité des marchés.

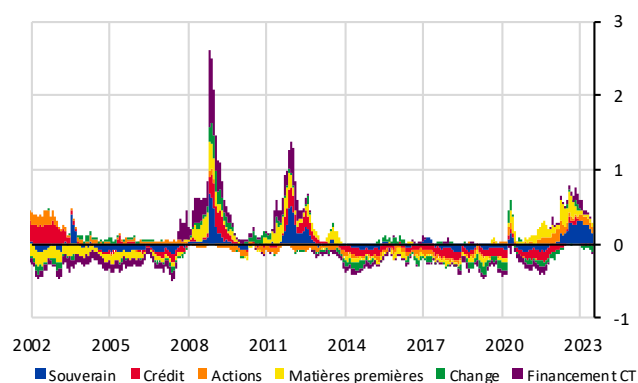
À fin 2021, les actifs détenus par des institutions financières non-bancaires (*non-bank financial institutions*, NBFi) représentent près de la moitié du total d'actifs financiers détenus au niveau mondial et un tiers au niveau français. Selon les estimations du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB), les différents secteurs des NBFi représentent 49 % du total de 486 600 milliards de dollars d'actifs financiers détenus au niveau mondial³², avec des volumes en croissance moyenne de 6,6 % entre 2016 et 2021. Ces détentions sont réparties entre les fonds de pension (9 %), les assurances (8 %) et les autres institutions financières³³ (32 %). Au niveau de la zone euro, le total d'actifs financiers est estimé à 110 700 milliards de dollars. 36% sont détenus par des banques et 51 % par les secteurs des NBFi (9 % par les assurances, 3 % par les fonds de pension et 39 % par les autres institutions financières). En France, l'activité des NBFi est relativement moins importante et la part des banques est prépondérante (56% sur un total d'actifs de 22 000 milliards de dollars). Par ailleurs, en France, la part des assurances est relativement plus importante que dans le reste de la zone euro et celle des autres institutions financières plus faible (16 % chacun). Selon les estimations du FSB, la part d'actifs financiers détenus par des institutions non-bancaires, comme les fonds d'investissement ouverts, exposées à des risques bancaires (intermédiation de crédit, transformation de maturité et de liquidité) atteint 67 800 milliards de dollars au niveau mondial et 1 680 milliards au niveau français.

Le risque d'une correction désordonnée sur les marchés persiste.

Depuis octobre 2022, les tensions sur les marchés financiers se sont progressivement normalisées, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis. Les tensions bancaires n'ont pas produit d'effet de contagion significatif vers les autres secteurs. Ainsi, l'indicateur composite de stress de marché³⁴ (cf. graphiques 1.34 et 1.35) a poursuivi son mouvement de détente engagé depuis fin octobre 2022 sous l'effet notamment de la baisse des prix des matières premières et d'un apaisement des tensions liées à la rareté du collatéral. Les marchés obligataires ont connu un pic de volatilité en mars 2023 à la suite de la crise bancaire et de la réévaluation des anticipations de marché sur la trajectoire de politique monétaire. La volatilité implicite des marchés actions est restée à des niveaux modérés, soulignant la faible contagion intrasectorielle des chocs subis par le secteur bancaire nord-américain.

Graphique 1.34: Indicateur composite de stress de marché en France

x : axe temporel / y : z-score

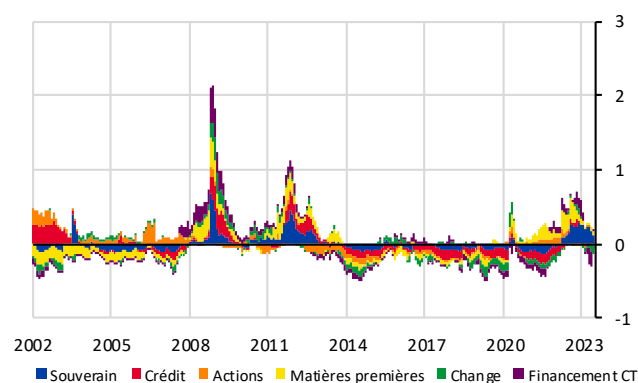


Notes : Indicateur composite de stress de marché calculé sur la base de sous-indices Souverain, Actions, Crédit, Change, Matières premières et Financement court-terme.

Sources : ICE, Bloomberg, SFT-DS, Banque de France

Graphique 1.35: Indicateur composite de stress de marché en Europe

x : axe temporel / y : z-score



Notes : Indicateur composite de stress de marché calculé sur la base de sous-indices Souverain, Actions, Crédit, Change, Matières premières et Financement court-terme.

Sources : ICE, Bloomberg, SFT-DS, Banque de France

Les indicateurs de valorisation des actions françaises, toujours en net repli par rapport à fin 2021, progressent en début d'année. Le ratio CAPE (*cyclically adjusted price-to-earnings ratio*)³⁵ moyen du CAC40 a dépassé celui du

³² Montants obtenus par le FSB à partir de 28 juridictions à fin 2021.

³³ Les autres institutions financières représentent les institutions financières hors banques, assurances, fonds de pension et institutions publiques.

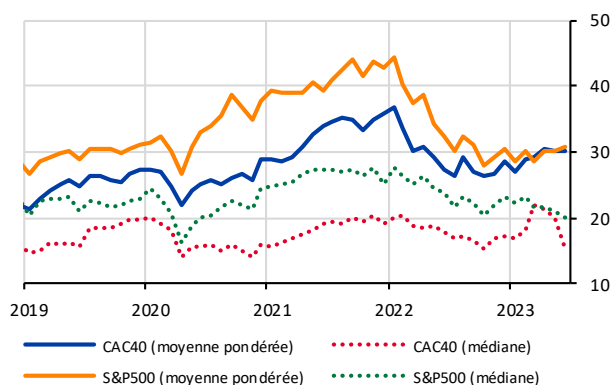
³⁴ L'indicateur de stress de marché est présenté dans le Bloc-Notes Eco n°318 : « Des marchés en voie de normalisation en 2023 après des épisodes de stress en 2022 »

³⁵ *Cyclically adjusted price-to-earnings ratio* : calculé en divisant la capitalisation boursière par la moyenne du résultat net, ici sur cinq ans, ajusté de l'inflation.

S&P500 à partir de mars 2023, une première depuis 2007. Au 1^{er} mai 2023, il était de 30,7 (contre 35,8 en décembre 2021), porté par les secteurs de la consommation discrétionnaire (notamment le luxe) et de la technologie. Néanmoins, face à la remontée des taux de marché des obligations souveraines, le rendement relatif des actions est en baisse, atteignant un plus bas niveau depuis 2008. En dépit d'une légère hausse depuis février, la prime de risque actions réclamée par les investisseurs ressort à un niveau historiquement faible, indiquant que le marché actions reste vulnérable à une hausse soudaine de l'aversion au risque des investisseurs. Le risque de correction sur le marché actions reste donc élevé.

Graphique 1.36: Les CAPE ratio du CAC40 a dépassé celui du S&P500 depuis mars 2023

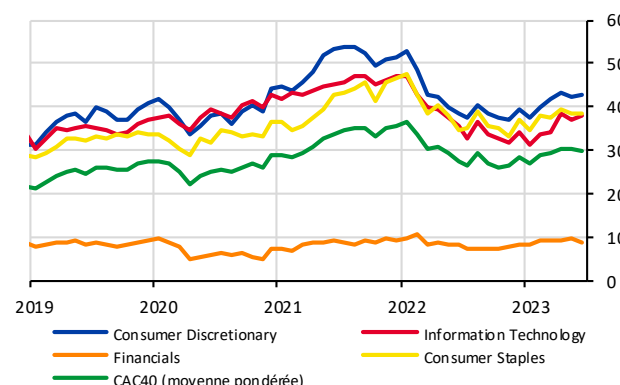
x : axe temporel / y : CAPE ratio



Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Graphique 1.37: La progression du CAPE ratio du CAC40 est portée par certains secteurs

x : axe temporel / y : CAPE ratio



Sources : Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Après une forte hausse des rendements obligataires en 2022, les rendements moyens observés sur la dette de marché des entreprises françaises affichent une relative stabilité entre décembre 2022 et mai 2023, aussi bien sur le segment des titres cotés *investment grade* (IG) que sur celui des titres cotés *high yield* (HY). Les *spreads* de crédit ont nettement reflué par rapport à leur pic du second semestre 2022, mais restent au-dessus des niveaux qui prévalaient avant le début de la guerre russe en Ukraine et du relèvement des taux directeurs, ce qui contraste avec le niveau historiquement bas des primes de risque sur les actions. Ces niveaux de *spreads* de crédit contribuent à la hausse des coûts de financement, en particulier pour le secteur HY (+50 points de base entre décembre 2021 et mai 2023 pour le *spread* HY, +10 points de base pour le *spread* IG). Dans ce contexte les émissions primaires de dette de catégorie *HY* restent en retrait depuis fin 2021. Les coûts de transaction sur le marché obligataire se sont dégradés en réponse à la forte volatilité, contribuant à détériorer la liquidité de marché. Ce phénomène s'observe également sur les marchés de dette souveraine, aux États-Unis et dans la zone euro.

Graphique 1.38: *Spread* de crédit des obligations d'entreprises françaises

x : axe temporel / y : en points de base



Sources : Refinitiv Eikon, Banque de France

Graphique 1.39: Indice d'illiquidité de la dette souveraine française

x : axe temporel / y : indice Bloomberg



Notes : L'indice de liquidité des titres d'État mesure l'écart entre les rendements observés et les rendements attendus par un modèle de juste valeur. Plus l'indice est élevé, plus la liquidité est détériorée.

Sources : Bloomberg. Indices GVLQ. Indice de liquidité des titres d'État

Encadré 1.3 : Le rôle des marchés de CDS

Les *credit default swaps* (CDS) sont des produits dérivés permettant d'acquérir ou de vendre une assurance contre le risque de défaut d'un émetteur. Cet émetteur peut être une entreprise, une institution financière ou un état. Le marché des CDS agrège trois motifs d'échange : i) couverture contre le défaut d'un émetteur par l'achat de CDS, ii) spéculation pour prendre du risque par la vente ou l'achat – parfois à nu – de CDS et enfin iii) arbitrage de l'écart de prix entre obligations et CDS. Les CDS peuvent être écrits sur un seul émetteur, *single-name*, ou bien sur un panier d'émetteurs. On parle alors d'indices de CDS. Les indices les plus courants sont les indices européens et américains référençant les CDS les plus liquides sur entreprises, les Itraxx et CDX.NA.

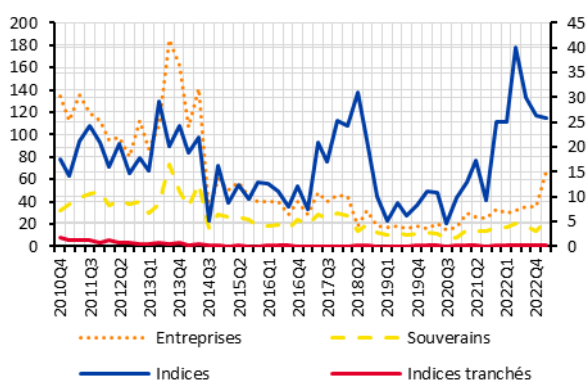
Au niveau mondial, le marché des CDS est dominé par les indices depuis la crise financière de 2008. Alors que les CDS *single-name* sur entreprises représentaient encore 30 milliards de dollars de volumes journaliers échangés au T4 2010 (cf. graphique 1.40), ils ne représentent plus que 7,9 milliards de dollars au T4 2022. Dans le même temps les volumes journaliers sur indices de CDS sont passés de 78,4 à 117,0 milliards de dollars. Les échanges de CDS sur souverains ont diminué depuis la crise des dettes souveraines européennes, passant de 16,5 à 3,2 milliards de dollars entre le T3 2013 et le T4 2022.

En France, la présence des CDS *single-name* dans les positions brutes des investisseurs français est plus forte. Bien que les indices restent prépondérants (2002 milliards d'euros au T1 2023, cf. graphique 1.41), les investisseurs français semblent échanger relativement plus de CDS *single name* (714 milliards d'euros) que leurs homologues mondiaux. De plus, les CDS *single-name* représentent environ la moitié des positions nettes des investisseurs français (cf. graphique 1.42), les contreparties françaises étant vendeuses de CDS *single-name* et d'indices à hauteur de 21 et 60 milliards d'euros au premier trimestre 2023. Ainsi, ces CDS restent primordiaux car ils entraînent quasiment autant de transfert de risque de crédit que les indices entre investisseurs.

La liquidité du marché des CDS *single-name* est faible (neuf transactions par jour en moyenne sur Deutsche Bank au T4 2022 selon DTCC) ; bien qu'elle soit supérieure à celle des obligations sous-jacentes. L'épisode de stress sur Deutsche Bank a montré combien les signaux prix sur les marchés actions, dette et CDS peuvent être corrélés.

Graphique 1.40: Volumes journaliers moyen de CDS par type de sous-jacent, périmètre mondial

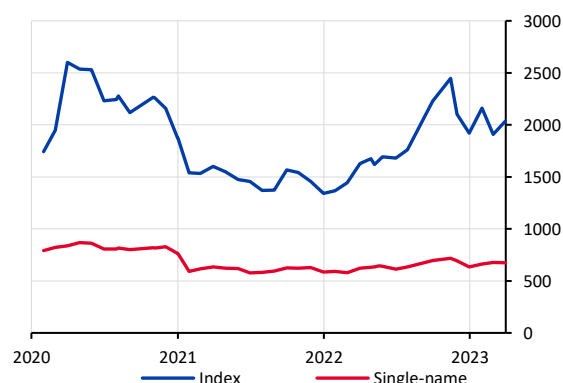
x : axe temporel / y : milliards de dollars, indices (axe de gauche), entreprises et souverains (axe de droite)



Notes : volumes journaliers moyen, périmètre mondial
Sources : DTCC volumes journaliers moyen, Trade Information Warehouse reports DTCC

Graphique 1.41: Positions brutes des investisseurs FR sur CDS par type de sous-jacent

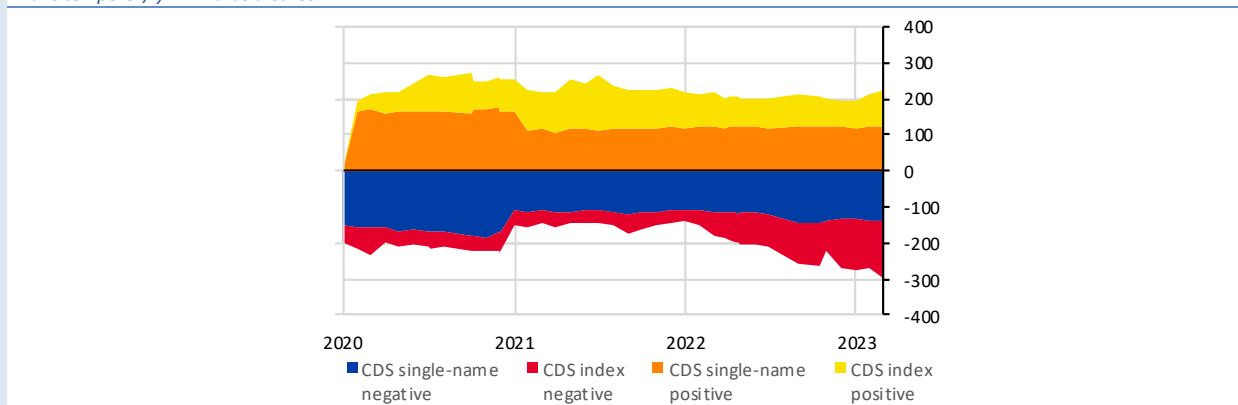
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Notes : Périmètre France. Positions brutes des investisseurs FR sur CDS par type de sous-jacent (single-name et index). La baisse des positions observée entre 2020 et 2021 est potentiellement due à la sortie des filiales UK d'investisseurs FR qui devaient faire partie du périmètre de DTCC.
Sources : DTCC, calculs Banque de France

Graphique 1.42: Positions nettes des investisseurs FR sur CDS par type de sous-jacent

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Champ : Périmètre France

Notes : les positions nettes sont sommées sur l'ensemble des investisseurs et produits. Elles sont séparées par signe (positif ou négatif) afin de mieux refléter le montant de risque acheté ou vendu par les investisseurs français. Le graphique distingue les positions par type de sous-jacent (single-name ou indice). Le calcul des positions nettes exclut celles de LCH Sa.

Sources : DTCC, calculs Banque de France

Certains fonds d'investissement restent sensiblement exposés au risque de liquidité.

Les fonds d'investissement sont exposés à différents risques en cas de tensions sur les marchés financiers, notamment lorsqu'ils sont caractérisés par de faibles réserves de liquidité ou lorsqu'ils ont recours au levier. À la suite d'un choc sur les marchés financiers, les fonds d'investissement peuvent être confrontés à d'importantes sorties de capitaux et/ou à des appels de marge. En 2022, ces mouvements sont restés ordonnés pour les fonds d'investissement français. Les rachats ont été limités pour les fonds obligataires et sont restés proches de la normale pour les fonds actions. En cas de tensions, la réponse à des besoins de liquidité peut conduire à des comportements procycliques potentiellement déstabilisateurs comme des ventes forcées qui amplifient les mouvements de volatilité sur certains segments de marché. Les fonds communs de placement obligataires et monétaires, qui offrent typiquement une liquidité quotidienne aux investisseurs pour le rachat de leurs parts, sont particulièrement exposés à ce type de risque et peuvent l'exacerber lorsqu'ils allouent une proportion importante de leurs portefeuilles à des actifs peu liquides. Ces risques peuvent néanmoins être atténués par l'utilisation effective d'outils de gestion de liquidité (*liquidity management tools*, LMT) dans les fonds d'investissement (recommandations du Conseil de stabilité financière, 2017³⁶). Malgré une progression du déploiement des LMT, il reste encore à ce jour une marge de progression importante afin que les outils de gestion de liquidité deviennent un standard de marché pour les fonds d'investissement français³⁷.

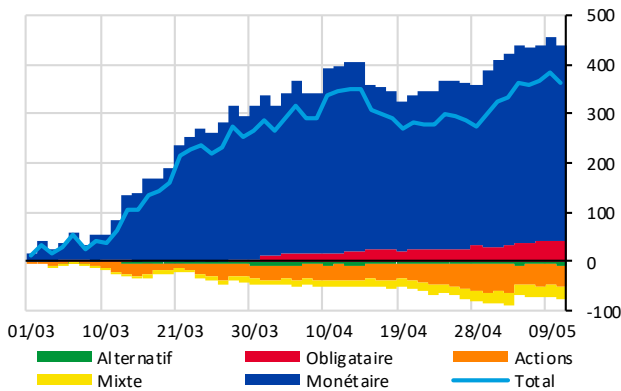
Les tensions bancaires récentes se sont matérialisées par des transferts importants des fonds monétaires en dollars investis sur de la dette privée vers des fonds monétaires en dollars investis sur de la dette publique. Ce phénomène est associé à une accélération des sorties de dépôts des banques régionales américaines après la faillite de SVB. Les fonds monétaires européens de dette publique libellés en dollars (principalement domiciliés au Luxembourg et en Irlande) ont ainsi enregistré 24 milliards d'euros de flux entrants entre le 1^{er} mars et le 12 avril, soit une augmentation de 34 % de l'actif sous gestion. Les investisseurs ont également augmenté leurs détentions de fonds monétaires de dette privée libellés en euros, majoritairement investis en titres de dette bancaire.

³⁶ <https://www.fsb.org/2017/01/fsb-publishes-policy-recommendations-to-address-structural-vulnerabilities-from-asset-management-activities/>

³⁷ Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français : vision dynamique depuis 2017 et actualisation à mi-2021 | Banque de France (banque-france.fr)

Graphique 1.43: Flux cumulés par type de fonds

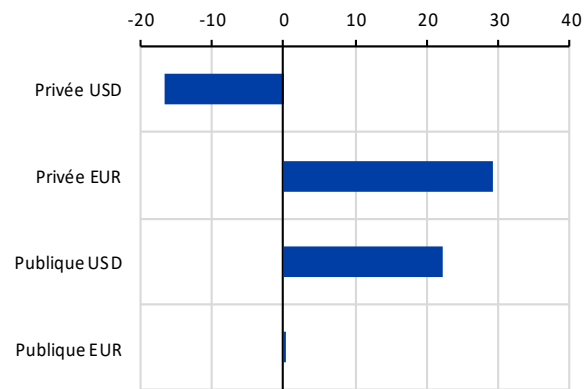
x : axe temporel / y : flux cumulés depuis le 1^{er} Mars 2023 en milliards d'euros



Note : Flux sur les fonds domiciliés dans plus de 83 pays.
Sources : Lipper, calculs Banque de France

Graphique 1.44: Flux sur les fonds monétaires domiciliés en Europe entre le 1^{er} Mars et le 12 Avril

x : milliards d'euros / y : Type de fonds monétaire

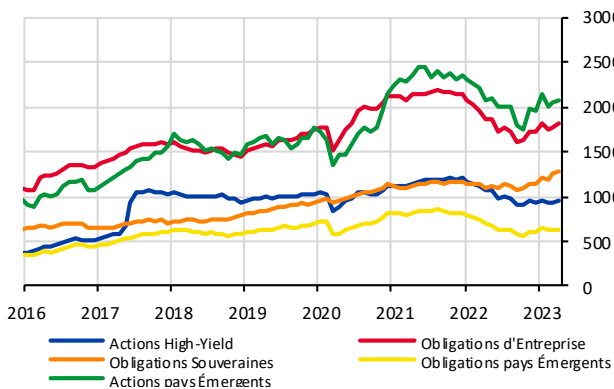


Note : Fonds monétaires classés par devise d'émission et par type de dette détenue à l'actif.
Sources : Lipper, calculs Banque de France

Dans un environnement caractérisé par la remontée rapide des taux d'intérêt, certains fonds d'investissement, notamment obligataires et monétaires, sont exposés à un risque d'illiquidité de leur portefeuille. L'environnement de taux bas a incité les investisseurs à rechercher des rendements élevés et à investir dans certains segments moins liquides, notamment sur les fonds obligataires à haut rendement et émergents qui représentent dans le monde respectivement 900 et 600 milliards d'euros d'actifs sous gestion en 2022. Or, la liquidité des marchés obligataires s'est détériorée depuis 2022. Ainsi, pour les fonds français, le *bid-ask spread* moyen des actifs détenus s'est légèrement dégradé, notamment en raison de la hausse de ce *spread* sur le segment *high-yield*.

Graphique 1.45: Pendant la période de taux bas, forte progression des actifs sous gestion de certains fonds investissant dans des segments illiquides

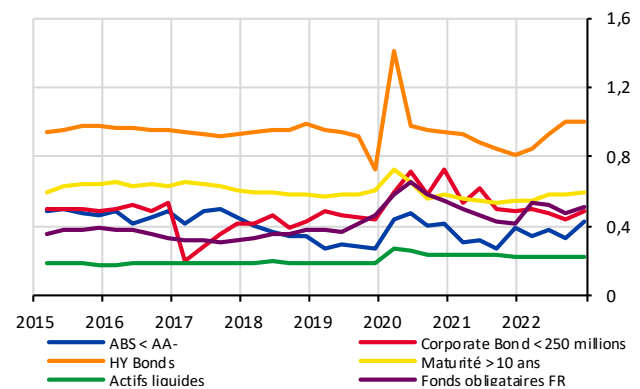
x : axe temporel / y : actifs net sous gestion en milliards d'euros



Notes : Fonds ouverts, domiciliés dans plus de 70 pays. Les catégories ne sont pas mutuellement exclusives.
Sources : EPFR, calculs Banque de France

Graphique 1.46: Dégradation du *bid-ask spread* moyen des actifs détenus par les fonds obligataires français

x : axe temporel / y : pourcentage de prix

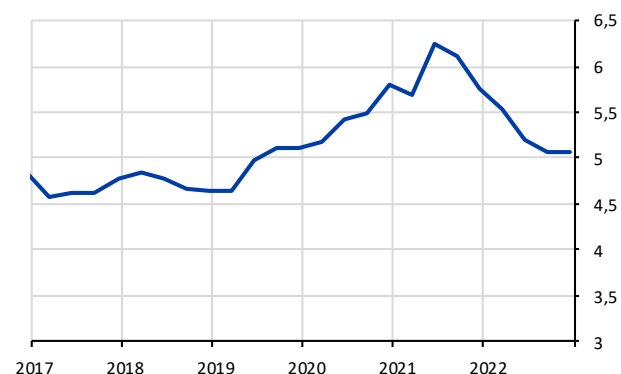


Notes : Les actifs analysés sont ceux détenus par les OPC domiciliés en France. L'écart entre le bid et le ask est exprimé en pourcentage de l'ask. Le *Bid-Ask spread* des fonds obligataires français (violet) correspond à la moyenne pondérée par l'encours des *bid-ask* des portefeuilles.
Sources : OPC, CSDB, Refinitiv, calculs Banque de France

Les fonds d'investissement restent vulnérables à une remontée des taux d'intérêt en raison d'une durée élevée accumulée au cours des dernières années impliquant une forte baisse de la valorisation de leur actif en cas de hausse des taux. Les fonds pourraient être soumis également à un risque de liquidité accru du fait de demandes de rachat des investisseurs. En effet, malgré un repli de la durée moyenne des fonds obligataires français au cours de l'année 2022 (passée de 6,2 à 5,1, celle-ci reste supérieure à la moyenne sur la période 2016-2019 (4,7 ; cf. graphique 1.47). De plus, la notation moyenne des portefeuilles des fonds obligataires français s'est dégradée entre 2020 et fin 2021. Malgré une certaine normalisation en 2022 caractérisée par une augmentation de la part des actifs de bonne qualité dans les portefeuilles des fonds, la probabilité de défaut des actifs détenus par les fonds obligataires français reste supérieure à la moyenne entre 2015 et 2020 (3,5 % contre 2,5 %).

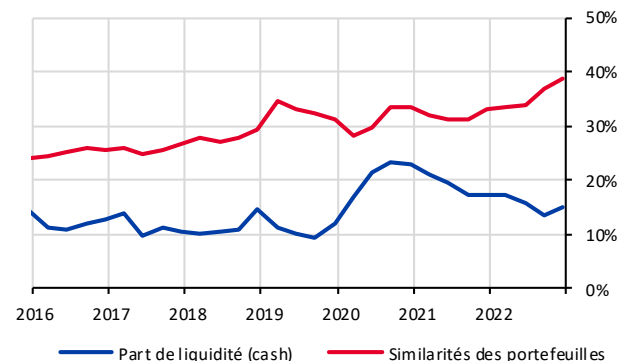
Par ailleurs, la vulnérabilité des fonds monétaires, un segment également très exposé au risque de liquidité, s'est accrue au cours des dernières années. Les portefeuilles des fonds monétaires apparaissent de plus en plus similaires (39 % d'actifs en commun au niveau émetteur en moyenne en décembre 2022 contre 25 % en 2016 ; cf. graphique 1.48), ce qui réduit le potentiel de diversification entre les fonds pour les investisseurs et expose les fonds monétaires et les actifs dans lesquels ils sont investis à des chocs simultanés de décollecte. Les fonds monétaires étant largement investis sur des marchés peu liquides, tels que des papiers commerciaux, un mouvement de vente massif par ces fonds peut avoir un impact marqué sur le prix des marchés sous-jacents et conduire à une crise de liquidité. De plus, alors que les fonds monétaires français avaient renforcé leurs coussins de liquidité post-crise Covid-19, le pourcentage de liquidité des fonds a diminué en 2021 et en 2022 pour retrouver leur niveau d'avant-crise (cf. graphique 1.48). Néanmoins, les fonds monétaires français de forme standard répercutent immédiatement les pertes de portefeuille sur leur valeur liquidative. Ceci limite l'effet de falaise (cliff effect) pouvant survenir sur d'autres types de fonds en cas de déviation de la valeur liquidative supérieure à un certain seuil et qui peut avoir pour conséquence d'accélérer les rachats³⁸.

Graphique 1.47: La durée des fonds est en baisse, ce qui rend la valorisation des fonds moins sensible à un choc de taux supplémentaire
x : axe temporel / y : durée



Sources : OPC titres, CSDB, calculs: Banque de France

Graphique 1.48: Liquidité des fonds monétaires français et similarités des portefeuilles³⁹
x : axe temporel / y : pourcentage



Note : le coussin de liquidité est estimé à partir du champ des dépôts et des prêts, y compris les dépôts placés par les MMF dans les établissements de crédit.

Sources : OPC, CSDB, calculs Banque de France

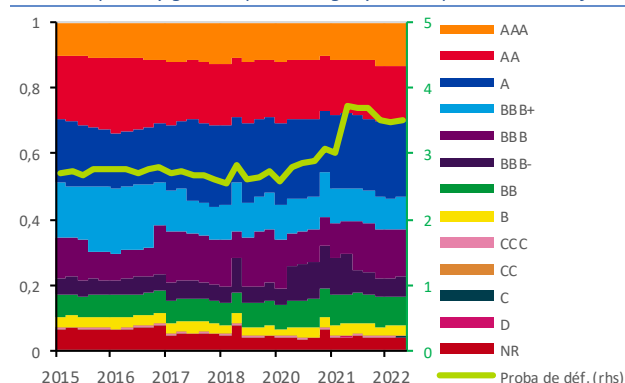
³⁸ En Europe, les fonds à valeur liquidative variable de faible volatilité (LVNAV) répercutent les pertes sur la valeur liquidative qu'en cas de déviation supérieure à 20 points de base. Voir [Vulnerabilities in money market funds \(ESMA, 2021\)](#)

³⁹ Le taux de similarité entre les portefeuilles capte les expositions communes et indique le risque que les portefeuilles évoluent dans la même direction en cas de choc. Pour chaque paire de fonds, le nombre de composants (par émetteur) similaires entre les portefeuilles des deux fonds est calculé (divisé par le nombre moyen d'actifs dans les portefeuilles des deux fonds). Le niveau affiché est la moyenne pour l'ensemble des paires de fonds, pondérée par les actifs sous gestion de chaque paire de fonds.

La résilience d'un fonds, et sa capacité à faire face à un épisode de stress de liquidité, dépendent également de la composition de son passif (cf. graphique 1.50), les investisseurs pouvant avoir des comportements différents en fonction de leurs profils, en cas de choc adverse. Il apparaît que les parts de fonds investis dans des titres de dette sont plus fortement intermédiées par les assureurs dans le cas de la France (28 % des détentions) que la moyenne de la zone euro. Cela peut constituer un facteur de résilience dans la mesure où ces investisseurs ont traditionnellement un comportement relativement stable. Les investisseurs hors zone-euro restent les principaux détenteurs de parts (44 % en agrégé, 38 % pour la France). Ces détentions sont probablement plus sensibles au contexte macroéconomique d'ensemble et donc potentiellement plus volatiles. Enfin, un nombre non négligeable de fonds (33,4 %) ont un passif très concentré sur un même secteur d'investisseurs (plus de 80 % de la valeur du fonds). Un retournement de marché affectant le secteur détenteur peut être source de vulnérabilité pour ces fonds.

Graphique 1.49: Le risque de crédit des fonds obligataires français reste élevé malgré une baisse au cours des derniers mois

x : axe temporel / y gauche : pourcentage ; y droite : probabilité de défaut

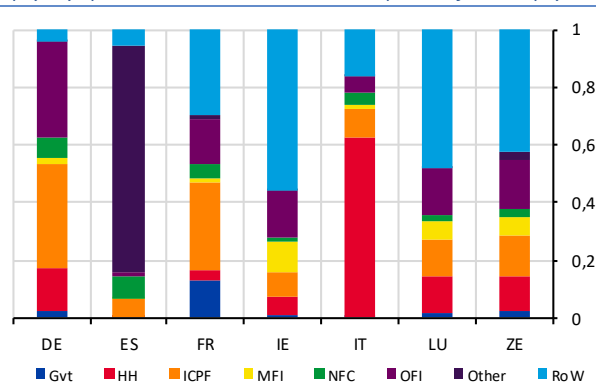


Notes : Données portant sur les fonds obligataires français. Les notations sont issues de CSDB ou, si indisponibles, correspondent à une moyenne des notations S&P, Moody's et Fitch.

Sources : OPC, CSDB, Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Graphique 1.50: Décomposition du passif des fonds de dette européens entre secteurs détenteurs⁴⁰

x : pays / y : poids du secteur détenteur dans les parts de fonds du pays



Champ : Gvt: souverain, HH : ménages, ICPF : compagnies d'assurance et fonds de pension, MFI : banques et fonds monétaires, NFC : entreprises non financières, OFI : fonds d'investissement et autres institutions financières, RoW : reste du monde (inclus Euro système)

Sources : SHS-S, CSDB

Le marché des cryptoactifs reste très volatil.

La capitalisation de marché des cryptoactifs est en hausse de 48% depuis début 2023 avec une valorisation de 1 180 milliards de dollars au 25 juin 2023 (soit environ un tiers du maximum observé en novembre 2021 à plus de 3 000 milliards de dollars ; en comparaison, les marchés action mondiaux dépassaient les 93 000 milliards de valorisation en 2020⁴¹). La hausse de valorisation des cryptoactifs est majoritairement alimentée par la hausse du Bitcoin, qui représente près de 50% de la capitalisation totale du marché et dont la valorisation est en hausse de 85% depuis le début de l'année (cf. graphique 1.51).

Les faillites de banques régionales ont fortement affecté l'écosystème des cryptoactifs, et vice-versa. En raison d'une perte de confiance dans les cryptoactifs consécutive à la faillite de FTX, Silvergate, la banque californienne pionnière des services en cryptoactifs, a annoncé début janvier 2023 avoir subi une baisse d'environ 68% de ses dépôts. Ces difficultés se sont prolongées et Silvergate a annoncé début mars 2023 sa liquidation volontaire, faisant chuter le cours de son action et celui de nombreux cryptoactifs (cf. encadré 1.1). SVB et Signature Bank, qui ont déclaré faillite quelques jours plus tard, détenaient notamment des dépôts d'acteurs en cryptoactifs. C'est le cas de l'USDCoin (USDC) qui a subi une perte de parité avec le dollar les 11 et 12 mars car 3,3 milliards de dollars d'adossés permettant de soutenir sa parité étaient déposés chez SVB (voir Graphique 1.52). Les effets de contagion se sont rapidement étendus au « stablecoin » décentralisé DAI, lequel a également perdu sa parité avec le dollar puisque sa réserve est largement constituée d'USDC. L'annonce par les autorités de la décision de garantir l'ensemble des dépôts placés auprès de SVB et Signature Bank a rassuré les investisseurs et stabilisé le marché

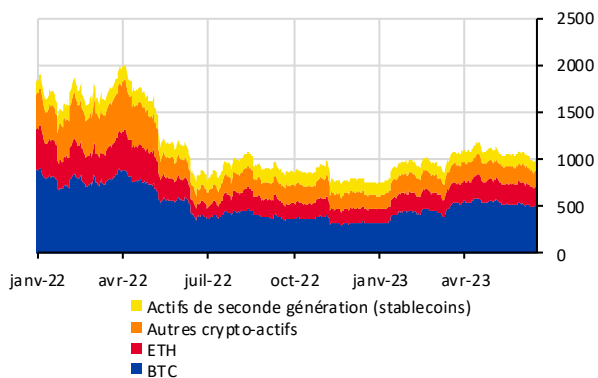
⁴⁰ Montant total des parts de fonds de dette dans l'échantillon au T3 2022 : 5409 milliards d'euros. Montant total dans SDW au T3 2022 : 7924 milliards d'euros.

⁴¹ Capitalisation boursière des entreprises intérieures cotées (USD courants) | Data (banquemondiale.org)

des stablecoins. À l'inverse, les cryptoactifs non adossés, notamment le Bitcoin, se sont appréciés au cours du mois de mars 2023.

Graphique 1.51: Capitalisation des cryptoactifs

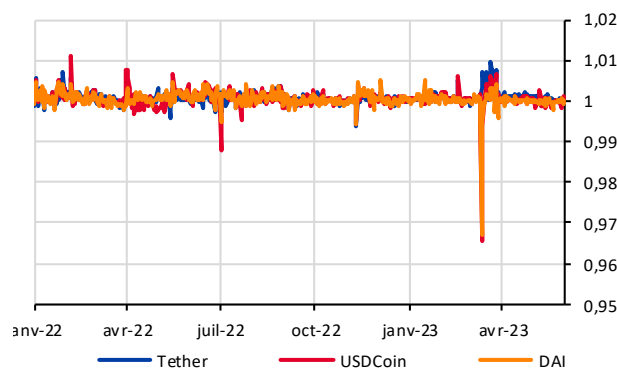
x : axe temporel / y : milliards de dollars



Source: Refinitiv Eikon

Graphique 1.52: Perte temporaire de la parité de certains stablecoins en mars 2023

x : axe temporel / y : dollars



Note : Les stablecoins sont supposés maintenir la parité avec le dollar (1 stablecoin = 1 dollar), ce graphique met en évidence la perte de parité de l'USD Coin et du DAI en mars 2023 consécutivement à la faillite de SVB.

Source: Refinitiv Eikon

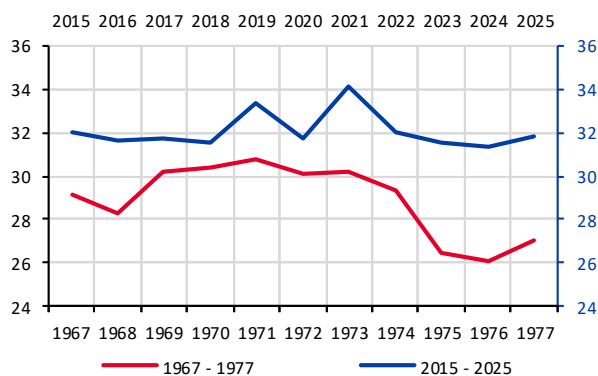
1.5 Les vulnérabilités des acteurs non financiers demeurent élevées, compte-tenu de leur niveau d'endettement.

Le resserrement des conditions de financement accroît les vulnérabilités des sociétés non financières (SNF) les plus endettées.

Les entreprises ont, au moins partiellement, répercuté le renchérissement du coût de leurs intrants sur leur prix de vente, permettant de limiter la baisse agrégée du taux de marge. Celui-ci n'a diminué que de deux points de pourcentage par rapport à son niveau record de 2021 (cf. graphique 1.53) à la suite de l'arrêt des mesures de soutien liées à la crise sanitaire. Selon les projections de la Banque de France, en 2023 et 2024, les marges des entreprises devraient reculer modérément et temporairement du fait de la situation économique avant de remonter en 2025. Le maintien des marges à un niveau proche de celui pré-Covid et plus élevé qu'anticipé en décembre soutient la résilience des SNF face à la remontée des coûts de financement. Cependant, leur capacité à préserver leurs niveaux de marges peut différer selon leur taille et leur secteur d'activité.

Graphique 1.53 : Taux de marge des sociétés non financières, comparaison avec les années 1970

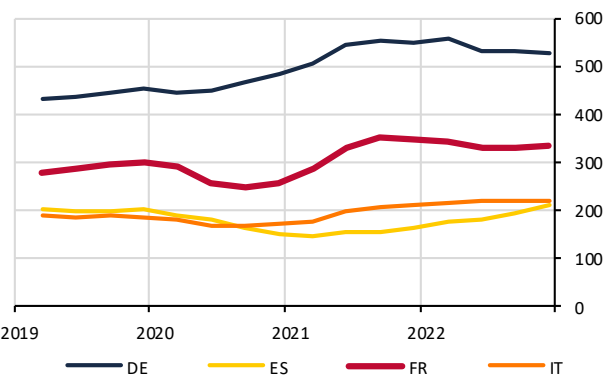
x : axe temporel / y : pourcentage de la valeur ajoutée, moyenne annuelle



Sources : Insee jusqu'en 2022, projections BdF à partir de 2023

Graphique 1.54 : Évolution du revenu disponible brut des SNF

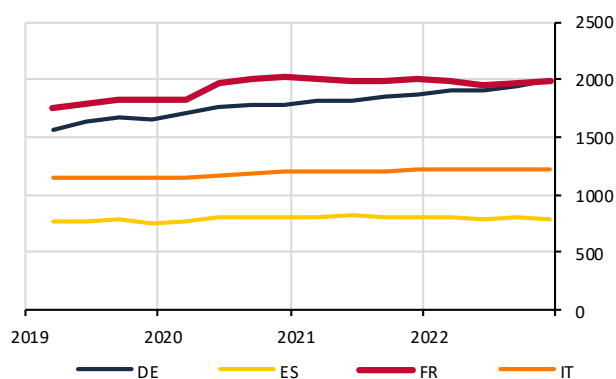
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : SDW, Quarterly sectoral account

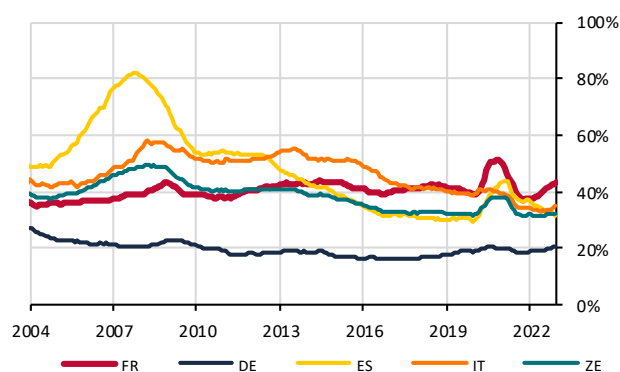
La baisse, bien que contenue, du taux de marge des SNF s'accompagne d'une remontée du poids du service de la dette. Ce poids peut être mesuré par le ratio de service de la dette des SNF, qui rapporte les flux d'amortissements de principal et d'intérêts aux revenus des entreprises. Le niveau d'endettement des SNF françaises reste élevé, porté principalement par l'endettement bancaire, mais se stabilise, au niveau consolidé, depuis fin 2020. La structure de l'endettement des SNF, majoritairement à taux fixes et à maturité longue (cf. deuxième chapitre du rapport), a permis de contenir la hausse de leur charge d'intérêt. Le taux d'intérêt moyen pondéré par la maturité de la dette des SNF françaises est donc plus bas et croît moins vite que la moyenne européenne. Le ratio de service de la dette des SNF françaises est néanmoins en hausse depuis début 2022, passant de 38 % en janvier à 43 % en décembre, sous l'effet du léger tassement des revenus disponibles au premier semestre.

Graphique 1.55: Évolution de la dette consolidée des SNF
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Notes : La dette consolidée ne prend pas en compte la dette intra-groupe. La dette bancaire et la dette obligataire sont ici agrégées.
Sources : SDW, quarterly sectoral account

Graphique 1.56: Ratio de service de la dette des SNF
x : axe temporel / y : pourcentage



Note : Calcul du DSR sur la base de la formule de la BRI, avec plusieurs transformations – dette consolidée, revenu ajusté aux versements d'intérêts, taux d'intérêt pondéré par la tranche de maturité
Source : Banque de France

Dans ces conditions, les SNF françaises restent résilientes mais le resserrement des conditions de financement et la hausse du coût du service de la dette pourraient accroître les vulnérabilités des entreprises les plus endettées. Les taux de défaillance de l'ensemble des SNF françaises sont en hausse, mais toujours inférieurs à ceux observés en 2019, même si le poids des défaillances des SNF en termes d'encours de crédit retrouve son niveau pré-Covid. Le deuxième chapitre de ce rapport met en avant le maintien de conditions favorables de financement pour les SNF françaises au premier trimestre 2023. Le crédit bancaire aux SNF reste en croissance, avec un rythme plus élevé que la moyenne de la zone euro. La dynamique de financement au cours des prochains mois dépendra de l'évolution de la demande de crédit de la part des SNF, des conditions d'octroi dans le contexte de taux plus élevés et des volumes d'émissions sur les marchés. Un ralentissement ordonné de l'endettement des SNF serait de nature à réduire les vulnérabilités du secteur mais un resserrement plus marqué des conditions de financement pourrait représenter un risque pour les entreprises les plus endettées.

Le marché immobilier résidentiel ralentit de manière ordonnée.

Face à la poursuite de la hausse des taux d'intérêt, la normalisation du crédit à l'habitat s'effectue de façon progressive et ordonnée en France et reste moins prononcée que dans les autres pays européens. Malgré un net ralentissement, le crédit immobilier reste dynamique en France, notamment en comparaison avec ses voisins européens. La moindre production de crédit immobilier est principalement expliquée par la baisse de la demande des ménages. Après un ralentissement au premier trimestre 2023 (44,7 milliards d'euros contre 71,6 milliards d'euros sur le premier trimestre de 2022, soit -37,6 %⁴²), le montant des crédits nouveaux s'est stabilisé à 15 milliards d'euros par mois en avril 2023 (cf. graphique 1.57), soit davantage que la moyenne observée avant 2015 (9,5 milliards par mois), et davantage que dans le reste de la zone euro (près de quatre fois plus élevée qu'en Espagne et en Italie)⁴³. Le taux d'intérêt des crédits immobiliers⁴³ en France augmente de façon très marquée pour

⁴² Source : Banque de France ([lien](#)).

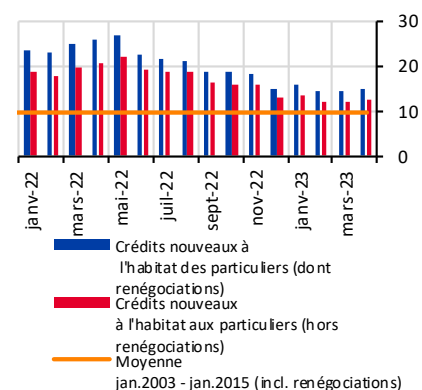
⁴³ Source : Banque de France ([lien](#)).

atteindre 2,7 % en moyenne en avril 2023 (1,8 % en octobre 2022). Cette hausse est cependant moins rapide que chez nos voisins européens, où les taux sont par ailleurs plus élevés : 3,1 % en zone euro, avec 4,1 % en Italie ou encore 3,8 % en Allemagne en avril 2023 (cf. graphique 1.58).

Les prix immobiliers, qui réagissent avec un décalage aux hausses de taux d'intérêt, marquent un ralentissement net mais différencié. Les prix immobiliers (neuf et ancien confondu) augmentent de 2,7% (en glissement annuel) au premier trimestre 2023 (+ 1 point de pourcentage (pp) par rapport aux taux de croissance moyens observés entre 2015 et 2019)⁴⁴ contre 4,6% au quatrième trimestre 2022, tandis que le volume de transactions poursuit sa normalisation progressive après les niveaux records post-Covid (1 069 milliers de transactions dans l'ancien cumulées sur un an en mars 2023 contre 1 206 milliers lors du pic d'août 2021⁴⁵). Les prix de l'immobilier ont été particulièrement dynamiques ces dernières années et cela s'est accentué durant la crise Covid : au quatrième trimestre 2022, le ratio des prix immobiliers sur le revenu disponible des ménages, un indicateur de mesure de l'accessibilité au logement, est de 8 % supérieur au niveau observé en moyenne sur les cinq années précédant la crise sanitaire. Une correction modérée et ordonnée des prix de l'immobilier, telle qu'observée actuellement, devrait ainsi permettre de ramener le ratio prix/revenu vers les niveaux plus modérés de la période pré-Covid (cf. graphique 1.58).

Graphique 1.57: Flux nouveaux de crédits aux particuliers et renégociations

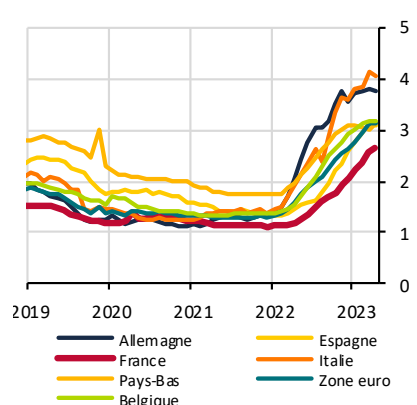
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : Banque de France

Graphique 1.58: Taux d'intérêt d'octroi des nouveaux crédits immobiliers en Europe

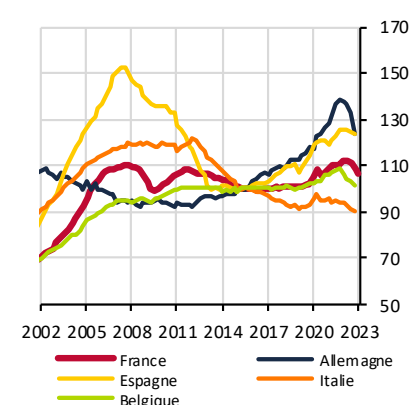
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : BCE

Graphique 1.59: Ratio prix-revenus pour les logements neufs et anciens - comparaison européenne

x : axe temporel / y : indice 2015=100



Note : Prix immobiliers nominaux divisés par le revenu disponible net par tête.

Sources : OCDE, calculs Banque de France

L'accès au crédit se maintient de façon équitable entre les diverses catégories d'emprunteurs. En France les prêts immobiliers sont restés accessibles en 2022 à toutes les catégories d'emprunteurs, qu'il s'agisse de prêts pour la résidence principale ou non, avec un pic saisonnier au quatrième trimestre pour l'investissement locatif. De plus, la part des primo-accédants dans la production de crédits à l'habitat a atteint 42,5% au T1 2023 (ils représentent presque un prêt sur deux en moyenne sur le premier trimestre 2023 pour l'achat d'une résidence principale) et est en augmentation par rapport aux années précédentes (+ 4,2 pp à 39,2 % en 2022 pour les nouveaux crédits hors prêts relais, et + 3,7 pp à 36,7 % en 2022 pour les nouveaux crédits incluant les prêts relais, par rapport à 2021) (cf. graphique 1.60). D'après la base de données du principal organisme français de cautionnement, la répartition des prêts cautionnés par âge des emprunteurs est globalement stable, avec une augmentation de la catégorie des 18-29 ans et une légère diminution des parts des catégories des 30-39, 40-49 et 50-59 ans (cf. graphique 1.61⁴⁶).

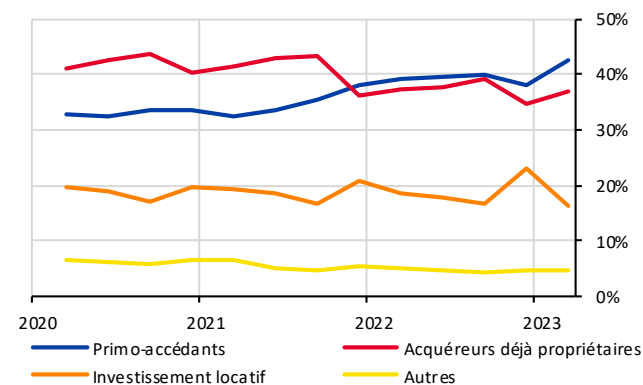
⁴⁴ Source : INSEE ([lien](#)).

⁴⁵ Source : IGEDD ([lien](#)).

⁴⁶ Les données Crédit Logement couvrent environ 25% du marché total (environ 40% du total des prêts cautionnés).

Graphique 1.60: Évolution de la structure de la production trimestrielle de nouveaux crédits à l'habitat

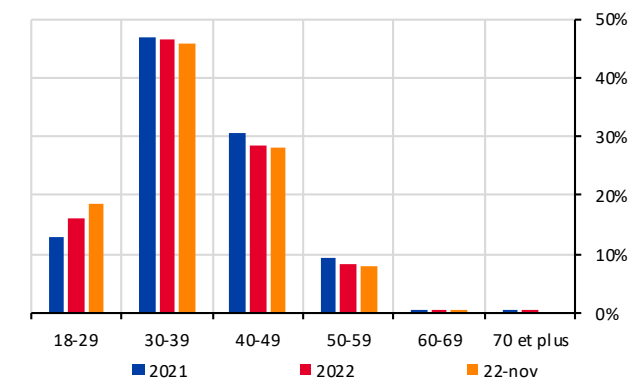
x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Banque de France, calculs ACPR

Graphique 1.61: Répartition des emprunteurs selon l'âge pour des prêts d'une maturité supérieure à 20 ans

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Crédit Logement

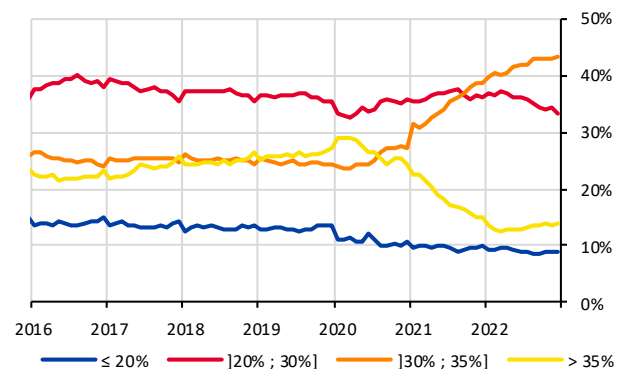
Le modèle français de financement de l'habitat présente des facteurs structurels de résilience qui réduisent l'impact à court et moyen terme de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt sur les ménages et plus généralement sur le marché immobilier. Premièrement, bien que les prix immobiliers commencent à ralentir, les ménages français sont protégés d'un possible effet de richesse inversé, les biens immobiliers n'étant pas utilisés comme collatéral en vue de l'obtention de crédits additionnels (crédits à la consommation). Deuxièmement, le crédit immobilier est octroyé en quasi-totalité à taux fixe (98,5 % de la production en mars 2023), protégeant ainsi les ménages qui ont déjà contracté un crédit de la hausse des taux. La gestion du risque de taux revient ainsi aux établissements financiers. De plus, le système de cautionnement des prêts à l'habitat permet d'assurer la robustesse de ce modèle de financement, en limitant les pertes bancaires en cas de défaut sur le prêt. Par ailleurs, pour les nouveaux crédits, les taux sont plafonnés par le taux d'usure, qui permet de protéger les ménages de hausses de taux trop rapides. Depuis février 2023, et de façon temporaire, l'ajustement de ce taux s'effectue sur une base mensuelle et non plus trimestrielle, pour mieux accompagner la hausse des taux de refinancement des banques et fluidifier la production de crédit.

Les conditions d'octroi du crédit ont été assainies depuis la mise en place de la mesure du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) fin 2019. Avec une limite maximale du taux d'effort à 35 % et de la maturité des prêts à 25 ans, la mesure du HCSF permet de s'assurer que la charge de remboursement des ménages ne sera pas excessive. Cette norme n'a pas empêché une production record de crédit immobilier en 2021 et au premier semestre 2022, mais elle a permis une baisse prononcée des prêts avec un taux d'effort supérieur à 35%, considérés comme plus risqués (cf. graphique 1.62). Le 13 juin 2023, le HCSF a annoncé deux ajustements techniques de la norme encadrant les conditions d'octroi pour le crédit immobilier qui répondent à la prise en compte de difficultés opérationnelles rencontrées par les banques dans la mise en œuvre de la mesure, sans changer l'équilibre d'ensemble de la mesure ni sa portée⁴⁷.

⁴⁷ Source : HCSF ([lien](#)).

Graphique 1.62: Ventilation de la production de nouveaux crédits en fonction du taux d'efforts

x : axe temporel / y : pourcentage

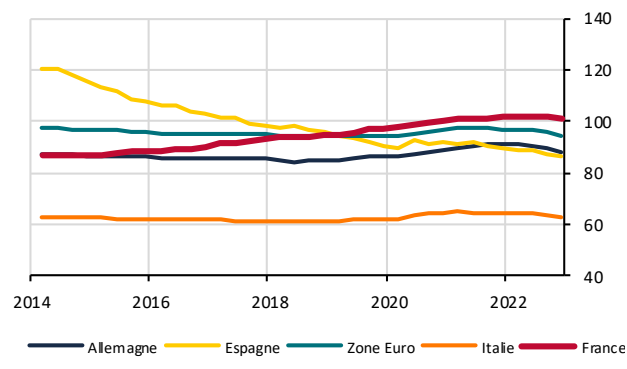


Note : Crédits hors rachats, renégociations et regroupements de crédits.

Sources : ACPR, Statistiques sur la production mensuelle de crédit à l'habitat

Graphique 1.63: Endettement des ménages (en % du RDB) – comparaison européenne

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Dans le contexte actuel de forte inflation, qui tend à réduire le pouvoir d'achat du revenu disponible brut et à peser sur la solvabilité des ménages, le niveau de dette des ménages français par rapport au revenu disponible brut (RDB) se stabilise, mais à des niveaux élevés et supérieurs à ceux des autres pays européens : l'endettement des ménages français représente 101 % du RDB en décembre 2022 contre 94 % en zone euro (cf. graphique 1.67). Le nombre de dossiers de surendettement a légèrement augmenté en 2023 mais reste largement inférieur à la période pré-Covid. Les dépôts de dossiers (pour la grande majorité d'entre eux des dettes à la consommation ou des dettes de charges courantes de ménages à bas revenus⁴⁸) sont plus nombreux sur les cinq premiers mois de 2023 par rapport à la même période de 2022 (+ 3 %). Cependant les dépôts de dossiers demeurent de 23% inférieurs à ceux de 2019 sur la même période. En outre, le ratio dette/revenu des ménages est très contrasté selon le niveau de revenu, et il est significativement plus important pour les ménages aisés (le ratio médian est supérieur à 90% pour les ménages au-dessus du 6^e décile de revenu, contre 30% pour les ménages en dessous du 2^e décile de revenus)⁴⁹. Cet effet de levier important peut, bien que les ménages à haut revenu aient également un taux d'effort moins important que les autres, créer un stress important en cas de choc sur les revenus. Outre la protection offerte par le modèle de crédit à l'habitat, des facteurs macro-économiques et des mesures de soutien contribuent à la résilience. D'une part, les ménages bénéficient de 157 milliards d'euros de surplus d'épargne financière accumulée depuis la pandémie (entre le premier trimestre 2020 et le dernier trimestre 2022)⁵⁰. Ensuite, les mesures de soutien sur les prix de l'électricité (« bouclier tarifaire ») ont réduit l'impact de la hausse des dépenses énergétiques. Par ailleurs, le taux de chômage est stable (7,1 % de la population active au premier trimestre 2023, soit – 0,3 pp sous son niveau du quatrième trimestre 2021 et son plus bas niveau depuis le premier trimestre 2008 si on ignore le deuxième trimestre 2020)⁵¹. En comparaison avec ses voisins européens, la France apparaît plutôt résiliente, et les ménages moins exposés à la hausse des taux et de l'inflation : les données d'enquête de la BCE indiquent que la France se situe au-dessus de ses pairs européens concernant la demande nette pour le crédit à la consommation, qui est restée stable au premier trimestre 2023⁵². Malgré ces facteurs de résilience, le contexte de ralentissement économique et de resserrement des conditions financières pourrait peser à terme sur la solvabilité des ménages et appelle une surveillance rapprochée.

⁴⁸ D'après la Banque de France ([lien](#)), au 1^{er} trimestre 2023, 10,5% des dossiers déposés comportent au moins une dette immobilière, tandis que 72,4%, 75,9% et 73,7% des dossiers comportent respectivement au moins une dette à la consommation, une dette de charges courantes ou un autre type de dette.

⁴⁹ Source : données HFCS 2017 ([lien](#)).

⁵⁰ Source : Banque de France ([lien](#)).

⁵¹ Source : INSEE ([lien](#)).

⁵² Source : BCE ([lien](#)).

Les finances publiques se trouvent sur une trajectoire qu'il convient de maîtriser.

Sur la base des mesures prises à ce stade, le déficit public risque de repasser au-dessus de 5 % du PIB en 2023 (après 4,7 % en 2022). Cette hausse en 2023, malgré la réduction des mesures d'urgence et de relance, et la stabilisation du coût net du bouclier tarifaire, proviendrait essentiellement d'une normalisation des recettes exceptionnelles de 2022 et, dans une moindre mesure, de l'impact retardé sur les dépenses publiques de la forte inflation passée. Le ratio des recettes publiques baisserait d'un point de PIB, en 2023, partiellement compensé par une baisse de 0,5 point de PIB du ratio de dépenses publiques. Du côté des recettes, la normalisation progressive des impôts sur les sociétés et la suppression en deux ans de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) contribueraient à une diminution de 0,5 point de PIB du taux de prélèvements obligatoires. Par ailleurs, les autres recettes (en particulier du fait du reflux du soutien du fonds européen au plan de relance) diminueraient dans les mêmes proportions. Dans le même temps, le ratio de dépenses publiques baisserait de 0,5 point de PIB, en raison de l'extinction des mesures liées à la crise sanitaire et de la fin du plan de relance, même si elles sont en partie relayées par de nouveaux dispositifs tels que France 2030, le fonds vert et le soutien à l'apprentissage. L'impact retardé de la forte hausse de l'inflation en 2022 viendrait un peu augmenter les dépenses publiques hors mesures discrétionnaires de consolidation budgétaire. En particulier, la charge d'intérêt resterait assez stable en pourcentage du PIB par rapport à 2022, l'effet de la hausse des taux d'intérêt étant cette année compensé par le repli des indices d'inflation servant de référence pour la dette indexée.

En 2024-2025, à législation constante, le déficit public devrait diminuer pour atteindre environ 4,5 % du PIB à la fin de la période de prévision. Cette baisse progressive serait portée par celle du taux de dépenses publiques, tandis que les recettes en pourcentage du PIB demeureraient stables. Le poids des dépenses publiques diminuerait d'un point de PIB environ, tiré à la baisse par la disparition du bouclier tarifaire, ainsi que par les réformes des retraites et de l'assurance chômage. Le taux de prélèvements obligatoires resterait stable, en raison d'une élasticité unitaire. En fin d'horizon de prévision, il serait ainsi proche de son niveau pré-Covid (44,7 % du PIB en 2019 hors double compte du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), tandis que le ratio des dépenses publiques serait encore supérieur d'environ 2 points à celui de 2019. Cette augmentation serait due pour un tiers à la hausse de la charge de la dette, et pour les deux autres tiers à celle des dépenses primaires. Cet alourdissement durable des dépenses primaires s'expliquerait à la fois par des mesures en cours (France 2030, soutien à l'apprentissage, réforme du lycée professionnel) et par le fait qu'à dépenses inchangées en volume, leur ratio est majoré par un effet dénominateur dû à la perte durable de PIB potentiel. Ces éléments ne seraient que partiellement compensés par la réforme des retraites et celle de l'assurance chômage, qui continueraient de monter en charge après 2025.

Le ratio de la dette publique ne diminuerait pas et resterait proche de 111 % du PIB sur tout l'horizon de prévision (cf. graphique 1.64). Après avoir davantage augmenté lors de la crise Covid (+ 15 points de PIB en France entre 2019 et 2021, contre + 11 points dans la zone euro dans son ensemble), le taux d'endettement public français ne se replierait que de – 1 point entre le pic de 2021 et 2025, à comparer à une baisse de 8 points pour l'ensemble de la zone euro (à 87 % du PIB en 2025 selon les projections de l'Eurosysteme) qui effacerait ainsi la quasi-totalité de la hausse antérieure. D'où un creusement durable de l'écart entre la France et la zone euro.

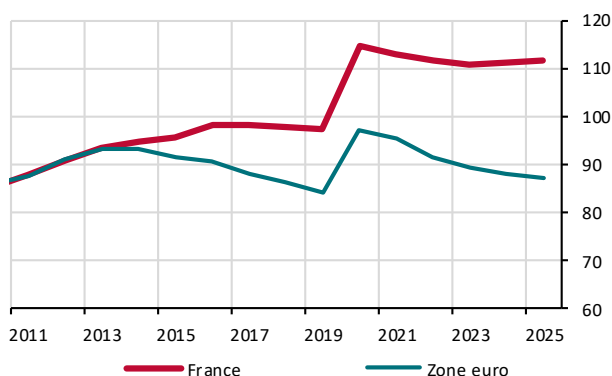
Dans ce contexte, les finances publiques françaises apparaissent ne pas disposer d'assez de marges de manœuvre pour répondre aux prochains chocs externes possibles et à des taux d'intérêt moins bas que sur la décennie précédente. Depuis le point haut de la dette en 2020, le rebond de croissance post-Covid a permis un effet « boule de neige » (écart entre le taux d'intérêt nominal r et la croissance nominale du PIB g) favorable à la décroissance du taux d'endettement. Le retour de la croissance du PIB vers son potentiel, conjugué à la normalisation des conditions monétaires, devrait réduire progressivement l'impact baissier de l'effet boule de neige. À politique inchangée, le taux d'endettement public repartirait à la hausse à compter de 2025 (cf. graphique 1.64). La maîtrise de la trajectoire de dépenses publiques apparaît donc fondamentale pour protéger la soutenabilité de la dette publique française.

Une dégradation de la trajectoire de dette publique peut limiter l'attrait des investisseurs pour la dette souveraine française, renforçant la nécessité de maîtriser l'endettement public. Durant la phase de remontée des taux d'intérêt, l'État français a continué de se financer dans de bonnes conditions. Les *spreads* souverains

français par rapport aux titres de référence allemands de maturités équivalentes sont restés stables. Les ratios de couverture (rapport entre la demande et l'offre de dette souveraine lors de l'émission) s'étaient légèrement repliés fin 2022, une baisse possiblement motivée par des arbitrages en faveur des produits à court terme dans le contexte de remontée des taux. Depuis le début d'année, le ratio de couverture est reparti à la hausse soulignant le retour de ces investisseurs du fait des rendements plus attractifs sur les taux souverains à long terme. Le maintien de bonnes conditions de financement est conditionné à la capacité des acteurs financiers traditionnels à compenser la baisse de la détention de dette publique par l'Eurosystème.

Graphique 1.64: Évolution de la dette publique depuis 2006

x : axe temporel / y : pourcentage

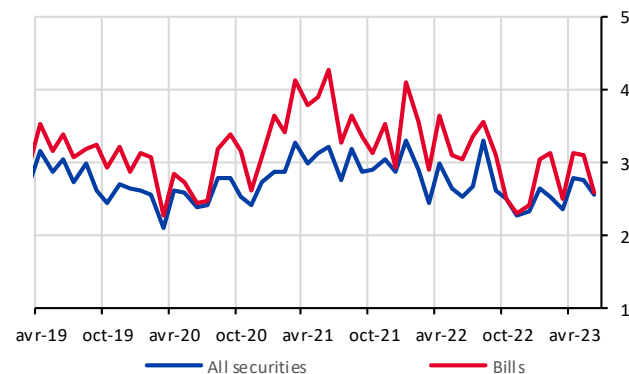


Note : ratio dette/PIB pour la France et pour la zone euro avec projections pour 2023 et au-delà.

Source : projections Banque de France juin 2023

Graphique 1.65: Ratio de couvertures des émissions de titres souverains français (bid to cover)

x : axe temporel / y : ratio



Note : Le ratio de couverture (bid to cover ratio) représente la quantité de titres demandée par les investisseurs lors des adjudications rapportées sur la quantité de titres offerte par l'émetteur.

Sources : AFT, calculs Banque de France

1.6 Les institutions financières doivent accélérer leur adaptation aux risques structurels que sont les risques cyber et les risques climatiques.

Un renforcement nécessaire du suivi des expositions du système financier au risque climatique.

Le rapport de synthèse du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), publié le 20 mars 2023, conclut que les risques climatiques sont beaucoup plus élevés que les estimations précédentes. Si les politiques en place fin 2020 sont maintenues, cela conduirait à un réchauffement global de 2,4 à 3,5°C d'ici la fin du siècle par rapport à l'ère pré-industrielle. Avec la poursuite du réchauffement, les risques liés au changement climatique vont devenir de plus en plus difficiles à gérer. Les extrêmes de températures, l'intensité des précipitations, la sévérité des sécheresses, ou encore l'augmentation en fréquence et en intensité des événements climatiques rares vont s'accroître, ce qui engendre des risques physiques pour le secteur financier. Par ailleurs, les risques relatifs à une transition désordonnée deviennent de plus en plus importants à mesure que les actions et politiques d'adaptation sont retardées.

Les superviseurs financiers portent une attention croissante à l'évaluation et au suivi des risques de transition et des risques physiques associés au changement climatique.

Un premier moyen d'évaluation est la conduite de tests de résistance (*stress test*). Ceux-ci considèrent des scénarios - plus ou moins défavorables, de plus ou moins long terme - par lesquels des risques physiques et de transition pourraient se matérialiser, et évaluent leurs conséquences sur les institutions financières.

L'exercice de ce type mené par la BCE a mené en 2022 un exercice de ce type, qui a souligné le besoin pour les banques d'accélérer leurs efforts pour développer leur cadre de stress-tests climat. Cette même année, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) a conduit son premier exercice de *stress test* climatique. Celui-ci mesure l'impact d'une transition désordonnée sur les bilans des organismes de retraite professionnelle supplémentaire (ORPS).

L'ACPR poursuit ses travaux pour préparer le prochain exercice climatique, qui fera suite à l'exercice pilote de 2020-2021. Il doit se dérouler en 2023-2024 et sera centré sur les assureurs, avec lesquels des travaux de place ont été engagés en 2022. Enfin, la Commission européenne a mandaté les trois agences européennes de supervision pour conduire un *stress test* en 2023-2024 évaluant la résilience du secteur financier à moyen terme, en lien avec le risque de transition impliqué par le paquet « fit-for-55 ».

Le suivi de l'exposition des institutions financières aux risques physique et de transition commence par ailleurs à se développer. Dans le cadre du plan d'action pour le climat de la BCE, adopté en 2021 au terme de sa revue stratégique, un groupe d'experts de l'Eurosystème a développé un ensemble d'indicateurs statistiques liés au climat, qui cherchent à mesurer l'empreinte carbone des secteurs financiers des pays de la zone euro et leur exposition aux risques physiques.

En 2022 sont entrés en application divers textes européens et nationaux organisant une transparence accrue en matière de publication d'informations extra-financières pour les institutions financières. C'est notamment le cas de certaines dispositions du décret d'application de l'article 29 de la Loi énergie et climat (dit « 29 LEC »)⁵³, dont les exigences intègrent celles du règlement « *Sustainable Finance Disclosure Regulation* » (SFDR)⁵⁴, et impliquent l'obligation de produire un rapport sur les modalités de prise en compte des critères ESG par les acteurs de marché (sociétés de gestion de portefeuille, entreprises d'assurance et mutuelles, établissements de crédit et entreprises d'investissement fournissant des activités de gestion pour compte de tiers...) dans leur politique d'investissement. L'ACPR a ainsi publié fin décembre 2022 l'instruction n° 2022-I-24 détaillant son champ d'application et son contenu pour les organismes agréés pour les opérations d'assurance sur la vie.

Les autres initiatives de supervision incluent la publication d'un troisième rapport commun à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur le suivi des engagements climatiques pris par les acteurs de la Place financière de Paris (banques, assureurs et sociétés de gestion) et la conduite de **missions d'inspection sur place** sur l'intégration du risque climatique dans les pratiques de souscription et de provisionnement, de calcul des exigences de capital ou dans la gouvernance. Enfin, dans le cadre de sa participation à l'exercice que mènera l'Autorité bancaire européenne (European Banking Authority – EBA) en 2023-2024 à la demande de la Commission européenne, la BCE procédera à un réexamen de l'alignement des banques européennes avec ses attentes en matière de prise en compte du risque climatique.

⁵³ Loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat.

⁵⁴ Règlement européen du 27 novembre 2019 et dont les principales dispositions ont pris effet le 10 mars 2021.

Encadré 1.4 : Évaluation de l'exposition des investisseurs français au risque climatique de transition

Cet encadré cherche à déterminer quelles sont les catégories d'investisseurs français les plus exposées aux actifs « bruns », c'est-à-dire aux actifs émis par des entités exerçant des activités néfastes pour le climat et, par conséquent, fortement exposées au risque climatique de transition. L'analyse est réalisée par type d'agent économique et par secteur économique (fonds d'investissement, assurances, banques, sociétés non-financières, ménages, autres institutions financières non bancaires), à partir d'une base de données européenne sur les détentions de titres à fin 2022 (SHS-S⁵⁵ ; les crédits bancaires ne sont pas pris en compte).

Les actifs « bruns » sont identifiés à l'aide des données climatiques du fournisseur commercial *Institutional Shareholder Services* (ISS-ESG), retenues dans le cadre de cette étude parmi de nombreuses sources disponibles, qui attribuent un score climatique de 0 et 100 à chaque entreprise et à chaque pays⁵⁶. Les titres émis par les entreprises et les gouvernements dont le score climatique est inférieur à 50, ce qui correspond aux catégories de risque climatique de transition « élevé » et « très élevé », telles qu'identifiées par ISS-ESG sont ici considérés comme des actifs « bruns ». Il apparaît que les différents secteurs institutionnels français détiennent près de 985 milliards d'euros d'actifs « bruns » (hors parts de fonds), dont 28 milliards d'actifs exposés à un risque climatique de transition « très élevé », sur un total d'environ 4800 milliards d'euros de titres détenus (soit près de 20% de l'ensemble des encours des investisseurs français ; cf. graphique 1.66).

Une analyse plus granulaire met en évidence que les assureurs, les fonds et les banques sont les catégories d'investisseurs français qui détiennent le plus d'actifs bruns (respectivement 401, 340 et 239 milliards d'euros ; cf. graphique 1.67), contre 109 et 86 milliards d'euros respectivement pour les sociétés non-financières (SNF) et les ménages. En termes de pourcentage par rapport au total de leurs détentions d'actifs, les fonds apparaissent les plus exposés au risque climatique de transition (24 % d'actifs bruns), suivis par les ménages (23 %), les banques (22 %), les assurances (20 %) et les SNF (12 %). De plus, pour certaines catégories d'investisseurs, une part significative de leur exposition au risque de transition provient de détentions indirectes d'actifs par l'intermédiaire de parts de fonds d'investissement⁵⁷. Ces détentions indirectes représentent 163 milliards d'euros pour les assureurs, 78 milliards pour les fonds, 29 milliards pour les SNF, 24 milliards pour les ménages⁵⁸ et seulement 10 milliards pour les banques.

Dans l'ensemble, une plus grande implication de la part des différentes catégories d'investisseurs, notamment des fonds d'investissement, est souhaitable pour atténuer le risque que le changement climatique fait peser sur le système financier.

⁵⁵ Base de données titre à titre qui donne les détentions de titres financiers (titres de dettes, actions et parts de fonds)

⁵⁶ Le score climatique ISS-ESG est basé sur une combinaison d'indicateurs qui tient compte de l'appartenance sectorielle, des émissions historiques et d'une évaluation prospective fondée sur les politiques de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Par exemple, les entreprises des secteurs du pétrole, du gaz et du charbon sont considérées comme des actifs « bruns », tandis que les entreprises du secteur des énergies renouvelables sont considérées comme des actifs « verts » (risque climatique de transition « très faible »).

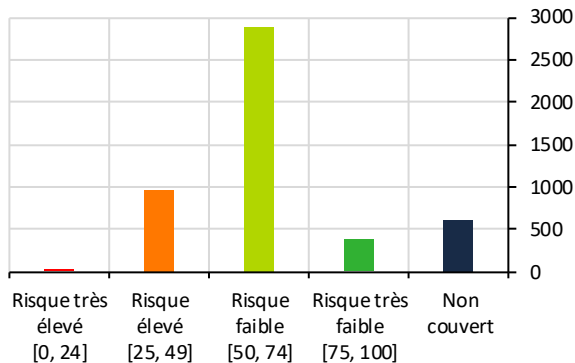
Pour les obligations d'État, ce score climatique évalue l'efficacité du gouvernement d'un pays à mettre en œuvre des politiques visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre sur le territoire, et à s'adapter à un climat changeant en réduisant sa vulnérabilité aux risques climatiques. Dans le cas de la France, le score est supérieur à 50 ce qui implique que les actifs émis par le secteur public français ne sont pas considérés comme des actifs « bruns ».

⁵⁷ De nombreux agents économiques investissent sur les marchés financiers par l'intermédiaire des fonds d'investissement. Dans ce contexte, les pertes réalisées par les fonds d'investissement se répercutent en définitive sur d'autres catégories d'investisseurs, exposant le reste du système financier à un risque de contagion

⁵⁸ Les ménages détiennent également des actifs bruns par l'intermédiaire des produits d'assurance-vie. Ces détentions indirectes ne sont pas étudiées dans cet encadré.

Graphique 1.66: Encours d'actifs (actions et titres de dette) classés par catégorie de risque climatique, détenus par les investisseurs français

x : catégorie de risque climatique / y : encours en milliards d'euros

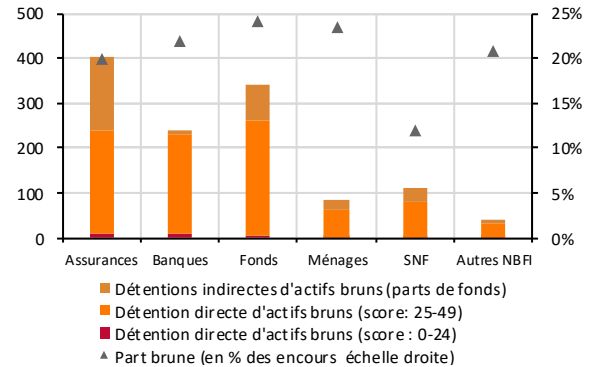


Notes: Les actifs sont classés en fonction d'un score agrégé indiquant le risque climatique de l'entité émettrice. Le score provient du fournisseur de données climatiques ISS-ESG; il couvre à la fois les entreprises et les gouvernements. L'interprétation par catégorie de risque est directement proposée par le fournisseur de données.

Sources : ISS-ESG, SHS-S, CSDB, calculs Banque de France

Graphique 1.67: Détentions d'actifs bruns (actions et titres de dette) par différentes catégories d'investisseurs français

x : secteur institutionnel / y gauche : encours en milliards d'euros; y droite : pourcentage



Notes : Détentions d'actifs bruns en milliards d'euros et en pourcentage par catégorie d'investisseurs français au dernier trimestre 2022. Seuls les titres sont considérés ; les prêts bancaires sont donc exclus de l'analyse. Les chiffres présentés sont des estimations qui peuvent différer en fonction de la définition d'actifs bruns retenue. Institutions financières non bancaires (NBF) ; sociétés non financières (SNF).

Sources : SHS-S, OPC titres, ISS-ESG, CSDB, calculs Banque de France

Le risque cyber augmente avec des cyberattaques facilitées et plus sophistiquées.

Le système financier français est fortement dépendant de la technologie, et cette dépendance représente l'un des principaux facteurs d'exposition au risque cyber. L'exposition technologique est décrite comme une surface d'attaque, c'est-à-dire un ensemble de vulnérabilités pouvant être exploitées pour mener une cyberattaque. La dépendance technologique peut être évaluée au travers de l'intensité d'adoption et l'utilisation des systèmes de banque en ligne ou mobile, de paiement électronique (carte, virement, prélèvement)⁵⁹. Cette forte dépendance technologique accroît les vecteurs d'infection possibles et par conséquent le risque de survenance de cyberattaques. Le rapport de veille sur les menaces cyber de BlackBerry, analysant les cyberattaques contrées entre décembre 2022 et fin février 2023⁶⁰, met en évidence que le secteur financier a été le secteur le plus ciblé par les cyberattaques au cours du premier trimestre 2023 (34 % des attaques), suivi par le secteur de la santé (14 %).

Le développement de nouvelles technologies engendre un risque d'augmentation des cyberattaques et de leur sophistication. L'agent conversationnel ChatGPT (près de 186 millions d'utilisateurs uniques en mars 2023⁶¹), basé sur une intelligence artificielle générative, peut ainsi être utilisé pour la production de cyberattaques. ChatGPT facilite notamment les cyberattaques par hameçonnage et les attaques par l'intermédiaire de codes malveillants. Enfin, les utilisateurs font preuve d'imprudence lors de l'utilisation de ChatGPT et divulguent des données sensibles de leur entreprise⁶², contribuant également ainsi à faciliter les attaques.

À ce jour, aucune cyberattaque majeure visant le système financier français n'a été répertoriée. Néanmoins, la cyberattaque récente contre l'entreprise ION Group a illustré le risque lié au recours à des prestataires tiers, y compris à des fournisseurs informatiques, et l'impact systémique potentiel pour le système financier. La division Cleared Derivatives de la société irlandaise ION Group, fournisseur de logiciels de trading pour le secteur financier, a subi fin janvier 2023 une cyberattaque par rançongiciel qui a perturbé le bon déroulement des activités sur les marchés des produits dérivés. Toutefois, les conséquences de l'attaque sont restées limitées pour le secteur, la

⁵⁹ Cet indicateur de dépendance technologique du secteur financier d'un pays est créé à partir de la part de la population utilisant des paiements numériques, qui est transformée en Z-score, d'après la méthode du Carnegie Endowment for International Peace ([Carnegie Endowment - Cyber Risk Scenarios, the Financial System, and Systemic Risk Assessment - 2019](#)).

⁶⁰ Global Threat Intelligence Report.

⁶¹ Presque 200 millions d'utilisateurs pour ChatGPT | Les Echos

⁶² <https://www.cyberhaven.com/blog/4-2-of-workers-have-pasted-company-data-into-chatgpt/>

société ION ayant immédiatement réagi et les acteurs de marché ayant mis en place des mesures de contournement pour poursuivre leurs activités.

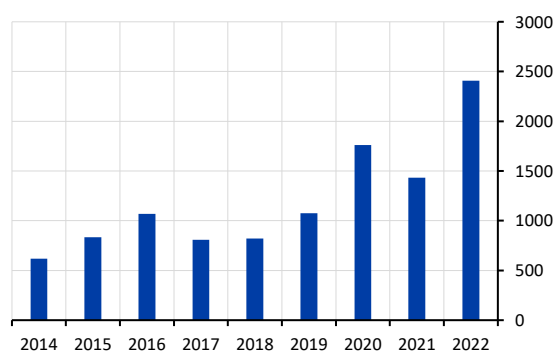
Les investissements en cybersécurité du système financier français permettent au secteur de renforcer sa résilience face au risque cyber. En 2022, la Banque des règlements internationaux (BRI)⁶³ a mis en évidence que les coûts des cyberattaques sont inversement proportionnels aux dépenses informatiques, suggérant que l'investissement dans les défenses informatiques diminue le coût des cyberattaques subies. Le secteur financier est le secteur investissant le plus dans la cybersécurité chaque année⁶⁴. Les investissements en cybersécurité sont en hausse car les outils de sécurité doivent s'adapter à une menace évolutive et de plus en plus sophistiquée. L'indicateur de mesure de cybersécurité (Global Cybersecurity Index – GCI)⁶⁵ montre ainsi que le secteur financier français fait partie de ceux qui investissent le plus pour se prémunir des attaques cyber⁶⁶.

L'intensification du risque cyber appelle une préparation continue du secteur financier à la gestion d'un incident cyber et de ses impacts, en vue de renforcer la cyber-résilience collective. En France, les exercices de simulation de crise organisés tous les ans par le groupe de place Robustesse s'articulent depuis 2018 autour d'un scénario de crise cyber sévère mais plausible. Ils visent, d'une part, à tester la capacité de chaque entité à maintenir le fonctionnement de ses services critiques, et d'autre part, à renforcer la capacité de réponse et de coordination du secteur financier dans son ensemble. Ces exercices confirment chaque année le haut degré de maturité cyber de la Place de Paris et permettent d'identifier des pistes pour améliorer, encore, le dispositif global de gestion de crise.

Au niveau européen, le Règlement européen sur la résilience opérationnelle numérique (Digital Operational Resilience Act – DORA), dont l'entrée en application est prévue en janvier 2025, renforce sensiblement le cadre prudentiel applicable aux entreprises du secteur financier (hors systèmes de paiement⁶⁷) en matière de risque informatique. Il comprend notamment la mise en œuvre d'une politique de tests de résilience opérationnelle numérique pour toutes les entités. En outre, pour les systèmes critiques, il définit les règles pour la conduite de tests « avancés » (dits « tests d'intrusion » ou *Threat-Led Penetration Testing*). Les exigences de DORA en matière de tests d'intrusion peuvent être complétées sur base volontaire par la déclinaison du cadre européen TIBER-EU⁶⁸.

Graphique 1.68: Nombre de cyberattaques identifiées par l'Université du Maryland à partir des données disponibles sur le web

x : axe temporel / y : nombre de cyberattaques identifiées

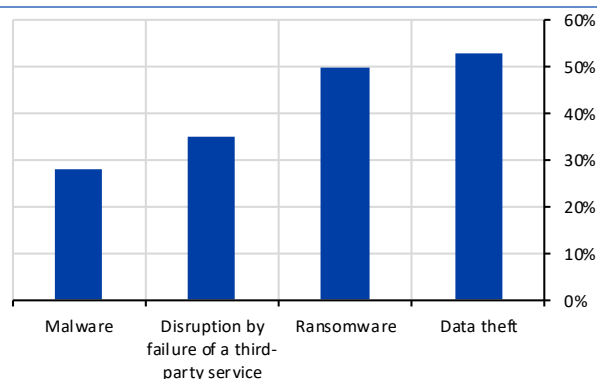


Note : Les données des cyberattaques proviennent du web et sont enrichies par le CISSM, elles ne sont pas exhaustives mais présentent une tendance générale.

Source : CISSM Université du Maryland

Graphique 1.69: Type d'attaques les plus redoutées par les entreprises

Y : pourcentage



Note : Le pourcentage représente la part des acteurs enquêtés redoutant ce type d'attaque, 4 réponses les plus citées sur 925 répondants.

Source : Allianz Baromètre des risques 2023

⁶³ BRI - Aldasoro, I., L. Gambacorta, P. Giudici, and T. Leach. 2022. The drivers of cyber risk.

⁶⁴ Mapping IT Spending Across Industry Classifications: An Open Source Dataset, Kennedy and Stratopoulos 2017

⁶⁵ ITU - Global Cybersecurity Index 2017

⁶⁶ Cet indice, qui mesure l'engagement des pays à renforcer la cybersécurité, est quantifié par des données quantitatives et qualitatives. Il est estimé par cinq piliers (juridique, technique, organisationnel, renforcement des capacités et coopération) et calcule une note pour chacun d'entre eux.

⁶⁷ Les systèmes de paiement d'importance systémique sont déjà concernés par le règlement SIPS2 de novembre 2017 et les Cyber Resilience Oversight Expectations (CROE) de l'Eurosystème publiées en décembre 2018.

⁶⁸ Threat Intelligence-based Ethical Red Teaming (cadre TIBER-EU).

2. Chapitre thématique : conditions de financement des entreprises françaises _

La remontée des taux d'intérêt affecte les décisions de financement des entreprises de différentes façons, notamment par un choix volontaire (ou contraint) soit de réduire le recours à l'endettement (diminution de la trésorerie, report des investissements), soit de maintenir un recours plus coûteux au financement externe.

Au premier trimestre 2023, malgré le rythme historiquement rapide de hausses de taux de la Banque centrale européenne depuis juillet 2022, le financement des sociétés non financières (SNF) françaises continue de progresser sur 12 mois, même si c'est à un rythme moins prononcé. Dans ce contexte, les SNF françaises maintiennent des niveaux d'endettement et de trésorerie historiquement élevés par rapport à la période pré-Covid.

Les SNF françaises se financent à des taux plus faibles que dans le reste de la zone euro, en raison d'une remontée plus progressive du coût des nouveaux crédits bancaires. Cette plus grande inertie des taux d'intérêt bancaires profite toutefois davantage aux grandes entreprises, qui ont accru leur utilisation relative du crédit bancaire par rapport aux marchés obligataires. Les SNF françaises bénéficient également d'une structure de dette à taux fixe et à maturité longue qui lisse l'effet de la remontée des taux.

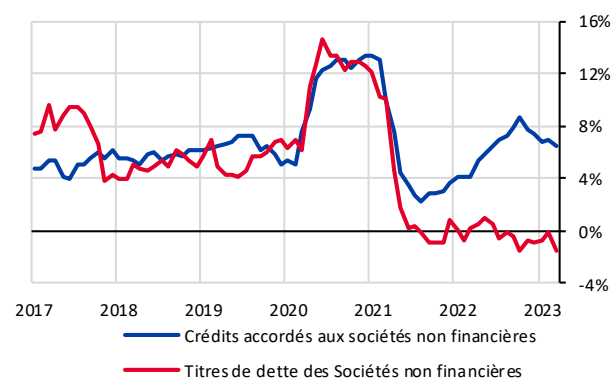
Enfin, la normalisation des taux de défaillances se poursuit depuis novembre 2021. Si le nombre de total de défaillances reste inférieur au niveau prépandémique, il progresse plus rapidement pour les PME et grandes entreprises que pour les microentreprises.

2.1 Les volumes de financement des entreprises françaises continuent de progresser, mais à un rythme moins rapide depuis fin 2022

Dans le contexte de hausse des taux d'intérêt, le financement des entreprises en France reste dynamique, mais avec des évolutions divergentes pour le financement de marché et le financement bancaire (cf. graphique 2.1). Les stocks de titres de dette se contractent de 1,5 % sur 12 mois, tandis que la croissance du crédit bancaire se poursuit, avec un léger ralentissement depuis octobre 2022 (+ 80,5 milliards d'euros soit + 6.4 % en mars 2023).

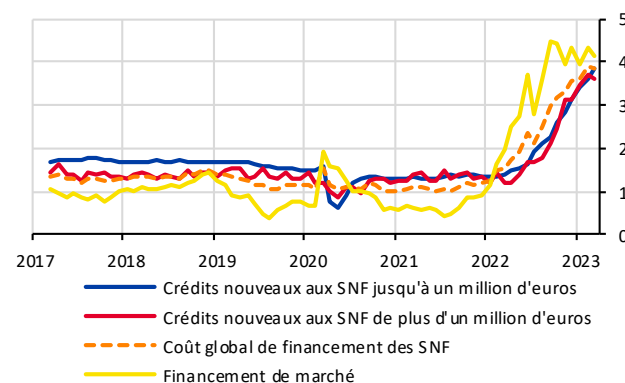
La dynamique contrastée des volumes de financement bancaire et de marché peut s'expliquer par l'évolution des coûts de financement : la remontée des taux d'intérêt a en effet été plus forte et rapide sur les marchés que sur le crédit bancaire. Le premier trimestre 2022 a ainsi matérialisé ce retournement : le coût de financement de marché est devenu plus élevé (4,13 % en mars 2023 contre 0,89 % en décembre 2021, cf. graphique 2.2) que le financement bancaire (3,52 % pour les encours supérieur à 1 million d'euros en mars 2023 contre 1,38 % en décembre 2021)⁶⁹. Le passif des banques, hébergeant des dépôts non-rémunérés, explique en partie cette dichotomie entre les taux de marché et les taux bancaires. On assiste donc à une certaine ré-intermédiation au cours des derniers mois au profit du crédit bancaire.

Graphique 2.1: Glissement nominal annuel des stocks de dettes
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Graphique 2.2: Coût par source de financement
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

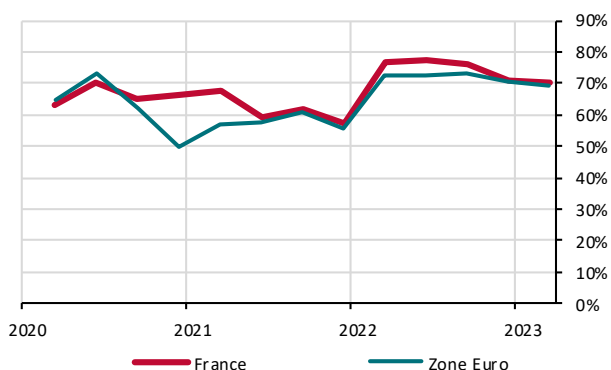
⁶⁹ Financement des entreprises - Mar 2023 | Banque de France (banque-france.fr)

Les SNF françaises bénéficient de taux plus bas que dans le reste de l'Union européenne sur les crédits bancaires. Le taux d'intérêt moyen pour les crédits bancaires supérieurs à 1 million d'euros en mars 2023 était en effet de 4,6 % en Italie, 4,43 % en Espagne et 3,91 % en Allemagne, contre 3,52 % en France. Sur la base des probabilités de défaut rapportées par les banques prêteuses, la part des nouveaux crédits bancaires aux SNF françaises dont la probabilité de défaut moyenne est équivalente à la catégorie *investment grade* est plus faible en France que dans le reste de la zone euro (cf. graphique 2.4).

Les conditions de financement sur le marché sont plus homogènes au sein de la zone euro. Le rendement obligataire moyen de la dette des SNF françaises de catégorie *investment grade* (IG) était de 4,13% en mars 2023, contre 4,11% pour les SNF allemandes, 4,32% pour les SNF espagnoles, et 4,35% pour les SNF italiennes. À fin 2022, la dette de marché à long terme des SNF française était détenue à 56% par des non-résidents. Ces détenteurs étrangers sont principalement constitués de résidents de la zone euro (58%), et, dans une moindre mesure des États-Unis (18%) et du Royaume-Uni (12%). Le marché des titres négociables à court terme (*commercial papers*) émis par les SNF françaises (56 milliards d'euros en mars 2023) est plus domestique (64% de détention des OPC monétaires français). La dette émise par les SNF françaises reste de qualité comparable à celle du reste de la zone euro (cf. graphique 2.3), avec 70% d'émissions *investment grade* au T1 2023.

Graphique 2.3: Part d'émissions de dette de marché IG (BBB inclus)

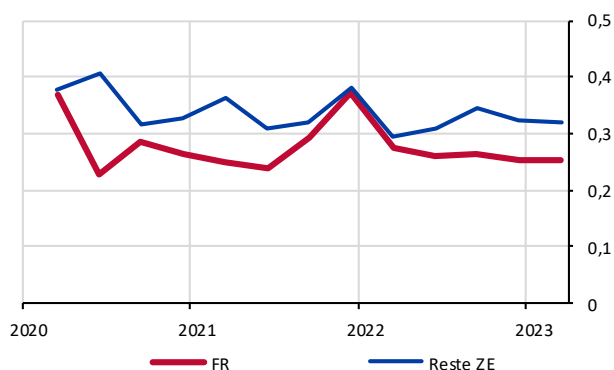
x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : CSDB, Calculs Banque de France

Graphique 2.4: Part des nouveaux crédits bancaires avec dont la probabilité de défaut correspond à la catégorie IG (BBB inclus)

x : axe temporel / y : pourcentage



Note : Lignes de crédit, prêts à terme et crédits renouvelables contractés par des SNF françaises (européennes) auprès d'institutions bancaires. IG correspond à un Credit Quality Step de 3 ou moins (probabilité de défaut inférieure à 0,4%, cf. le cadre d'évaluation du crédit de l'Eurosystème⁷⁰). Les émissions sans probabilité de défaut associée représentent en moyenne sur la période 14,5% des émissions de SNF françaises et 38,5% des émissions de SNF européennes⁷¹.

Sources : Anacredit, calculs banque de France

La remontée des coûts de financement des SNF est plus mesurée en termes réels, c'est-à-dire en tenant compte de l'inflation. De fait, l'inflation érode la valeur réelle des sommes échangées. Pour cette raison, le taux réel, qui est le taux nominal diminué du taux d'inflation anticipé sur l'horizon de décision, est le taux retenu lors de la prise d'une décision relative à un investissement. Un taux nominal élevé, dans un contexte inflationniste, peut aboutir à un coût de crédit plus faible⁷². Toutefois, la remontée des taux d'intérêt nominaux, conjuguée au ralentissement de l'inflation, entraîne une hausse des taux d'intérêt réels pour les SNF, positifs depuis janvier 2023 (cf. graphique 2.3).

La progression nominale du stock de crédits bancaires doit également être relativisé par la hausse des prix : corrigée de l'inflation⁷³, la croissance réelle des crédits est plus modérée tout en demeurant positive (+ 0.4 % en mars 2023, cf. graphique 2.4).

⁷⁰ Eurosystème credit assessment framework (ECAAF) (europa.eu)

⁷¹ Les probabilités de défaut proviennent des modèles internes des banques, en accord avec l'approche fondée sur les notations internes. [AnaCredit Reporting Manual Part II – Datasets and data attributes, second edition \(europa.eu\)](#).

⁷² Sur l'approche entre taux réel et taux nominal, cf. encadré 1 de l'ERS de décembre 2022 :

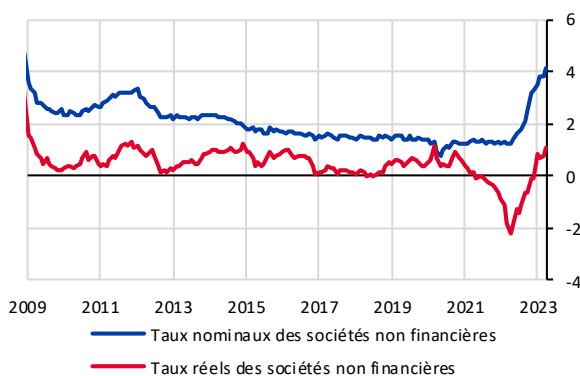
<https://publications.banque-france.fr/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais-decembre-2022>.

⁷³ Avec le déflateur du PIB, cf. [Équilibre du produit intérieur brut | Insee](#).

Le ralentissement de la croissance du stock de dette permet une légère amélioration du ratio d'endettement des SNF, qui bénéficient également de la hausse de la valeur ajoutée (VA), malgré le contexte inflationniste. La hausse des volumes de financement est inférieure à la hausse de la valeur ajoutée : la mobilisation de 1,4 million de liasses fiscales 2022 présentes dans le Fichier bancaire des entreprises (FIBEN) à début juin 2023, permet en effet de constater une baisse modérée du ratio dette/valeur ajoutée en 2022 par rapport à 2021. Sans pour autant revenir aux niveaux de 2019, la baisse est visible pour les microentreprises, les petites et moyennes entreprises (PME) hors microentreprises ou les entreprises de taille intermédiaire (ETI).

Graphique 2.5: Taux d'intérêt réel du crédit aux SNF françaises

x : axe temporel / y : milliards d'euros

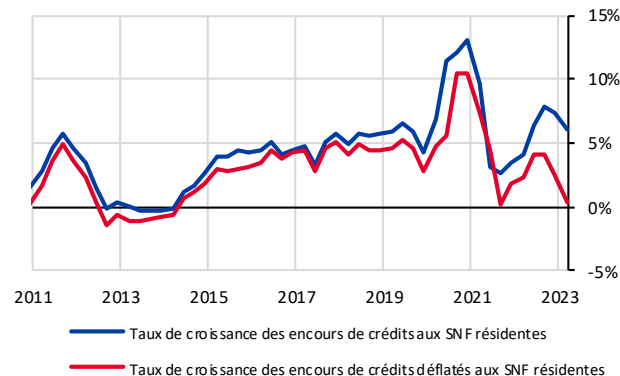


Note : Le taux d'intérêt réel est obtenu en déflatant le taux d'intérêt nominal des anticipations d'inflation à 5 ans

Sources : SDW MFI Interest Rate Statistics (MIR), Refinitiv Eikon

Graphique 2.6: Glissement réel annuel des stocks de crédit bancaire

x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Données Banque de France (webstat) pour les encours de crédits. Données INSEE pour le déflateur du PIB

2.2 Le durcissement des conditions de financement affecte davantage les petites et moyennes entreprises.

La croissance du crédit bancaire se différencie par taille d'entreprise, avec une plus forte hausse du crédit aux grandes entreprises qu'aux PME et ETI : à fin mars 2023, + 13,2 % en glissement annuel pour les grandes entreprises (cf. tableau 2.1), contre respectivement + 5,0 % et + 5,6 % pour les PME et les ETI⁷⁴. En outre, les PME n'ont pas ou très peu accès au financement externe non bancaire, les crédits bancaires représentant en effet 85 % de leur endettement⁷⁵ alors que les dettes obligataires constituent 70 % de l'endettement des grandes entreprises⁷⁶. Ces dernières sont donc davantage en mesure de diversifier leurs sources de financement. Par ailleurs, la dynamique de l'encours de crédit des grandes entreprises agrège des situations différentes, certaines grandes entreprises faisant le choix de se désendetter.

Les PME subissent davantage que les grandes entreprises la remontée des taux. Les *spreads* des taux moyens de financement entre PME et grandes entreprises sont ainsi passés de 17 points de base en décembre 2021, à 151 points de base en mars 2023 (cf. graphique 2.7).

Les grandes entreprises bénéficient également encore de taux d'intérêt réels négatifs contrairement aux PME et ETI qui font face à des taux réels positifs. Les anticipations d'inflations à 3-5 ans des chefs d'entreprises s'établissent à 3 % en mars 2023, alors que les grandes entreprises se financent à 2,57 %, contre respectivement 3,36 % pour les PME hors TPE et 3,12 % pour les ETI en mars 2023.

⁷⁴ Financement des entreprises - Mar 2023 | Banque de France (banque-france.fr)

⁷⁵ Le financement des entreprises face aux crises | Banque de France (banque-france.fr)

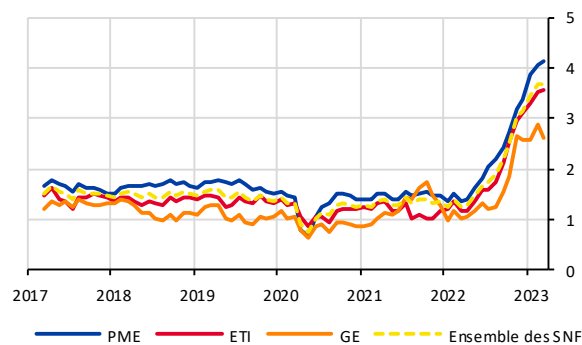
⁷⁶ Cf. Lé, Mathias and Vinas, Frédéric (2022). Firm Listing Status, Firm Size, and the Financing of Investment, The Review of Corporate Finance Studies, 2022;, cfac038, <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfac038>

Tableau 2.1: Taux d'intérêt par taille d'entreprise
Montants en milliards d'euros et pourcentages

Mois de 2023	Encours (Mds €)	Taux de croissance annuel (%)			Taux d'intérêt annuel		
		mars	janv.	févr.	mars	janv.	févr.
PME	574	5,5	5,3	5,0	3,9	4,1	4,1
ETI	353	6,3	6,5	5,6	3,3	3,5	3,6
Grandes entreprises	197	12,2	13,0	13,2	2,6	2,9	2,6
Total SNF	1 331	6,8	6,9	6,4	3,5	3,7	3,7

Sources : Banque de France

Graphique 2.7: Taux d'intérêt par taille d'entreprise
x : axe temporel / y : pourcentages



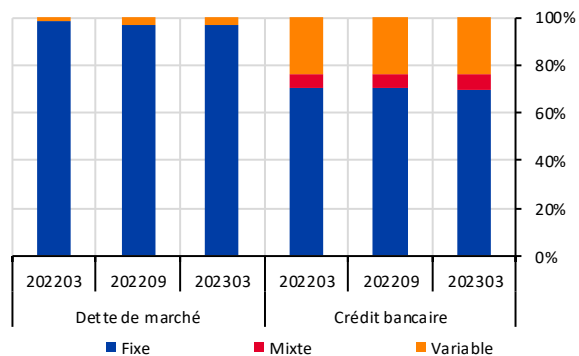
Sources : Banque de France

2.3 La charge d'intérêt des SNF françaises augmente de façon progressive grâce à une structure d'endettement favorable.

La structure de leur dette protège les SNF françaises d'un choc de taux brutal. La hausse des taux d'intérêt affecte les charges financières des entreprises par trois canaux : les dettes à taux variables déjà en place, les dettes à taux fixe arrivant prochainement à maturité et devant être renouvelées, et les nouveaux besoins d'endettement des entreprises. Les deux premiers ensembles, dettes à taux variables et dettes à taux fixe avec une maturité résiduelle de moins d'un an, représentaient environ 25 % de l'endettement des entreprises à fin 2022. Le troisième canal, plus incertain, dépendra de l'évolution de la demande de crédit et des conditions d'octroi en réponse à la remontée des taux. Au premier trimestre 2023, la proportion d'entreprises ayant sollicité de nouveaux crédits était stable, et ces nouveaux crédits étaient bien servis⁷⁷. En conséquence, les charges financières des entreprises, d'un point de vue agrégé, devraient s'accroître modérément en 2023. Une attention particulière est néanmoins portée aux plus petites entreprises, dépendantes du crédit bancaire à des coûts plus élevés.

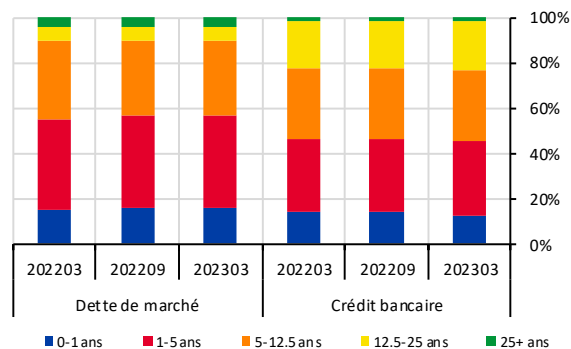
La structure de la dette des SNF françaises, composée en grande majorité de prêts à taux fixe et à maturité longue, est relativement stable. La part du stock de dette à taux variable reste très minoritaire (24 % de l'encours de crédits bancaires, 3 % de la dette de marché en mars 2023, cf. graphique 2.8) et nettement plus faible que dans le reste de la zone euro (46 % des crédits en mars 2023). En se concentrant sur les flux de nouveaux crédits bancaires, on observe néanmoins une hausse de la part des prêts à taux variable (41 % des nouveaux crédits, contre 29 % en mars 2022). La dette des SNF françaises reste également tournée vers des maturités longues (55 % des encours de crédits bancaires et 43 % pour la dette de marché ont une maturité résiduelle à 5 ans ou plus, cf. graphique 2.9). Le taux d'intérêt moyen de l'encours de dette augmente donc progressivement et reste sensiblement inférieur au coût des nouveaux emprunts (2,19 % pour le stock de crédits à plus de 5 ans en mars 2023 contre 3,68 % pour les nouveaux crédits).

Graphique 2.8: Structure par type de taux des encours de dette des SNF françaises
x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Anacredit, SDW Securities Issues Statistics, calculs BdF

Graphique 2.9: Répartition par tranche de maturité résiduelle des encours de dette des SNF françaises
x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Anacredit, CSDB, calculs Banque de France

⁷⁷ Accès des entreprises au crédit | Banque de France (banque-france.fr)

Encadré 2.1 : Rythme de réévaluation du taux d'intérêt des crédits bancaires aux sociétés non financières françaises

La sensibilité des emprunts des sociétés non financières (SNF) au risque de taux dépend de plusieurs paramètres : la fixation du taux d'intérêt (fixe ou variable), la maturité, les dates de renégociation du taux d'intérêt et le rythme d'amortissement du principal⁷⁸. La mesure de la sensibilité des crédits aux variations de taux nécessite d'agréger ces paramètres.

L'indicateur de *repricing cash flows*⁷⁹ a deux avantages : pour les prêts à taux variables, il fournit le montant de principal à la première date de changement du taux prévue dans le contrat ; pour les prêts à taux fixe⁸⁰, il estime la sensibilité de l'amortissement au risque de taux à partir de l'hypothèse que les flux remboursés sont renouvelés (*roll-over*) et remplacés par des prêts basés sur de nouveaux taux⁸¹.

Cet indicateur est obtenu en sommant à chaque échéance future le montant du principal et les versements afférents aux intérêts, en fonction des dates de remboursement ou, pour les prêts à taux variables, des dates où le montant du principal est mis à jour en fonction du nouveau taux d'intérêt. Les *cashflows* remboursés (ou réévalués chaque année) sont ensuite rapportés au total des *cashflows* afférents au prêt pour obtenir un ratio.

Il est possible de calculer cet indicateur, à partir du registre Anacredit, pour chaque prêt accordé par une banque française à une SNF résidente⁸². Le registre permet en outre d'avoir une vision agrégée de l'ensemble des banques françaises. Les données révèlent une disparité selon la nature du prêt : pour les prêts à taux fixe, 26 % de l'encours est réévalué dans l'année (cf. graphique 2.10) ; pour les prêts à taux variable la réévaluation annuelle concerne presque les deux tiers de l'encours (62%, cf. graphique 2.11).

Ces pourcentages sont à comparer à la maturité résiduelle des portefeuilles considérés : pour les prêts à taux fixe, 3 % des prêts ont une maturité résiduelle inférieure à un an (cf. graphique 2.10) ; pour les prêts à taux variable, ce pourcentage grimpe à 19 % (cf. graphique 2.11). **Selon cette mesure, l'échéance moyenne de réévaluation des taux d'intérêt sur le stock de prêts à taux fixes aux SNF françaises est plus courte que la maturité moyenne de leurs prêts** (cf. graphique 2.10).

Cela s'explique principalement par la prise en compte de la structure d'amortissement des prêts. La transmission des hausses de taux d'intérêt ne dépend donc pas uniquement de la fixation du taux d'intérêt, mais aussi du calendrier de l'amortissement et de la fréquence de paiement des intérêts. Étant donné que 75 % des prêts aux SNF françaises avaient un amortissement fixe⁸³ en mars 2023, le montant du principal remboursé ainsi que l'échéance cumulée des SNF diminue au fil du temps. Les prêts à taux variables ont des maturités résiduelles plus courtes que celles des taux fixes. Le profil des *repricing cashflows* diffère peu du profil de la maturité résiduelle dans ce cas (cf. graphique 2.11). Enfin, la maturité moyenne agrégée des *repricing cashflows* est de 4,9 et 2,3 années pour les prêts à taux fixes et variables. Ce profil est stable au cours des 5 dernières années.

⁷⁸ « principal » est parfois remplacé par le terme « amortissement ». Il correspond au montant du capital remboursé à chaque échéance du crédit.

⁷⁹Cette mesure reprend le concept de *repricing cash flows* défini par le Comité de Bâle son document *Norme – Risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire* (*Standards – Interest rate risk in banking book* [IRRB], BRI)

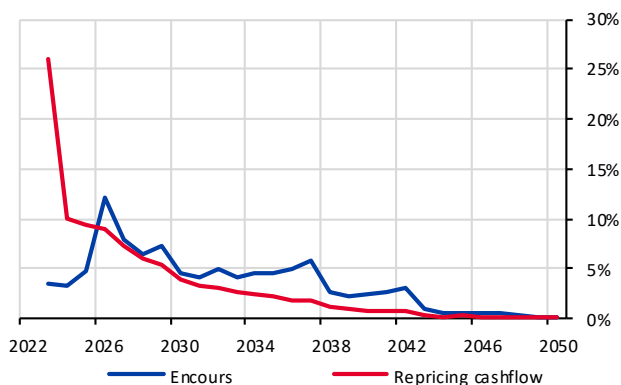
⁸⁰ Pour les prêts à taux fixe, il est commun de distinguer les prêts « traditionnels » à amortissement fixe, où l'emprunteur rembourse régulièrement une partie du capital ainsi que les intérêts afférents, des prêts à amortissement « bullet » où l'emprunteur ne paye que les intérêts pendant toute la durée du prêt et rembourse l'intégralité du capital lors de l'échéance finale (pas de remboursement intermédiaire du capital).

⁸¹ Les prêts accordés aux SNF françaises par les banques françaises en mars 2023 sont pour 68 % à taux fixe et pour 32 % à taux variable.

⁸² Les principaux types d'instruments sont les lignes de crédit, les prêts à terme et les crédits renouvelables. Ils constituent plus de 85% du crédit bancaire français aux entreprises françaises.

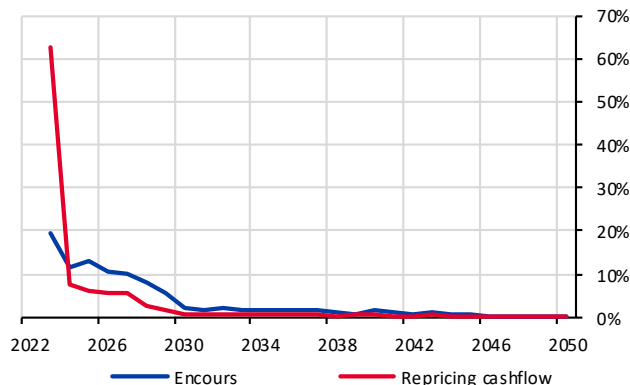
⁸³ Fixe - Le montant du principal payé à chaque intervalle d'amortissement est le même

Graphique 2.10: Distribution de l'encours et des *repricing cashflows* par maturité résiduelle pour les prêts à taux fixe
x : axe temporel / y : pourcentage



Notes : Le trait rouge indique l'évolution de l'indicateur repricing cashflows. Le trait bleu représente la répartition de l'encours total du portefeuille de prêts à taux fixe selon les maturités résiduelles. D'après le graphique par exemple, 12% des prêts arrivent à échéance en 2026
Périmètre : France
Sources : Anacredit, calculs Banque de France

Graphique 2.11: Distribution de l'encours et des *repricing cashflows* par maturité résiduelle pour les prêts à taux variable
x : axe temporel / y : pourcentage



Notes : Le trait rouge indique l'évolution de l'indicateur repricing cashflows. Le trait bleu représente la répartition de l'encours total du portefeuille de prêts à taux variable selon les maturités résiduelles. D'après le graphique, 5% des prêts arrivent à échéance en 2028. Les prêts à taux variable comprennent les prêts à taux d'intérêt mixte
Périmètre : France
Sources : Anacredit, calculs Banque de France

2.4 Malgré le resserrement des conditions de financement, le crédit à l'investissement reste dynamique et la trésorerie des entreprises se maintient à un niveau élevé.

Le crédit à l'investissement continue de progresser plus rapidement que l'activité. À fin mars 2023, le glissement annuel du stock de crédits à l'investissement affiche un rythme soutenu, + 7,2 %, nettement supérieur à la prévision de croissance du PIB de 0,6 % sur l'année 2023.

Le crédit de trésorerie reste lui à un niveau historiquement élevé en 2022 comparé aux moyennes de long terme. La croissance des crédits de trésorerie se modère mais leur stock représente environ 13% du PIB à fin 2022 contre une moyenne de 9 % sur la période 2006-2019 (cf. graphique 2.12). Les entreprises affichent donc une trésorerie solide, notamment aidée par la souscription de prêts garantis par l'État (PGE) lors de la crise sanitaire⁸⁴. Le volume de trésorerie, en légère diminution début 2023, reste nettement supérieur au niveau de fin 2019 (baisse de 2,2 % en janvier 2023 à 892 milliards d'euros, non liée à un effet PGE, contre 689 milliards d'euros fin 2019)⁸⁵. La trésorerie est composée à 6,4 % de parts d'OPC monétaires, 68,8 % de dépôts à vue et 24,8 % de dépôts rémunérés, avec une légère baisse de la part des deux premières composantes au profit des dépôts rémunérés depuis fin 2021.

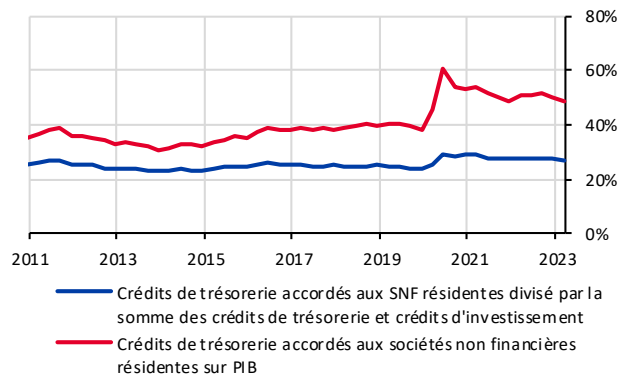
Le remboursement des PGE s'effectue plus rapidement pour les entreprises ayant une meilleure qualité de crédit, en ligne avec les prévisions. 685 000 unités légales ont bénéficié des PGE pour un montant total de 143 milliards d'euros octroyés entre mars 2020 et janvier 2023. À février 2023, près de 36 % ont déjà été remboursés. Le stock de PGE se réduit donc progressivement, la qualité des crédits restants tend comme prévu à diminuer. Les entreprises en meilleure santé remboursent en effet leur PGE plus rapidement que les premières : soit parce qu'elles n'en ont pas besoin, soit pour montrer leur bonne santé vis-à-vis des contreparties extérieures. Les calculs de pertes pour l'État sur les PGE, réalisés pour le compte du Trésor, restent cependant inchangés, à 4,6 %.

⁸⁴ Cf. Vinas (F.) (2020), « Une forte hausse des encours de crédits aux entreprises en France au premier semestre 2020 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 232/7, novembre-décembre.

⁸⁵ [situation-financiere-menages-snf juin-2022_v3_0.pdf \(banque-france.fr\)](#)

Graphique 2.12: Part des crédits de trésorerie aux SNF françaises rapportée au total des crédits et au PIB

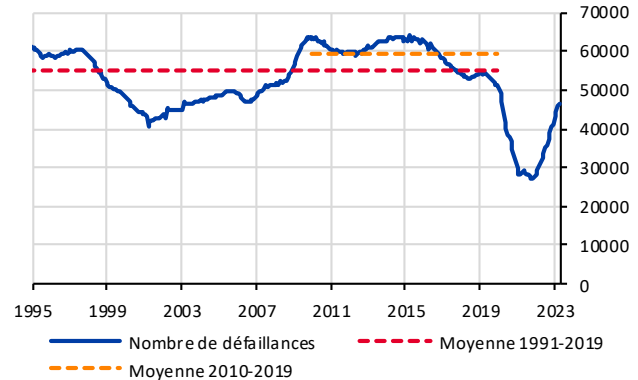
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Graphique 2.13: Cumul sur 12 mois du nombre de défaillances

x : axe temporel / y : nombre de défaillances cumulées



Source : Banque de France

2.5 Les défaillances d'entreprises poursuivent leur rattrapage.

Les défaillances d'entreprises ont fortement reculé à compter du début de la crise sanitaire (cf. graphique 2.11), à la suite des mesures publiques de soutien en trésorerie (PGE en particulier mais aussi fonds de solidarité, arrêt des assignations Urssaf). Ces mesures de soutien ont permis d'éviter l'état de cessation des paiements pour nombre d'entreprises dans un contexte de fort recul de l'activité.

Un mouvement d'augmentation du nombre de défaillances s'est amorcé en novembre 2021, notamment alimenté par le retrait progressif des aides publiques liées à la Covid-19 et dans un contexte de déclenchement de la guerre russe en Ukraine. À fin mai 2023 le nombre de défaillances cumulé sur un an poursuit sa progression à 47 231 (cf. tableau 2.2), mais reste bien inférieur à son niveau moyen pré-pandémique⁸⁶ de 59 300 défaillances (période 2011-2019).

Tableau 2.2: Nombre de défaillances sur 12 mois, par taille à fin mai

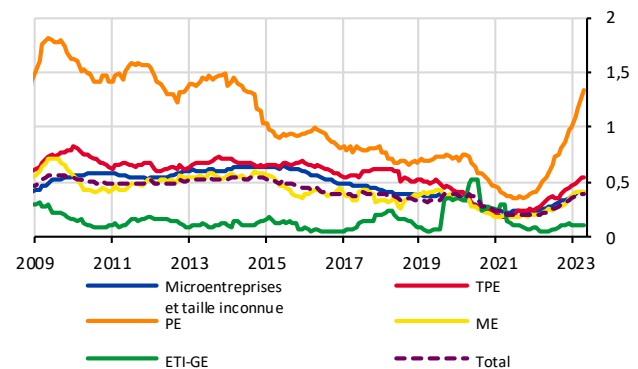
Nombre de défaillances

	2019	mai-23	mai23/mai22	mai23/2019
ETI-GE	26	41	78,3%	57,7%
PME, dont	51 119	47 190	45,7%	-7,7%
Microentreprises et taille indéterminée	48 747	43 609	43,5%	-10,5%
Très petites entreprises	1 478	2 208	78,5%	49,4%
Petites entreprises	650	1 041	89,3%	60,2%
Moyennes entreprises	244	332	72,0%	36,1%
Ensemble	51 145	47 231	45,8%	-7,7%

Source : Banque de France

Graphique 2.14: Poids des défaillances des entreprises non financières en termes d'encours de crédit

x : axe temporel / y : Nombre de défaillances cumulées sur les douze derniers mois - déc. 2006 à avril 2023 (+ mai 2023 provisoire)



Source : Banque de France

Les niveaux de défaillances progressent néanmoins plus rapidement pour les PME, ETI et grandes entreprises (GE) que pour les microentreprises, ce qui est source de risques pour l'emploi et pour la qualité de crédit. Le maintien sous les niveaux de défaillances pré-pandémiques est propre aux microentreprises (et entreprises de taille indéterminée) qui représentent plus de 92 % des défaillances sur les 12 derniers mois. Le nombre de défaillances pour les PME (hors microentreprises) et ETI dépasse en revanche largement les niveaux pré-crise. Dans ce contexte, le nombre d'emplois potentiellement menacés par les défaillances augmente. Ce diagnostic ne tient toutefois pas compte de la capacité des travailleurs à retrouver rapidement un emploi dans le contexte actuel de faible chômage. D'autre part, le poids de l'encours de crédit porté par les entreprises défaillantes augmente (cf.

⁸⁶ Suivi mensuel des défaillances | Banque de France (banque-france.fr)

graphique 2.14, et aussi partie 1.2 du rapport). Cette hausse est particulièrement marquée pour les petites entreprises et dans une moindre mesure pour les TPE. Ce phénomène s'explique non seulement par un effet nombre mais également par une hausse de l'encours moyen porté par ces entreprises par rapport aux entreprises non défaillantes et fait l'objet d'une attention particulière.

3. Chapitre thématique : Immobilier commercial

Le secteur de l'immobilier commercial se définit usuellement comme l'ensemble des biens immobiliers (locaux d'activité mais aussi d'habitation) détenus par des personnes morales. Ces biens peuvent être occupés par leurs propriétaires afin d'y exercer leurs activités ou mis en location par des professionnels de l'immobilier ou des sociétés civiles immobilières (SCI), que l'occupant du bien soit une personne physique ou une personne morale. Dans ce second cas, on parle d'immobilier de rendement, donc la valorisation était estimée en décembre 2022 à 482 milliards d'euros. Les principaux acteurs du marché de l'immobilier commercial sont les entreprises du secteur immobilier, les entreprises hors secteur immobilier qui utilisent des biens immobiliers pour leur activité, et les fonds immobiliers. Les actifs immobiliers des entreprises françaises s'élevaient à 988 milliards d'euros en 2021, quand l'actif brut des fonds immobiliers français s'élevait à 314 milliards d'euros en décembre 2022. L'empreinte des entités étrangères sur le marché français est plus difficile à quantifier.

L'immobilier commercial est un sujet d'attention pour les banques centrales et les autorités de supervision, après une décennie de forte croissance puis un ralentissement marqué depuis la crise de la Covid-19, associé à des transformations structurelles liées au développement du télétravail et du commerce en ligne. Ce ralentissement pourrait être amplifié par la normalisation de la politique monétaire, qui augmente sensiblement les coûts de financement des acteurs du marché en raison de leur recours important à l'endettement. Par ailleurs, la faible liquidité de cette classe d'actifs, et donc la difficulté à la valoriser de manière régulière et précise, expose particulièrement les acteurs du système financier à un retournement du cycle. Enfin, les fonds d'investissement sont devenus, au cours des dernières années, des acteurs centraux du marché de l'immobilier commercial. Face à des contraintes de liquidité, ils sont susceptibles d'amplifier la chute des prix.

Les conséquences pour l'économie réelle d'un retournement marqué du cycle pourraient concerner les professionnels de l'immobilier, qui représentent une part importante de l'activité en France, mais aussi l'ensemble des sociétés non financières (SNF). D'une part, un ralentissement de la construction pénaliserait le secteur de la construction (6,7 % des emplois en France en 2020 et 5,5 % de la valeur ajoutée au quatrième trimestre 2022). D'autre part, la baisse des rendements locatifs impacterait les entreprises du secteur de l'immobilier (12,8 % de la valeur ajoutée de l'économie française au quatrième trimestre 2022). De plus, la correction des valorisations pourrait affecter l'ensemble des entreprises par l'intermédiaire la qualité de leurs actifs (en 2021, la part des actifs immobiliers dans le bilan des SNF était de 11 %) et leur accès au crédit. En effet, les biens immobiliers pouvant être utilisés comme collatéral, le retournement du cycle pourrait affecter leur capacité d'emprunt.

Face à ces risques, le Comité européen du risque systémique a émis en décembre 2022 une recommandation à l'intention des autorités macroprudentielles nationales. La recommandation recense les risques systémiques liés à l'immobilier commercial, préconise un suivi accru des vulnérabilités du secteur et encourage, si nécessaire, la mise en place de mesures macroprudentielles (mesures emprunteurs ou coussin en capital). À ce stade les expositions des institutions financières françaises au retournement des valorisations restent limitées. Les expositions des banques vis-à-vis de l'immobilier commercial représentaient une part modeste de leur bilan à fin 2022 (3,3 %). L'exposition des assurances est plus importante (8,4 % de leur actif à fin 2022, y compris les expositions indirectes par l'intermédiaire de fonds immobiliers), mais stable dans le temps. Les fonds d'investissement, hors fonds immobiliers, sont également relativement peu exposés. Il reste toutefois que cette classe d'actifs constitue un canal de transmission et d'amplification importante des chocs affectant le système financier français. En effet, les niveaux élevés de valorisation par rapport aux autres pays de la zone euro font de l'immobilier commercial une vulnérabilité structurelle à surveiller. Une poursuite de la baisse des prix impacterait principalement les fonds immobiliers, en fonction de leurs politiques de rachats et des outils de gestion de liquidité à disposition, et les capacités d'emprunt des entreprises.

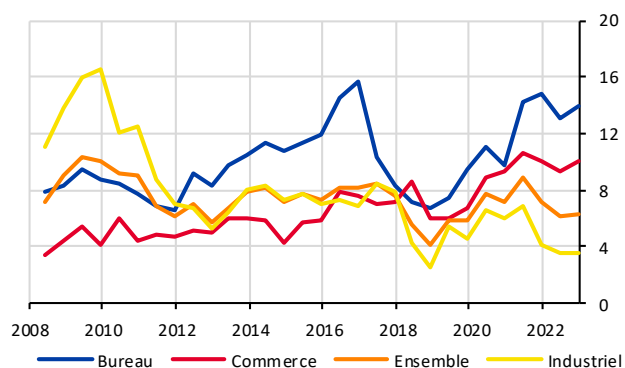
3.1 Le marché de l'immobilier commercial entre dans une phase de repli, portée par des facteurs cycliques et structurels.

Si l'année 2022 a connu un volume de transactions en légère baisse par rapport à la moyenne décennale (- 4 %), le fort ralentissement au quatrième trimestre est inédit. Dans un contexte de développement du télétravail, cette baisse annuelle est surtout portée par les bureaux (en recul de 20 % par rapport à la moyenne sur la période 2012-2022), principalement en Île-de-France (avec notamment une baisse de 68 % à la Défense). À l'inverse, malgré le développement du commerce en ligne, le secteur du commerce de détail ou *retail* a connu en 2022 une croissance notable du volume de transactions (+ 15 % par rapport à une moyenne historiquement basse sur la période 2012-2022). Enfin, l'investissement dans le secteur de la logistique et de l'industrie est en recul de 12,5 % par rapport à 2021, après une très forte croissance au cours des dernières années⁸⁷.

L'investissement locatif a perdu en attractivité sur certains segments de marché, avec une hausse de la vacance et une baisse des rendements locatifs. Ainsi, le taux de vacance est en augmentation pour tous les secteurs en France (bureaux, commerces et entrepôts). En particulier, il est en forte croissance pour les bureaux, suivant une dynamique amorcée dès 2020 et passant de 7 à 14 % en trois ans (cf. graphique 3.1). Cette évolution est plus marquée que dans d'autres pays européens (cf. graphique 3.2). Les rentabilités locatives, calculées comme le rapport entre les revenus locatifs et la valeur d'achat, ont diminué pour tous les segments du marché depuis 2013, en raison de la hausse continue des prix. Elles restent cependant stables sur l'année 2022, en se situant entre 1,7 et 1,9 % (cf. graphique 3.3), dans la moyenne européenne (cf. graphique 3.4). De même, la prime de risque, qui compare la rentabilité locative au taux souverain à dix ans, est en baisse depuis 2022 ; mais reste positive⁸⁸. La France est dans la moyenne européenne, contrairement à l'Italie par exemple, où le *spread* est presque nul.

Graphique 3.1: Taux de vacance en France par segment

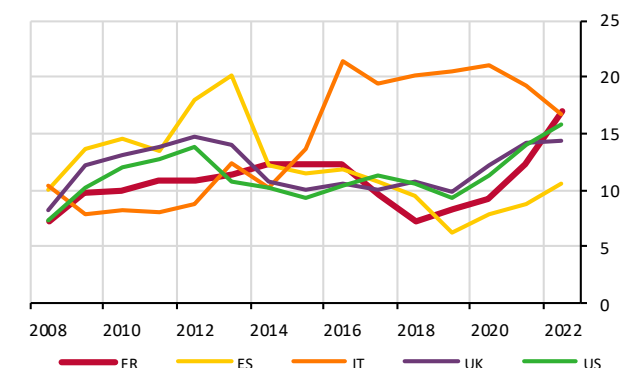
x : axe temporel / y : taux de vacance en pourcentage



Source : MSCI

Graphique 3.2: Taux de vacance des bureaux par pays

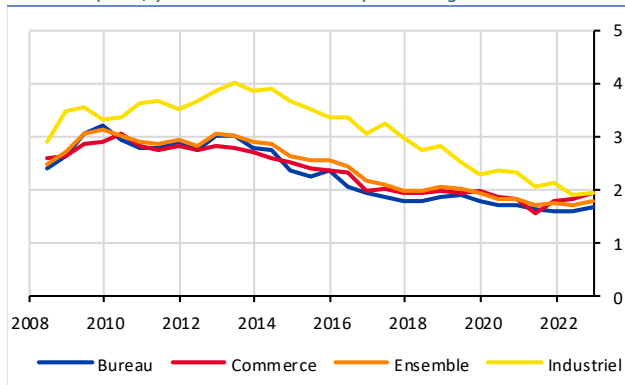
x : axe temporel / y : taux de vacance en pourcentage



Source : MSCI

Graphique 3.3: Rentabilité locative en France par segment

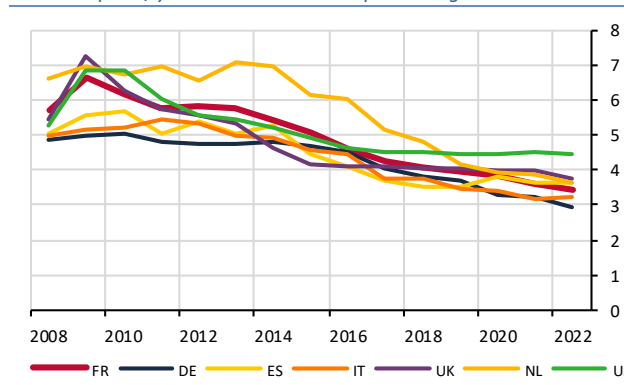
x : axe temporel / y : rentabilité locative en pourcentage



Source : MSCI

Graphique 3.4: Rentabilité locative des bureaux par pays

x : axe temporel / y : rentabilité locative en pourcentage



Source : MSCI

⁸⁷ Sources : BNP Real Estate, Immostat.

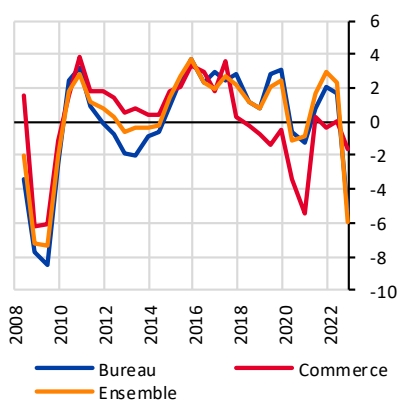
⁸⁸ Sources : MSCI et Eurostat.

Conséquence de ce ralentissement des transactions, les prix sont en net repli, quoique la dynamique reste hétérogène selon les secteurs. Au quatrième trimestre 2022, la baisse est moins prononcée pour l’immobilier de commerce (– 1,6 % sur un an) que pour les bureaux (– 5,3 %) (cf. graphique 3.5). Cependant, le retournement des prix des bureaux est, à ce stade, plus faible qu’au Royaume-Uni ou qu’en Allemagne (cf. graphique 3.6). Les prix très élevés en France posent cependant la question d’une surévaluation des actifs : 72 % des investisseurs estiment que les prix de l’immobilier commercial sont surévalués en France⁸⁹.

L’ampleur de la correction semble propre à l’immobilier commercial, comme le confirme la comparaison du prix des actions émises par des foncières avec l’indice CAC40. Si les deux indices évoluaient dans le même sens jusqu’à la crise Covid, la baisse des prix des foncières s’est prolongée jusque fin octobre 2020. 2021 n’a pas permis à l’indice de retrouver son niveau d’avant-crise, contrairement au CAC40. Enfin, si, en dépit de la persistance de nombreuses incertitudes liées à l’évolution de la conjoncture, le CAC40 a enregistré un net rebond depuis la fin de l’année 2022, le secteur des foncières a en revanche continué d’être pénalisé (cf. graphique 3.7). Le repli est cependant moins marqué en France que dans l’ensemble de la zone euro (– 15 % contre – 35 % respectivement entre janvier 2022 et mai 2023)⁹⁰. Le ratio *price-to-book* des foncières (inférieur à 0,7 depuis juin 2022) ne permet par ailleurs pas de distinguer de signe d’exubérance, suggérant que la crise Covid a entraîné une normalisation durable de leur cours.

Graphique 3.5: Taux de croissance des prix en France par segment

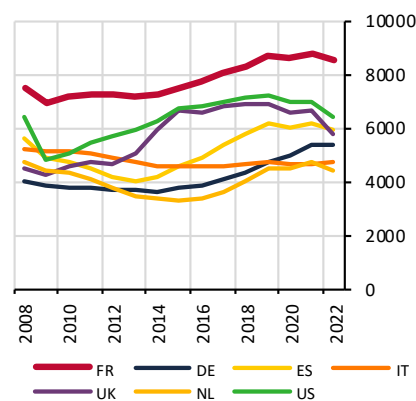
x : axe temporel / y : croissance des prix en pourcentage



Source : MSCI

Graphique 3.6: Prix des bureaux par pays

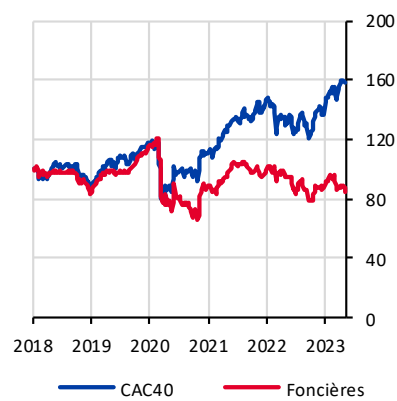
x : axe temporel / y : prix des bureaux en €/m²



Source : MSCI

Graphique 3.7: Prix des actions émises par les entreprises françaises

x : axe temporel / y : indice en base 100 (2018)



Source : Datastream

3.2 Le financement des acteurs du marché de l’immobilier commercial reste stable, malgré la hausse des taux et les incertitudes du secteur financier.

La hausse des taux d’intérêt et la recherche de sécurité des investisseurs ont pu laisser craindre des difficultés de financement pour les acteurs du marché de l’immobilier commercial, amplifiant la baisse des prix. Les deux principaux acteurs sur le marché sont les entreprises (du secteur de l’immobilier ou non) et les fonds d’investissement immobiliers. Les entreprises sont particulièrement exposées à une potentielle contraction de l’offre de crédit bancaire pour l’achat de biens immobiliers ou garantis par des biens immobiliers. Les fonds immobiliers sont également exposés au passif à la hausse des taux, en raison de leur recours au levier. Le risque principal reste cependant le retrait des investisseurs, en fonction de la liquidité du passif des fonds.

Plusieurs types d’entreprises s’endettent pour financer leurs activités et besoins immobiliers ou en s’appuyant sur l’immobilier comme collatéral. Les entreprises du secteur de l’immobilier hors SCI représentent 8,8 % de l’encours de dette des SNF au quatrième trimestre 2022 (dette de marché et crédit bancaire). Les sociétés civiles immobilières représentent 12,9 % de la dette, et les emprunts bancaires des autres SNF en lien avec l’immobilier 5,4 % (cf. graphique 3.8).

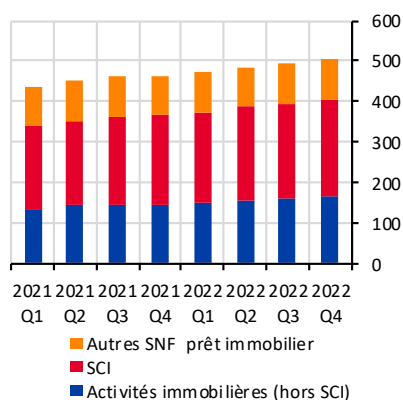
⁸⁹ Source : RICS, via la BCE.

⁹⁰ Source : Datastream.

Malgré un fort endettement, les entreprises du secteur de l'immobilier bénéficient de plusieurs facteurs de résilience face à la hausse des taux d'intérêt. Leur fort endettement est en particulier lié au fait que leur activité nécessite de financer d'importants coûts fixes. Ainsi, le ratio de dette nette sur EBITDA⁹¹ des grands groupes français de l'immobilier s'élevait à 4,7 fin 2021, contre 2,0 pour l'ensemble des grands groupes français. Seulement 17,2 % de l'encours de titres de dette est noté *investment grade* hors BBB, contre 40,1 % pour les autres SNF françaises en décembre 2022. Cet important recours à la dette expose les entreprises du secteur immobilier à la hausse des coûts de financement. Toutefois, leur taux de bancarisation est plus élevé que celui des autres SNF : 54,6 % de l'endettement financier des grands groupes immobiliers français est contracté auprès d'établissements bancaires, contre 33,9 % pour l'ensemble des grands groupes français⁹². Elles ont donc pu bénéficier, pour leurs encours arrivant à échéance, d'une remontée des taux d'intérêt bancaires plus progressive que celle des taux de marché. De plus, leur dette est majoritairement à taux fixe (70,5 % de l'encours⁹³) et à maturité longue (64,1 % de l'encours a une maturité supérieure à 5 ans, contre 38,3 % pour les autres SNF, cf. graphique 3.9), ce qui protège à moyen terme ces entreprises d'une hausse des taux brutale. En conséquence, le taux des prêts non performants pour ces entreprises est resté stable et inférieur à celui des autres sociétés non financières.

Graphique 3.8: Encours de dette lié aux actifs immobiliers

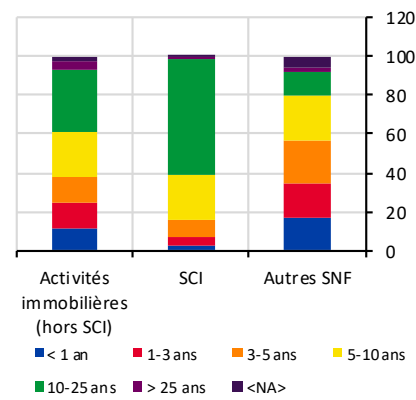
x : axe temporel / y : encours de dette des SNF lié à l'immobilier en milliards d'euros



Sources : Anacredit, CSDB

Graphique 3.9: Maturité résiduelle de la dette par type de SNF au T4 2022

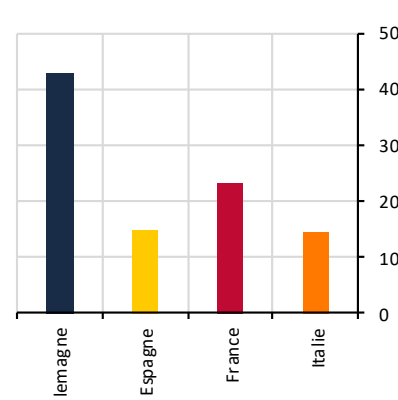
x : type de SNF / y : distribution de l'encours par tranches de maturité en pourcentage



Sources : Anacredit, CSDB

Graphique 3.10: Part du crédit bancaire garanti par un bien immobilier au T4 2022

x : pays / y : part du crédit bancaire aux SNF garanti par un bien immobilier en pourcentage



Source : Anacredit

Un autre risque pour le financement de l'ensemble des entreprises est la dévalorisation des biens immobiliers.

En effet, au quatrième trimestre 2022, 23,4 % du crédit bancaire aux SNF françaises était garanti par un bien immobilier (cf. graphique 3.10). La baisse des prix immobiliers et les doutes sur la qualité de ces actifs pourraient à terme dissuader les créanciers et donc affecter les capacités d'emprunt des sociétés non financières – et en particulier des sociétés dont l'activité principale est l'immobilier, qui utilisent plus que les autres les biens immobiliers comme collatéral.

Ces différents facteurs pourraient conduire à une contraction de l'offre de crédit pour les acteurs de l'immobilier commercial.

Les conditions d'octroi des crédits bancaires (taux d'intérêt, maturité, ratio prêt-valeur) restent cependant stables ou n'évoluent pas différemment du reste des autres sociétés non financières en 2022. Les acteurs avec les probabilités de défaut les plus élevées continuent à trouver des financements bancaires. Toutefois, la part des prêts garantis par des biens immobiliers dans la production de crédit aux entreprises françaises diminue depuis le début de l'année 2022 (cf. graphique 3.12). De plus, la reprise des émissions de dette risquée (*high yield*) sur le marché obligataire constatée depuis mi-2022 n'a pas été observée pour les entreprises du secteur de l'immobilier. Au contraire, leurs émissions de dette sur le marché obligataire ont davantage

⁹¹ L'*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) : bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements ; équivalent de l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) en comptabilité française.

⁹² Une situation financière des grands groupes redressée en 2021, après le choc de la crise sanitaire | Banque de France (banque-france.fr)

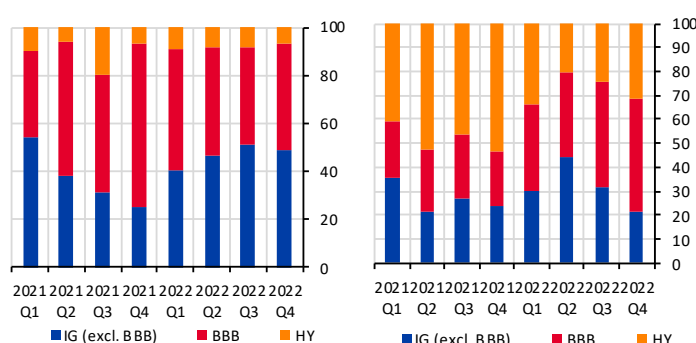
⁹³ Sources : CSDB, Anacredit.

concerné les entreprises les mieux notées (*investment grade* hors BBB, alors que la très large majorité du stock de dette de marché des entreprises de l'immobilier est notée BBB).

Enfin, si les turbulences récentes liées aux faillites de banques américaines ont pu favoriser un désengagement des acteurs financiers de l'immobilier commercial aux États-Unis, ce mécanisme ne semble pas à l'œuvre en France. En effet, aux États-Unis, 70 % des prêts bancaires garantis par un bien immobilier (soit 43 % de l'ensemble des prêts garantis par un bien immobilier) sont détenus par des petites banques régionales moins régulées⁹⁴. Les incertitudes les concernant et les retraits des déposants peuvent les pousser à se tourner vers des actifs plus sûrs ou à durcir leurs conditions d'octroi, affectant particulièrement les acteurs de l'immobilier commercial. Ce n'est pas actuellement le cas en France, où la situation des établissements de crédit reste stable (cf. *infra*).

Graphique 3.11: Distribution des émissions de titre de dette par notation pour les activités immobilières hors SCI (gauche) et pour les autres SNF (droite)

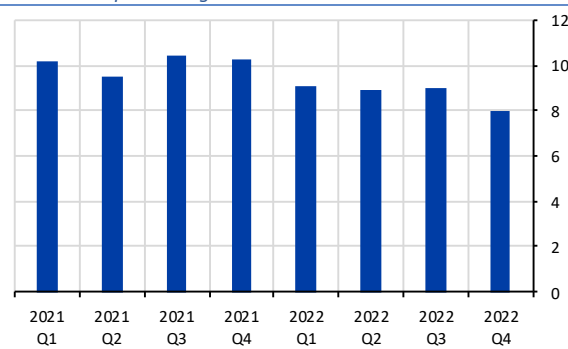
x : axe temporel / y : part des émissions de titres de dette par notation en pourcentage



Source : CSDB

Graphique 3.12: Évolution de la part des nouveaux crédits garantis par un bien immobilier

x : axe temporel / y : part des nouveaux crédits garantis par un bien immobilier en pourcentage



Source : Anacredit

Les fonds d'investissement immobiliers sont les autres grands acteurs du marché de l'immobilier commercial et sont exposés à différents degrés au risque de liquidité. Les fonds immobiliers jouent un rôle croissant sur le marché de l'immobilier commercial, quoique leur implication varie fortement d'une juridiction à l'autre (cf. graphique 3.13). En France, on distingue les organismes de placement collectif grand public ou professionnel en immobilier (OPCI et OPPCI) des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI). Si les secondes investissent uniquement dans des actifs physiques, les premiers ont une stratégie plus diversifiée. Il existe également d'autres fonds d'investissement alternatifs (« autres FIA ») immobiliers dont la composition du portefeuille est librement définie par les statuts⁹⁵. Ces « autres FIA » sont largement distribués aux particuliers par le biais de contrats en unités de compte. Les fonds étrangers peuvent également avoir une activité sur le marché français, bien que leur empreinte soit difficile à évaluer⁹⁶. Les vulnérabilités habituellement associées aux fonds d'investissement se posent particulièrement pour les fonds immobiliers. En période de tension sur les prix de l'immobilier, les fonds ouverts (c'est-à-dire les fonds dont les parts sont disponibles sur simple demande à plus ou moins brève échéance – généralement à fréquence hebdomadaire ou mensuelle – tant à la vente qu'à l'achat) sont en effet exposés au risque de liquidité : les actifs de ces fonds sont très peu liquides⁹⁷, alors que dans certains fonds, en fonction de la fréquence des valorisations, de la présence de préavis et de délais de règlement-livraison, et du type d'outils de gestion de la liquidité en place, les investisseurs ont la possibilité de racheter leurs parts rapidement. En fonction des poches de liquidité à disposition, les ventes de détresse qui en découleraient pourraient alors amplifier la chute des prix de l'immobilier et affecter les détenteurs résiduels des parts de ces fonds, qui sont les porteurs ultimes du risque.

Or les acteurs nationaux et les assureurs, dont le comportement est particulièrement stable, sont les investisseurs les plus présents au passif des fonds immobiliers français, limitant ainsi l'exposition de ces derniers au risque de liquidité. En effet, tous les fonds ne sont pas également exposés au risque de liquidité, notamment

⁹⁴ Source : *Financial Stability Review*, FED.

⁹⁵ Source : ASPIM.

⁹⁶ Le Comité européen du risque systémique (CERS) estime qu'en moyenne 70 % des investissements dans l'immobilier commercial européen provenaient d'acteurs non domestiques, entre 2018 et 2022. Le constat, fondé sur des bases de données privées, tend à majorer le rôle des transactions élevées. Cf. *CERS (2023) Vulnerabilities in the EEA Commercial Real Estate Sector*, janvier, p.40.

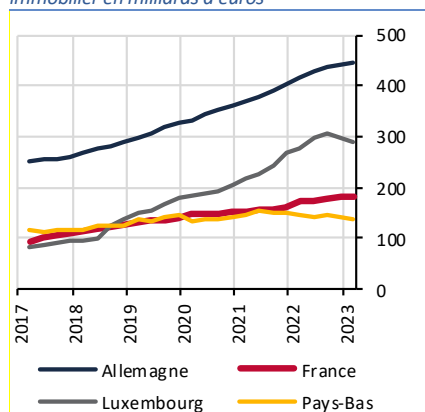
⁹⁷ Cf. chapitre 2 de l'ERS du S2 2022.

en raison de leur base d'investisseurs. Les craintes partagées par l'ensemble des économies développées sur l'immobilier commercial, ainsi que les difficultés rencontrées par certains intermédiaires financiers étrangers, exposent au risque de liquidité les fonds immobiliers dont la base d'investisseurs est largement internationale : ces fonds peuvent alors constituer des canaux de propagation des chocs internationaux. Le secteur institutionnel des investisseurs peut constituer un facteur de résilience ou de risque, tous n'étant pas également susceptibles de se retirer. Le passif des fonds immobiliers français semble relativement peu exposé à ces risques, en raison de la forte présence des assureurs français (environ 50 % du passif des fonds immobiliers d'après les données européennes de détention des titres⁹⁸), dont le comportement est particulièrement stable^{99,100}. Ainsi, si les investissements dans les fonds immobiliers ont esquissé un ralentissement depuis la crise Covid après une période de forte croissance, les fonds français n'ont pas enregistré de rachats massifs ou désordonnés en 2022 (cf. graphique 3.14). Le secteur des OPCI grand public, en situation de décollecte nette depuis le quatrième trimestre 2022¹⁰¹, apparaît toutefois plus exposé au risque de rachats et doit donc veiller à maintenir des outils de gestion de la liquidité adéquats¹⁰².

Si les parts de fonds constituent la majorité de leur passif, les fonds immobiliers se financent également par de la dette. Les fonds immobiliers ont ainsi un levier financier plus élevé que les autres types de fonds¹⁰³ et sont donc plus sensibles à la hausse des taux. Tous les fonds ne sont cependant pas exposés au même degré, les fonds français présentant un levier financier relativement limité (cf. graphique 3.15), et en léger repli ces dernières années.

Graphique 3.13: Évolution des actifs sous gestion des fonds immobiliers

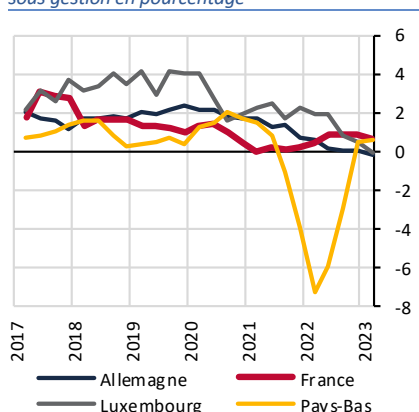
x : axe temporel / y : actifs sous gestions des fonds immobilier en milliards d'euros



Source : BCE, IVF

Graphique 3.14: Évolution des flux nets des fonds immobiliers, moyenne mobile sur un an

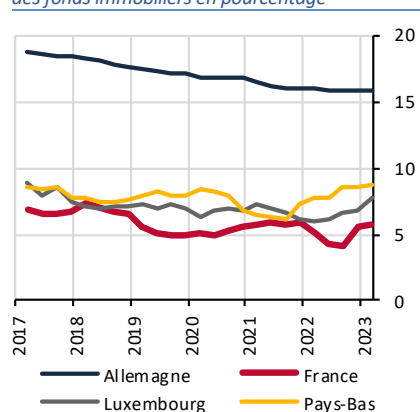
x : axe temporel / y : flux net rapporté aux actifs sous gestion en pourcentage



Source : BCE, IVF

Graphique 3.15: Évolution du levier financier des fonds immobiliers

x : axe temporel / y : part des prêts dans le passif des fonds immobiliers en pourcentage



Source : BCE, IVF

3.3 Les institutions financières sont relativement peu exposées à un retournement des valorisations de l'immobilier commercial.

Compte tenu des expositions du système financier à l'immobilier commercial, l'impact du retournement du cycle semble limité. Si les expositions des banques à l'immobilier commercial fin 2022 étaient en augmentation par rapport à fin 2021, elles restent modestes par rapport à leur total de bilan. De plus, les indicateurs de risque continuent d'être bien orientés (taux de pré-commercialisation, ratios prêt/valeur, ratios de dette, durée des concours, taux d'expositions douteuses). Quant aux expositions des assureurs à des actifs immobiliers, elles sont relativement faibles par rapport à l'actif total et sont restées stables ces dernières années. Enfin, les expositions des fonds d'investissement hors fonds immobiliers représentent un risque limité, du fait de la taille du marché. En

⁹⁸ Source : SHS-S.

⁹⁹ Elluil et Gianetti (2013), « Investors' horizons and the amplification of market shocks », *The Review of Financial Studies*, n° 26(7).

¹⁰⁰ Coppola (2022), « In safe hands: the financial and real impact of investor composition over the credit cycle. R&R », *The Review of Financial Studies*.

¹⁰¹ Source : ASPIM.

¹⁰² Ces fonds représentent cependant à ce stade une part limitée des actifs bruts des fonds immobiliers : 24 milliards d'euros, contre 314 milliards pour l'ensemble du secteur (source : ASPIM).

¹⁰³ Les prêts représentaient 5,7 % du passif des fonds immobiliers français contre 1,17 % pour l'ensemble des fonds français au T4 2022. Source : BCE, IVF.

tout état de cause, les banques et, dans une moindre proportion, les assurances, restent les principales institutions indirectement exposées à un retournement des valorisations de l'immobilier commercial.

Les expositions des banques sont en hausse, mais les risques restent sous contrôle.

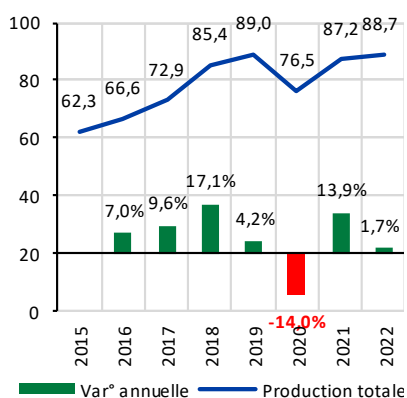
D'après les données collectées par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) auprès des banques dans le cadre de son enquête semestrielle, la production de concours aux professionnels de l'immobilier¹⁰⁴ s'inscrit en légère hausse en 2022 (+ 1,7 % par rapport à 2021, cf. graphique 3.16) grâce à une production record au premier semestre (S1 2022) mais qui recule au second (- 4,8 % par rapport au S2 2021). L'évolution de la structure de la production traduit une certaine normalisation du marché, les segments affectés par la crise sanitaire (bien localisés à l'étranger, immobilier de bureau et investisseurs) voyant leur part dans la production remonter :

- Les biens localisés en France restent majoritaires dans la production mais reculent (- 2,7 points à 62,3 % par rapport à 2021) au profit des biens localisés à l'étranger et notamment dans le reste de l'Europe (+ 2,5 points à 24,7 %) ;
- Le financement des biens immobiliers résidentiels pour les professionnels de l'immobilier reste prépondérant mais sa part dans la production recule (- 2,8 points à 40,6 %) au profit notamment des locaux d'activité (+1,4 pt à 9,9 %) et de l'immobilier de bureau (+ 1,7 point à 18,8 %), bien que la part de ce dernier segment n'ait pas retrouvé son niveau d'avant 2020 (cf. graphique 3.17) ;
- Les investisseurs (sociétés foncières, financements spécialisés et fonds d'investissement) restent majoritaires et leur part dans la production progresse (+ 0,6 point à 53,3 %), tandis que la part des promoteurs et marchands de biens recule (- 0,8 point à 45 %).

Les expositions brutes globales à l'immobilier commercial s'établissent à 267,2 milliards d'euros au 31 décembre 2022, en augmentation de 6,7 % par rapport au 31 décembre 2021 (contre une augmentation de 9,3 % entre le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2021). La hausse relativement soutenue des expositions en 2022 s'explique notamment par le dynamisme de la production au premier semestre 2022. En valeur relative, ces expositions continuent de s'inscrire en hausse par rapport aux fonds propres totaux (+ 3,6 points à 57,6 %) mais restent modestes par rapport au total de bilan (+ 0,1 point à 3,3 % ; cf. graphique 3.18).

Graphique 3.16: Évolution de la production de crédits aux professionnels de l'immobilier

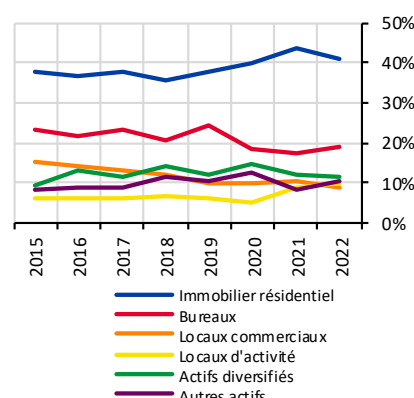
x : axe temporel / y : concours aux professionnels de l'immobilier en milliards d'euros



Source : ACPR

Graphique 3.17: Évolution de la structure de la production de crédits aux professionnels de l'immobilier par type d'actif

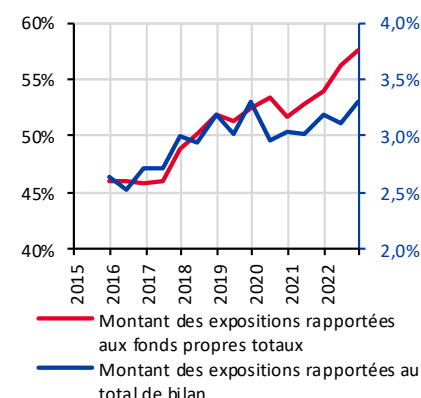
x : axe temporel / y : part du type d'actif par rapport au total des concours aux professionnels de l'immobilier en pourcentage



Source : ACPR

Graphique 3.18: Évolution des expositions rapportées au total de bilan et aux fonds propres totaux des banques

x : axe temporel / y : expositions brutes totales rapportées au total de bilan (échelle de droite) et aux fonds propres totaux (échelle de gauche) des banques en pourcentage



Source : ACPR

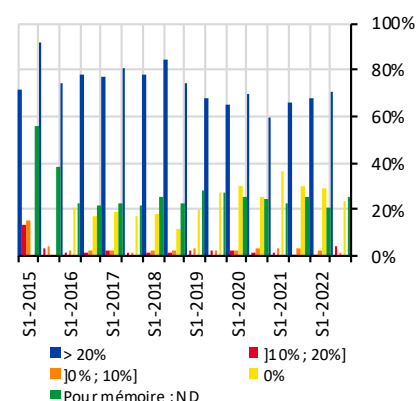
¹⁰⁴ Dans le cadre de l'enquête ACPR, les professionnels de l'immobilier sont définis comme les entreprises qui tirent une part majoritaire de leurs revenus (i.e. plus de 50%) de la vente ou de la location de biens immobiliers.

Les indicateurs de risque continuent d'être bien orientés :

- La part des opérations avec un taux de pré-commercialisation¹⁰⁵ nul continue de refluer après son point haut du S1 2021 (36 %), atteignant 23,5 % au deuxième semestre 2022 (cf. graphique 3.19) ;
- La part des concours avec un ratio prêt / valeur du bien (*loan to value, LTV*) inférieur à 60 % reste prédominante, à 75,7 % en décembre 2022 (cf. graphique 3.20) ;
- La part des concours avec un taux de couverture des intérêts de la dette (*interest coverage ratio, ICR*)¹⁰⁶ supérieur à 2 reste très largement majoritaire, à 79,2 % en décembre 2022 ;
- La part des concours avec un taux de couverture du service de la dette (*debt service coverage Ratio, DSCR*)¹⁰⁷ supérieure à 1,5 reste majoritaire, à 60,5 % en décembre 2022 ;
- La durée initiale des concours a légèrement augmenté (+ 1 mois à 4,1 ans) mais reste relativement plus courte que sa moyenne depuis 2015, tandis que la durée résiduelle a légèrement reculé (- 1 mois, à 3,7 ans) ;
- Le taux d'expositions douteuses recule à son plus bas niveau (2 % en décembre 2022, soit - 7 bps par rapport à décembre 2021) (cf. graphique 3.21).

Graphique 3.19: Évolution du taux de pré-commercialisation

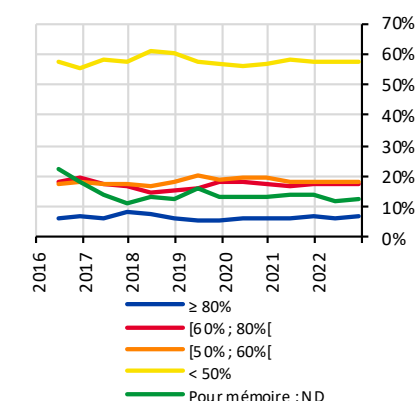
x : axe temporel / y : part des tranches de taux de pré-commercialisation dans la production totale (crédits aux sociétés de promotion ad hoc et marchands de biens en France)



Source : ACPR

Graphique 3.20: Évolution des ratios prêt-valeur (*Loan to Value – LTV*)

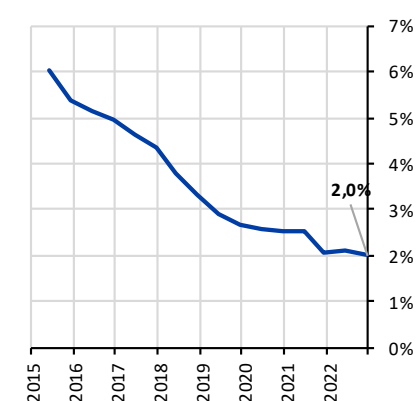
x : axe temporel / y : part des tranches de LTV dans l'encours total



Source : ACPR

Graphique 3.21: Évolution du taux d'expositions douteuses et dépréciées brutes

x : axe temporel / y : taux d'expositions douteuses et dépréciées brutes



Source : ACPR

Les expositions des assurances demeurent limitées et en plus-values latentes.

Les expositions des assureurs à des actifs immobiliers représentent, à fin 2022, 208 milliards d'euros (8,4 % du total de l'actif des assureurs établis en France). Pour le marché français, le capital requis afférent au choc immobilier (obtenu avec la formule standard) était de 15,7 milliards d'euros à fin 2022. Ce montant s'interprète comme la perte en fonds propres que les assureurs observeraient après une diminution de 25 % de la valeur de marché de leurs actifs immobiliers. Ces expositions sont relativement stables dans le temps et se concentrent sur l'immobilier de bureau français. Ces biens sont majoritairement détenus au travers de SCI (81 milliards d'euros ou d'OPC immobiliers (95 milliards¹⁰⁸) ; les détentions directes sont plus marginales, et comportent de l'immobilier détenu pour usage propre pour moins de 2 %.

¹⁰⁵ Taux de pré-commercialisation : valeur des surfaces vendues au moment de l'octroi des concours rapportée au chiffre d'affaires total anticipé pour le programme immobilier concerné.

¹⁰⁶ Taux de couverture des intérêts de la dette (ou *interest coverage ratio, ICR*) : excédent brut d'exploitation (ou EBITDA) de l'emprunteur rapporté au montant annuel des intérêts de la dette, tous types d'emprunts confondus.

¹⁰⁷ Taux de couverture du service de la dette (ou *debt service coverage ratio, DSCR*) : excédent brut d'exploitation (ou EBITDA) rapporté au montant des annuités d'emprunt (capital + intérêt), tous types d'emprunts confondus.

¹⁰⁸ Dont respectivement 18,5 % et 44,2 % d'actifs en représentation d'engagements en unités de compte.

Tableau 3.1: Expositions immobilières du secteur de l'assurance

Expositions au secteur de l'immobilier en milliards d'euros

En Mds €	T4 2020	T4 2021*	2021	T1 2022*	T2 2022*	T3 2022*	T4 2022*
Immobilier	205	210	221	216	218	218	208
dont immobilier commercial détenu en direct	35	33	37	34	35	25	24
dont immobilier résidentiel détenu en direct	11	9	11	9	9	7	7
dont actions (yc participations) immobilières	57	59	63	60	59	87	81
dont OPC Immobiliers	100	106	108	111	114	97	95
dont autres Immobiliers	2	2	2	2	2	2	2

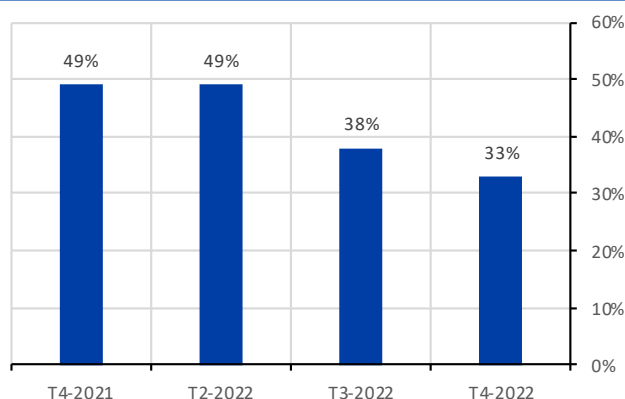
Note : dates avec une étoile : base trimestrielle correspondant à environ 95 % de l'encours de la base annuelle

Source : ACPR

Hors usage propre, et sur la base des actifs pour lesquels les informations sont de qualité suffisante (soit environ 50 % du périmètre), il peut être estimé que la destination des biens détenus par les assureurs est majoritairement (aux deux tiers) de l'immobilier de bureaux. Les biens à usage commercial représentent quant à eux 10 à 15 % de l'immobilier détenu, et le résidentiel 15 à 25 %. Ces biens sont en grande majorité localisés en France (99,3 % des biens détenus en propre et 93 % des biens détenus indirectement). Bien que le marché se soit contracté, les titres détenus en direct, c'est-à-dire l'immobilier physique, demeurent en situation de forte plus-value-latente, ce taux s'élevant toujours à 33 % à fin 2022 (cf. graphique 3.23).

Graphique 3.22: Taux de plus-values-latentes immobilier

x : axe temporel / y : taux de plus-value immobilier en pourcentage



Note : base trimestrielle correspondant à environ 95 % de l'encours de la base annuelle

Source : ACPR

Outre les expositions directes à des actifs immobiliers, les assureurs sont également exposés aux sociétés du secteur immobilier, et notamment aux entreprises exploitant des biens immobiliers propres ou loués. À l'échelle du marché de l'assurance, ces expositions représentent 27,6 milliards d'euros et se concentrent sur les grandes foncières. Ces expositions sur les grandes foncières sont principalement au travers d'obligations senior (57 %) et d'actions (30 %). Les titres subordonnés émis par ces sociétés et détenus par des assureurs représentent 238 millions d'euros. Concernant le secteur de la construction, les assureurs y sont exposés à hauteur de 7,3 milliards.

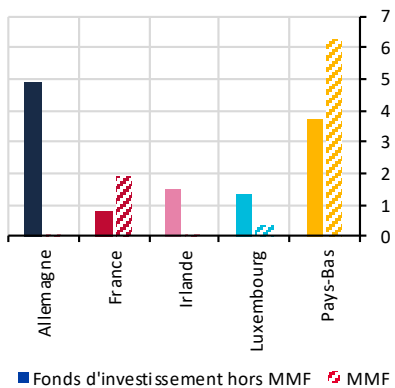
Les expositions des fonds d'investissement, hors fonds spécialisés, aux émissions d'acteurs de l'immobilier restent limitées.

Les fonds d'investissement, hors fonds spécialisés dans l'immobilier, sont peu exposés au marché de l'immobilier commercial. Les fonds d'investissement peuvent détenir des titres de dette ou des actions émis par des entreprises du secteur immobilier, ou encore des parts de fonds immobiliers. Ce faisant, ils sont théoriquement exposés à un retournement du marché. Néanmoins, les expositions à l'immobilier commercial au quatrième trimestre 2022 représentent moins de 1 % des actifs de marchés des fonds d'investissement français, hors *Money Market Funds* (MMF), contre plus de 4 % pour l'Allemagne (cf. graphique 3.22). Les acteurs de l'immobilier sont plus présents dans les portefeuilles des MMF français, mais le montant de l'exposition reste limité (moins de 2%). Parmi ces actifs, la part d'émetteurs américains, pour qui le marché est entré en phase de

contraction, est très limité (cf. graphique 3.23). Si ce dernier point doit susciter la vigilance, il n'est pas à même de déstabiliser ces acteurs au vu du faible montant d'expositions.

Graphique 3.23: Part des actifs de marché des fonds exposés à l'immobilier commercial au T4 2022

x : axe temporel / y : Part des actifs de marché des fonds émis par des acteurs de l'immobilier commercial en pourcentage

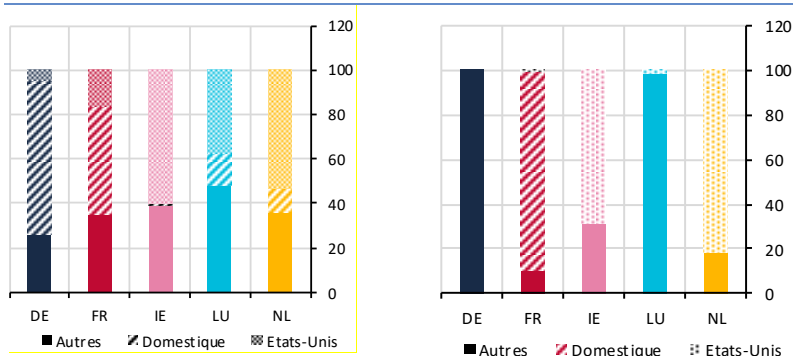


■ Fonds d'investissement hors MMF ■ MMF

Sources : SHS-S, CSDB

Graphique 3.24: Part des actifs immobilier de marché des fonds par pays au T4 2022

x : axe temporel / y : Part des actifs immobilier de marché des fonds par pays de l'émetteur en pourcentage



Notes: graphique de gauche: fonds d'investissement hors MMF ; graphique de droite : MMF
Sources : SHS-S, CSDB

4. Chapitre thématique : Marché de capitaux non cotés

4.1 Aperçu du marché des capitaux non cotés.

Les marchés de capitaux non cotés représentent une source alternative de financement pour des actifs risqués.

Les marchés de capitaux non cotés regroupent l'ensemble de l'intermédiation non-bancaire procurant des financements, en fonds propres ou par crédit non-bancaire, à travers des instruments non cotés. Les actifs financés sont en général des entreprises, des biens immobiliers ou des projets d'infrastructures. Le marché des capitaux non cotés est ainsi divisé en différentes stratégies : capital investissement ou *private equity* (prise de participation en fonds propres dans des entreprises non cotées), dette privée (financement direct par du crédit non-bancaire et non coté) et actifs réels (immobiliers, infrastructure, foncier, etc.)¹⁰⁹. Les marchés de capitaux non cotés sont structurés autour de gestionnaires d'actifs généralement peu régulés qui lèvent des capitaux auprès d'investisseurs, en grande majorité des investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, assureurs et gestionnaires d'actifs. Les fonds de capitaux non cotés sont le plus souvent fermés, avec des horizons d'investissement à long terme, étant donné la faible liquidité de ce type d'actifs. Pour les fonds de *private equity*, la liquidation du fond s'effectue après plusieurs années par la vente des parts à un autre fonds, une introduction en bourse ou la vente à une société non financière dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition. Le marché tend à se concentrer autour de quelques gestionnaires d'actifs : en 2022, 15 % des actifs sous gestion des fonds de capitaux non cotés dans le monde étaient gérés par trois gestionnaires.

L'étude des marchés de capitaux non cotés repose sur des données parcellaires qui proviennent généralement de données commerciales ou d'associations de professionnels. Les fonds de *private equity* bénéficient d'une visibilité qui facilite leur étude, mais les autres segments du marché (dette privée, actifs réels) sont plus opaques. Le manque de données rend difficile le développement d'une bonne vision d'ensemble des risques pour les investisseurs institutionnels et pour les régulateurs.

Les fonds de capitaux non cotés sont des fonds alternatifs, dont la réglementation dans l'Union européenne est fondée sur la directive AIFM¹¹⁰. La directive AIFM impose notamment aux fonds alternatifs des fonds propres réglementaires (0,01% de la valeur des portefeuilles), des reportings réguliers auprès des investisseurs et superviseurs, et de déclarer l'effet de levier utilisé¹¹¹. La régulation des fonds de capitaux non cotés n'est pas uniforme, en raison notamment de la multiplicité de formes légales que peuvent prendre ces fonds. En effet, dans le cadre de la directive AIFM, on distingue les fonds « grand public » des fonds destinés aux professionnels. Les fonds « grand public » nécessitent un agrément de l'Autorité des marchés financiers (AMF), alors que les fonds destinés aux professionnels bénéficient d'une procédure allégée. Les fonds de capitaux non cotés peuvent s'enregistrer sous les deux types de fonds.

Les investissements en *private equity* peuvent contribuer à financer une entreprise à différentes étapes de son cycle de vie (sa création, son développement et son rétablissement lors d'une situation de détresse). Il est usuel de distinguer les fonds de :

- **Capital Innovation (*Venture Capital*)** : investissements dans de jeunes entreprises à fort potentiel de croissance.
- **Capital Développement (*Development Capital*)** : investissements dans des entreprises de plus de trois ans dans le but de soutenir leur expansion. Ce type de financement ne se concentre pas sur des secteurs spécifiques, contrairement au *venture capital* qui privilégie les secteurs à forte innovation.
- **Capital Transmission (*Buy-outs*)** : investissements dans des entreprises en phase de maturité. Les *leveraged buyouts* (LBO) constituent la majorité de cette catégorie. Les LBO utilisent l'effet de levier pour obtenir le contrôle absolu et augmenter le bénéfice espéré à la revente de l'entreprise.

¹⁰⁹ Certains fonds développent également des stratégies mixtes, comme l'investissement en fonds propres au capital de développeurs d'infrastructure.

¹¹⁰ La directive AIFM vise à instaurer un cadre réglementaire harmonisé pour les fonds alternatifs dans l'UE afin de garantir la protection des investisseurs et de surveiller les risques systémiques.

¹¹¹ Un levier substantiel est défini comme une exposition du fonds d'investissement alternatif supérieure à plus de trois fois sa valeur nette d'inventaire, [Guide AIFM - Société de gestion \(amf-france.org\)](https://www.amf-france.org).

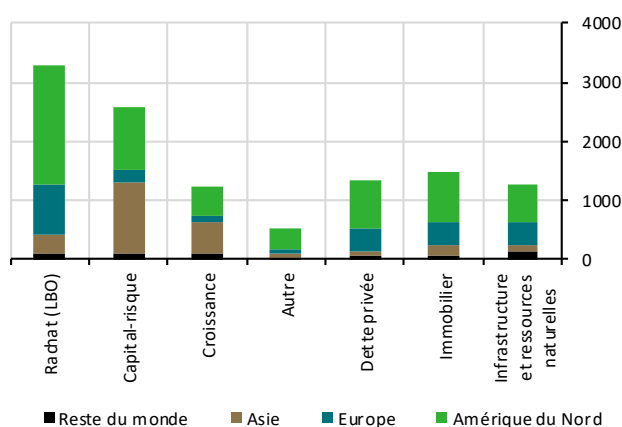
- **Capital Retournement (*Capital Reversal / Restructuring*)** : investissements dans des entreprises en crise afin de les restructurer.

Le marché mondial a connu une forte croissance au cours des dernières années.

Au niveau mondial, le volume d'actifs sous gestion des fonds de marchés privés est estimé à 13 000 milliards de dollars (cf. graphique 4.1) en 2022 et s'est développé à un rythme soutenu ces dernières années¹¹². Les fonds de capitaux non cotés représentent environ 5 % du total des actifs gérés par les intermédiaires financiers non bancaires. La *private equity* (*buyout, venture capital, growth*) représente 61% des actifs sous gestion des fonds de capitaux non cotés mondiaux en 2022, contre 11% pour les fonds de dette privée et 12% pour les fonds immobiliers. Les actifs sous gestion¹¹³ en *private equity* ont considérablement crû ces dernières années : d'environ 500 à 3000 milliards de dollars entre 2004 et 2022 aux États-Unis¹¹⁴, d'environ 200 à 1000 milliards d'euros entre 2004 et 2022 en Europe (cf. graphique 4.2)¹¹⁵.

Graphique 4.1: Valeur globale estimée des actifs sous gestion répartie par type de stratégie des marchés de capitaux non cotés, S1 2022

x : stratégie / y : milliards de dollars

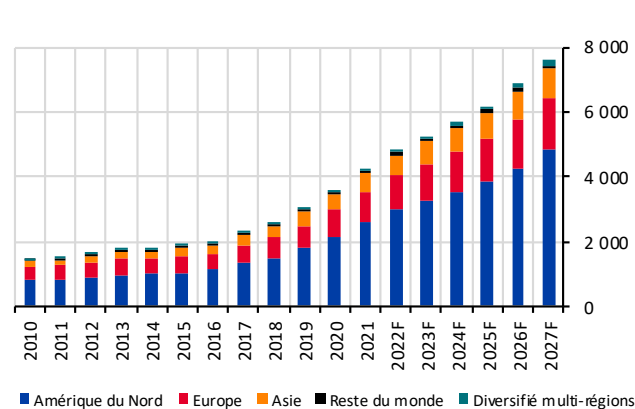


Note : La catégorie buy-out comprend les fonds buy-out, équilibrés, de co-investissement et de co-investissement multi-gestionnaires, etc. Les autres catégories comprennent les fonds de fonds, les fonds mezzanine, les fonds hybrides et les fonds d'investissement privés en actions publiques.

Sources : Preqin, McKinsey

Graphique 4.2: Actifs sous gestion de *private equity* par zone géographique principale de 2010 à 2027 (prévision)

x : axe temporel / y : milliards de dollars



Notes : Le *private equity* désigne ici les fonds buy-out et growth, et exclut le venture capital.

Source : Preqin

Les capitaux collectés par les fonds sont généralement déployés progressivement, en fonction des opportunités d'investissement appropriées. Ainsi, les périodes d'investissement durent en moyenne cinq ans, alors que les fonds ont généralement une durée de vie moyenne d'environ dix ans. Ces réserves, appelées *dry powder* (« poudre sèche »), sont versées par les investisseurs en réponse aux appels de capitaux des gérants de fonds. Le niveau global de *dry powder* des fonds de capitaux non cotés a atteint 3200 milliards de dollars en 2022 dont 1900 milliards de dollars pour les fonds de *private equity*, du fait des collectes élevées observées jusqu'en 2021. Ces réserves ne sont pas comptabilisées dans les actifs sous gestion.

L'augmentation des actifs sous gestion provient de plusieurs facteurs. En premier lieu, les politiques monétaires non conventionnelles ont diminué le coût du capital. La baisse des taux sans risque et les injections de liquidité ont entraîné une baisse des primes de risques sur les marchés. Les hausses de prix engendrées sur les marchés des actions ont pu entraîner une réallocation vers les actifs non cotés. En second lieu, la *private equity* permet de répondre à un besoin de financement stable à plus long terme que la dette bancaire, et semble mieux convenir aux entreprises à forte croissance ayant émergé dans le secteur des technologies. En troisième lieu, les rendements espérés dans la *private equity* sont plus attractifs que ceux des classes d'actifs traditionnelles, particulièrement en période de taux bas, du fait de la nature très risquée de leurs actifs (c'est-à-dire les entreprises

¹¹² Selon le FSB, le total des actifs financiers mondiaux représente 486 600 milliards de dollars dont 239 milliards (49%) détenus au sein des intermédiaires financiers non bancaires.

¹¹³ C'est la valeur de marché totale des investissements gérés par les fonds de *private equity* pour le compte de clients.

¹¹⁴ Actifs sous gestion en 2004 : [The powerful forces reshaping America's capital markets | Financial Times \(ft.com\)](#).

¹¹⁵ [2022 Annual European PE Breakdown | PitchBook](#)

en phase de croissance ou fortement endettées). L'intégration de plus en plus fréquente des investissements en *private equity* dans les stratégies d'allocation des investisseurs institutionnels – dans un but de diversification de leur portefeuille, et en partie liée aux rendements affichés élevés – a également soutenu le développement du marché.

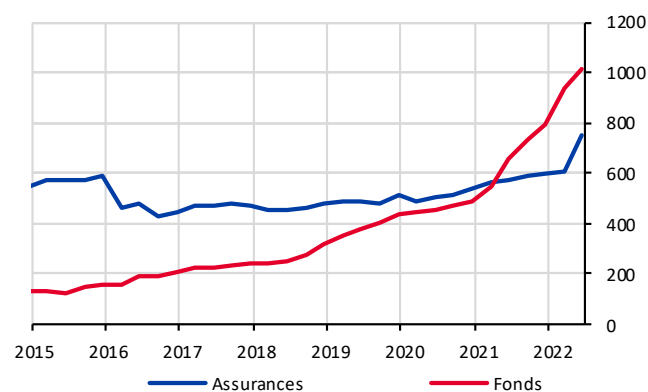
Le marché européen du *private equity* est concentré.

Les fonds européens de *private equity* sont financés principalement par des fonds de pension (20 % des investisseurs), des fonds de fonds (16 %), des assurances (9 %) et des agences gouvernementales (8 %) (cf. graphique 4.4). Le profil des investisseurs est changeant selon la stratégie observée : les agences gouvernementales sont surreprésentées parmi les investisseurs de *venture capital* (18 %), tandis que les fonds de pension sont surreprésentés au sein des investisseurs de *buy-out* (27 %). Si la majorité des financements provient d'investisseurs institutionnels, les personnes physiques et *family offices* représentent une part non négligeable des investissements (15 % du *private equity*). Enfin, les banques sont faiblement exposées en tant qu'investisseurs (6 % des investissements), mais peuvent être exposées par les instruments de crédit souscrits par les entreprises-cibles des fonds ou à travers des lignes de crédit avec les fonds.

Les détections de parts d'entreprises non cotées par les fonds et assureurs de la zone euro ont connu une hausse progressive depuis début 2017. Les investissements des fonds de la zone euro s'élèvent à 1009 milliards d'euros au premier trimestre 2022, en hausse de près de 355 milliards d'euros sur une année glissante (voir Graphique 4.3). En France, les assureurs détenaient pour 35 milliards d'euros de fonds de *private equity* au quatrième trimestre 2022, soit 1,4 % de leurs placements en moyenne.

Graphique 4.3 : Détections d'actions non cotées par secteur institutionnel (Zone euro)

x : axe temporel / y : milliards d'euros

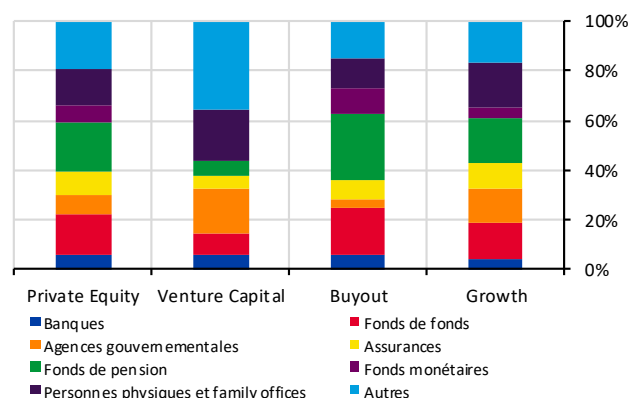


Note : Les fonds incluent les fonds de pension et les fonds d'investissement non-MMF

Sources : QSA-SDW, BCE

Graphique 4.4 : Exposition des investisseurs institutionnels de l'UE en 2021

x : stratégie / y : pourcentage



Sources : Invest Europe

Fin 2021, les fonds de *private equity* représentaient 6,5 % de l'ensemble des actifs sous gestion des fonds d'investissement alternatifs, et 0,5 % de l'ensemble des actifs du système financier européen. Les marchés de capitaux non cotés représentent dans leur ensemble (fonds de *private equity*, fonds de dette privée, fonds infrastructure et immobilier) 1 % de l'ensemble des actifs du système financier européen. Si le marché connaît une forte croissance, il reste donc relativement petit. Ces marchés pourraient néanmoins être porteurs de risques systémiques à travers leurs interconnexions avec d'autres institutions financières systémiques ou en raison du rôle prépondérant qu'ils assurent dans le financement de certains secteurs de l'économie.

Les marchés européens de capitaux non cotés sont triplement concentrés : par stratégie, par secteur et par zone géographique. Le *buy-out* est surreprésenté sur le marché européen, dont il représente 36 % (contre 28 % pour le marché mondial) des actifs sous gestion. Les investissements sont concentrés sectoriellement : le secteur des technologies de l'information et de la communication représente 33 % de l'ensemble des transactions en valeur (2022), contre 17,9 % pour les biens et services de consommation et 17,5 % pour les biens et services aux

entreprises¹¹⁶. Enfin, le marché du *private equity* est concentré sur le Royaume-Uni et la France, qui représentent respectivement 29 % et 13 % des transactions en valeur (2022) sur la géographie européenne.¹¹⁷

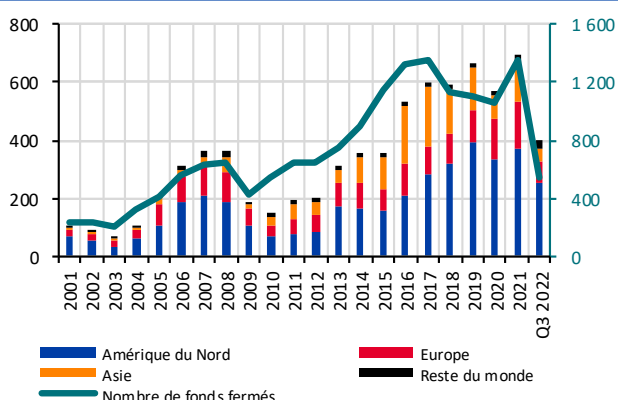
Les collectes et liquidations de fonds ont ralenti en 2022 suite au pic de 2021.

L'année 2021 a été particulièrement active pour le marché du *private equity* en Europe mais le marché a connu un fort ralentissement au deuxième semestre 2022. La hausse des taux d'intérêt et l'incertitude économique ont interrompu un contexte propice au *private equity* et entraîné une nette diminution des collectes de capitaux, des nouveaux investissements par les fonds et des liquidations d'anciens investissements à partir du second semestre 2022. Le contexte macroéconomique défavorable et la forte volatilité sur les marchés financiers entraînent des dévalorisations d'actifs et une moindre liquidité qui ont incité les fonds de *private equity* à repousser leur date de fin de vie initialement prévue¹¹⁸, et les investisseurs à réduire leurs investissements (cf. graphique 4.5). Entre 2021 et 2022, les liquidations de fonds ont diminué de moitié, en volume et en valeur, entre 2021 et 2022 et se situent 42 % en deçà de la moyenne des dix dernières années (cf. graphique 4.6). Les fonds de dette privée n'ont cependant pas été affectés dans la même mesure par ce ralentissement. Les capitaux levés par les fonds de dette privée ont ainsi crû de 2 % entre 2021 et 2022¹¹⁹.

Plus généralement, les investissements dans les fonds de capitaux non cotés sont pro-cycliques, malgré leur horizon d'investissement à long terme. Les fonds de capitaux non cotés sont spécialisés sur des investissements risqués et illiquides. Ils présentent à ce titre une option d'investissement de long terme pour des investisseurs qui souhaitent diversifier leur portefeuille d'actifs. L'investissement dans ces fonds est généralement présenté comme un moyen de se protéger de la volatilité des marchés. Pourtant, les flux d'investissements dans ces fonds sont tout aussi sensibles aux mouvements de marché que les investissements sur des marchés cotés. En effet, qu'il s'agisse de capital-investissement, de capital-risque ou de dette privée, les flux de financement connaissent des co-mouvements avec les rendements boursiers semblables aux marchés obligataires et actions¹²⁰. L'investissement dans les fonds de capitaux non cotés est donc procyclique. Cependant, la capacité des fonds à décaler les désinvestissements lorsque le cycle financier atteint une phase de retournement peut jouer un rôle contracyclique. En cas de stress de marché, il n'est pas certain que les fonds de capitaux non cotés puissent jouer un rôle atténuateur pour le cycle du financement de l'économie.

Graphique 4.5: Répartition géographique des capitaux levés par des fonds de *private equity*

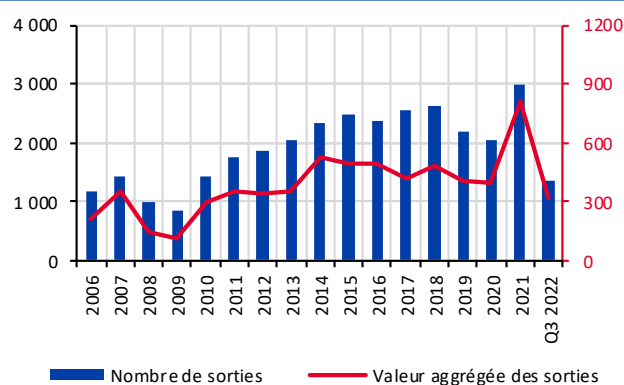
x : axe temporel / y : milliards de dollars



Source : Preqin

Graphique 4.6: Liquidations annuelles de fonds de *private equity* dans le monde

x : axe temporel / y gauche : valeur des liquidations en milliards de dollars ; y droite : nombre de liquidations



Note : Le nombre de sorties représente le nombre total de portefeuilles ou d'opérations de capital-investissement qui ont été introduits en bourse ou vendus à des acheteurs externes.

Source : Preqin

¹¹⁶ Invest Europe Annual Report : Investing in Europe, Private Equity Activity 2022, <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>.

¹¹⁷ Pitchbook European PE Breakdown, April 19 2023, [Q1 2023 European PE Breakdown | PitchBook](https://pitchbook.com/news/reports/2023-france-private-capital-breakdown)

Pitchbook France Private Capital Breakdown, May 30 2023, <https://pitchbook.com/news/reports/2023-france-private-capital-breakdown>.

¹¹⁸ L'article L. 214-28 du code monétaire et financier stipule « Les porteurs de parts ne peuvent demander le rachat de celles-ci avant l'expiration d'une période qui ne peut excéder dix ans. Au terme de ce délai, les porteurs de parts peuvent exiger la liquidation du fonds si leurs demandes de remboursement n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an ». Il n'y a pas aujourd'hui d'obligation légale pour les fonds à respecter la date de liquidation initialement prévue.

¹¹⁹ McKinsey Global Private Markets Review 2023 | McKinsey

¹²⁰ BIS - Rise of private markets

Encadré 4.1 : Les liens entre la faillite de SVB et les marchés de capitaux non cotés

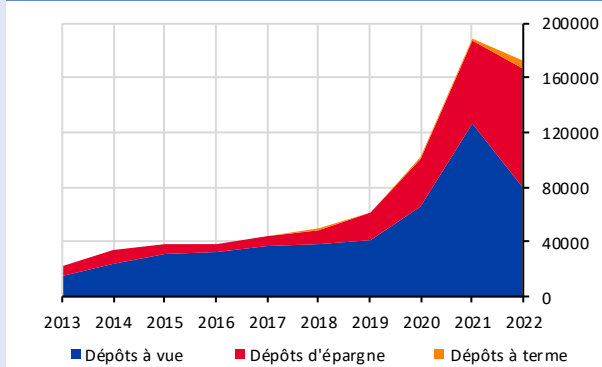
Entre 2019 et 2021, **Silicon Valley Bank (SVB) a bénéficié du développement exponentiel de l'activité de capital-risque**. Le bilan de SVB a ainsi triplé entre 2019 et 2021 : SVB a attribué cette évolution à la hausse rapide des dépôts de ses clients, conséquence directe du développement des levées de fonds et des investissements des fonds de capital-risque. 63% des dépôts de SVB provenaient d'entreprises des secteurs technologiques et de la santé, soutenues par des fonds de capital-risque. Cette concentration est encore plus forte dans le hors-bilan de SVB, où ces deux secteurs représentaient 88 % des engagements.

La chute de l'activité des fonds de capital-risque, au second semestre de 2022, a non seulement stoppé net la croissance de SVB, mais a également créé une pression de financement sur ses clients les poussant à utiliser leurs liquidités, et donc à retirer leurs dépôts.

Au-delà du manque de diversification, la surexposition de SVB au capital-risque a augmenté la fragilité de son passif. Pendant la période récente de taux bas, le marché du capital-risque a bénéficié de la recherche de rendement des investisseurs. Mais la remontée des taux a entraîné un désinvestissement important. Le comportement procyclique du marché du capital-risque s'est avéré être un facteur aggravant d'exposition au risque de liquidité pour SVB.

Graphique 4.7: Évolution des dépôts de SVB

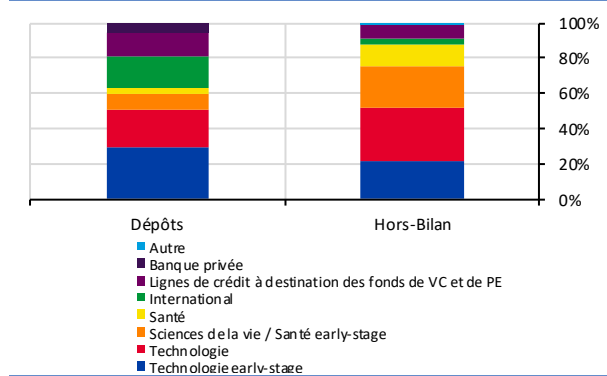
x : axe temporel / y : millions d'euros



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France

Graphique 4.8: Répartition des dépôts de SVB par secteur

x : / y : pourcentage



Source : SVB Earnings Q4 2022

4.2 Analyse des risques pour la stabilité financière.

Les fonds de capitaux non cotés sont exposés à un risque de valorisation.

L'opacité du marché pose le risque d'une mauvaise appréciation des valorisations.

La valorisation des actifs non cotés est complexe et opaque. Cela expose les fonds ainsi que leurs investisseurs, à un risque de mauvaise appréciation de la valorisation de leurs actifs. Les investissements sur les marchés de capitaux non cotés permettent cependant aux investisseurs de diversifier leur portefeuille avec une classe d'actifs moins liquide, et donc d'obtenir une moindre volatilité de leur portefeuille à long terme.

Les méthodes de valorisation des actifs sur les marchés de capital-investissement dépendent de différentes hypothèses formulées par les gestionnaires d'actifs. A contrario, sur les marchés cotés, la cotation en continu et la publication des fondamentaux des entreprises assurent la transparence des valorisations. Ces dernières agrègent les avis de tous les investisseurs présents sur un marché et reflètent des transactions plus fréquentes. Les fonds de capital-investissement sont libres de choisir la méthode de valorisation la plus adaptée à leurs investissements, mais ces politiques de valorisations font l'objet, pour les fonds européens, d'un encadrement réglementaire dans le cadre de la directive AIFM et d'un suivi formel par les autorités de marché nationales. Ils ont l'obligation réglementaire de disposer d'une méthode de valorisation et de la divulguer auprès du régulateur,

en démontrant « un processus d'évaluation solide, transparent, complet et dûment documenté »¹²¹. Parmi les méthodes les plus largement utilisées par les fonds de capitaux non cotés figurent la méthode des multiples¹²², la méthode des flux de trésorerie actualisés¹²³, communément utilisée dans les transactions de type *leveraged buyouts* (LBO), ou encore la valorisation au prix envisagé à la date probable de revente, utilisée par les fonds de capital-risque pour valoriser des entreprises sans actifs tangibles ni profits. Les hypothèses utilisées pour ces valorisations et les données de « comparables » exploitées peuvent aboutir à des résultats variables et difficilement vérifiables¹²⁴. Une autre source de risque provient du caractère illiquide des investissements, qui augmente également le risque de valorisation étant donné les délais dans les mises à jour des valorisations.

L'opacité des méthodes de valorisation des actifs non cotés peut susciter des risques de survalorisation. Ces risques peuvent provenir des potentiels conflits d'agence entre les gestionnaires d'actifs et les investisseurs, les premiers pouvant avoir une incitation financière à survaloriser leurs actifs. Par exemple, les commissions des gestionnaires contiennent souvent une part variable importante qui dépend du niveau de valorisation des investissements. Au sein même de la société de gestion, des conflits d'agences peuvent intervenir entre les administrateurs et les équipes dédiées à l'investissement dans ces fonds, qui ont intérêt à augmenter le capital alloué à leur classe d'actifs.

Limiter le risque de valorisation nécessite avant tout de réduire l'opacité du marché. Face aux asymétries d'informations, et à la multiplicité des méthodes de valorisation, une approche régulatrice *ex ante* pour améliorer la transparence du marché est nécessaire. Les efforts de régulation pourraient dès lors porter sur une amélioration de la qualité des informations fondamentales des entreprises-cibles, une fluidification de la transmission de ces informations auprès des investisseurs et des régulateurs, et une simplification, voire une standardisation des contrats entre investisseurs et gestionnaires d'actifs. Cependant, l'hétérogénéité croissante du marché rend difficile la mise en place d'une technique de valorisation standardisée et transparente pouvant servir de référence pour le régulateur et les acteurs de marché.

Face à la remontée des taux, le risque de valorisation peut se matérialiser.

Les actifs dans lesquels investissent les fonds de capitaux non cotés (entreprises sous LBO fortement endettées, entreprises en phase de croissance) sont directement exposés à la remontée des taux. La nature très risquée des actifs, qui les exclut des modes de financement traditionnels, les rend attractifs en période de taux bas, où la recherche de rendements peut pousser à l'emballement. Lorsque les taux remontent, les possibles survalorisations peuvent se matérialiser à la liquidation des fonds. Les fonds de capitaux non cotés se caractérisent généralement par une forte concentration sectorielle. De plus, leurs investissements sont particulièrement sensibles au retournement du cycle économique et au resserrement des conditions de financement. Les fonds de capital-investissement misent en effet sur une amélioration des performances économiques et sur des flux de trésorerie importants pour rembourser la dette élevée des entreprises cibles (cf. partie suivante). Par ailleurs, la viabilité des entreprises innovantes non rentables dans lesquelles investissent les fonds de capital-risque sont souvent dépendantes de nouveaux tours de financement. Au-delà de l'opacité des valorisations, certaines caractéristiques fondamentales du marché participent donc au risque de valorisation, qui est plus susceptible de se matérialiser en période de remontée des taux.

Le risque de valorisation porté par les marchés de capitaux non cotés pourrait se réaliser dans un premier temps sur des marchés connexes. Dans un environnement défavorable, les fonds peuvent choisir de repousser les liquidations pour éviter la matérialisation de pertes. Par ailleurs, la valeur des fonds pourrait ne pas refléter intégralement la dégradation du contexte économique compte tenu des méthodes et de la fréquence des valorisations. Dans ce contexte, il est possible que les investisseurs, dans le cadre d'un rééquilibrage stratégique de leur portefeuille, choisissent de vendre des actifs plus liquides pour compenser les reports de remboursements et rééquilibrer les expositions sectorielles de leurs portefeuilles.

¹²¹ Article 67 du Règlement délégué (UE) n° 231/2013.

¹²² Cette méthode consiste en la comparaison des multiples de valorisation (valorisation de l'entreprise / EBITDA) avec un échantillon d'entreprises comparables.

¹²³ Cette méthode fixe la valeur d'un actif à la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs générés, sur la base des fondamentaux de l'entreprise et d'hypothèses de croissance et de marge opérationnelle.

¹²⁴ Les fonds immobiliers ont également recours à des méthodes de valorisation dites vénales, reposant significativement sur l'appréciation d'experts.

Le recours à l'effet de levier à différents niveaux de la chaîne de financement contribue au risque de crédit.

Les montages financiers des fonds de capitaux non cotés compliquent l'identification du levier.

Les fonds de capitaux non cotés ne sont généralement pas endettés mais l'utilisation du levier financier est courante à de multiples étapes dans la chaîne de financement. L'endettement peut être ainsi porté par l'entreprise cible, ou par des intermédiaires tels que des holdings qui servent de véhicule financier à la détention de l'entreprise-cible. Le suivi de cet endettement est complexe, les fonds de capitaux non cotés étant exemptés de l'approche par transparence de leurs risques dans le cadre de la directive AIFM.

Les stratégies de LBO, qui constituent la principale catégorie d'investissement en capitaux non cotés, impliquent un recours important au levier qui accroît le risque de crédit de l'ensemble du montage. Cette dette n'est pas portée par le fonds, mais par les entreprises cibles ou par une holding. Les intérêts sur cette dette sont ainsi remboursés par le profit de l'entreprise cible. Les banques et les investisseurs impliqués dans le financement des opérations de LBO s'exposent ainsi au risque de crédit associé. La hausse du coût de l'endettement lié à la remontée des taux peut fortement grever la rentabilité de ces stratégies.

Les fonds ont également recours directement à des facilités de crédit, en général garanties sur les engagements non alloués ou sur la valeur liquidative des fonds, et non sur les investissements sous-jacents. L'utilisation de ces facilités de crédit est difficile à quantifier, mais semble se développer depuis le second semestre 2022, dans l'objectif de soutenir des investissements peu performants en attendant un environnement plus favorable¹²⁵. En 2022, ces facilités représentent 100 milliards de dollars, soit moins de 1 % de la valeur estimée des marchés de capitaux non cotés, mais ont augmenté de 50 % entre septembre 2021 et septembre 2022. La majorité des prêteurs pour ces facilités sont des banques, des compagnies d'assurance et quelques fonds de dette privée.

Encadré 4.2 : Les stratégies de LBO exposent les entreprises-cibles à un endettement élevé

L'étude du taux de croissance de l'endettement des entreprises ayant fait l'objet d'un leveraged buyout (LBO) permet d'évaluer l'effet de ces opérations sur l'endettement et le risque de crédit associé de l'entreprise-cible. L'échantillon est constitué de 797 entreprises européennes, tous secteurs confondus, ayant fait l'objet d'un investissement LBO entre 1992 et 2023. Le groupe de contrôle est constitué d'un échantillon aléatoire de 7149 entreprises dont les données d'endettement sur la même période sont disponibles. Sur la base du registre de crédit européen Anacredit, qui recense mensuellement tous les instruments de crédit, bancaires et non-bancaires, il est possible d'étudier l'évolution mensuelle de l'endettement de ces entreprises. Dans un premier temps, la comparaison du taux de croissance de l'endettement des entreprises ayant fait l'objet d'une acquisition sous LBO avec le taux de croissance moyen, pondéré par l'encours de la dette et sur la période concernée, des entreprises n'ayant pas fait l'objet d'un LBO, permet d'étudier l'effet moyen d'un LBO dans le temps sur l'endettement des entreprises.

L'investissement en LBO entraîne une nette hausse du taux de croissance de l'endettement, de l'ordre de 8 points de pourcentage au moment de l'investissement (cf. graphique 4.9). Le taux de croissance moyen de l'endettement des entreprises sous LBO est similaire à celui des autres entreprises avant l'investissement, mais, une fois l'investissement réalisé, la croissance de l'endettement des entreprises sous LBO diverge des autres. La différence de taux de croissance de l'endettement reste positive dans le temps, bien que fluctuante. Cette hausse du taux de croissance de l'endettement pourrait potentiellement s'expliquer par d'autres effets propres aux caractéristiques des entreprises. L'étude de l'évolution à chaque nouvelle souscription de crédit de l'endettement de ces entreprises en contrôlant par l'évolution du chiffre d'affaires, du taux d'intérêt et par les effets propres aux caractéristiques de l'entreprise, permet d'isoler l'effet de l'investissement LBO. Avoir fait l'objet d'un investissement LBO a un effet positif et significatif sur le taux de croissance de l'endettement de l'entreprise. L'investissement LBO entraîne une hausse moyenne de 2,8 points de pourcentage du taux de

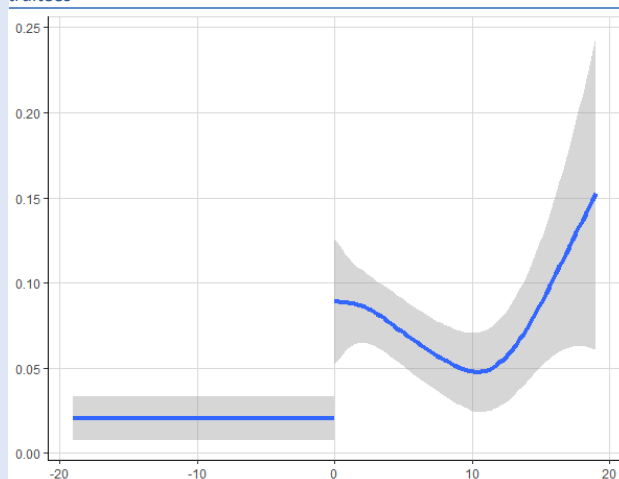
¹²⁵ [NAV facilities gain momentum among alternatives funds - Citco](#)
[GPs quench thirst with NAV financing as liquidity dries up | PitchBook](#)
[Subscription lines and private equity- Institutional | BlackRock](#)

croissance de l'endettement à chaque nouvelle souscription de crédit par rapport à une entreprise comparable qui n'a pas fait l'objet d'un LBO.

Cette étude confirme également que les LBO entraînent une hausse du risque de crédit des entreprises cibles. L'investissement LBO entraîne en effet une hausse de 6,3 points de pourcentage du taux de croissance de la probabilité de défaut¹²⁶ de l'entreprise entre deux souscriptions et une hausse de 2,1 points de pourcentage de l'évolution du taux d'intérêt. Les LBO ont donc non seulement un effet direct sur l'endettement de l'entreprise, mais également sur ses coûts de financement et sur sa probabilité de défaut.

Graphique 4.9: Effet du LBO sur l'endettement des SNF dans le temps

x : axe temporel en trimestres (0 = date du LBO) / *y* : Écart avec le taux de croissance de l'endettement pondéré par l'encours des entreprises non traitées

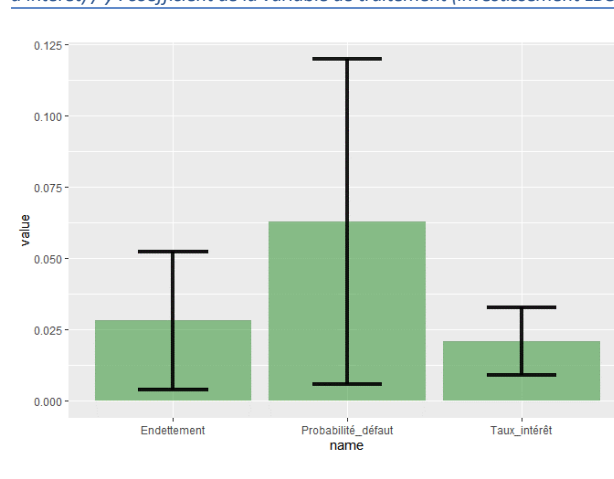


Note : le taux de croissance moyen de l'endettement entre deux nouvelles souscriptions de crédit des entreprises ayant fait l'objet d'un LBO est comparé dans le temps avec le taux de croissance moyen de l'endettement entre deux nouvelles souscriptions de crédit des entreprises n'ayant pas fait l'objet de LBO.

Sources : Anacredit, Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Graphique 4.10: Effet des LBO sur l'évolution de l'endettement, de la probabilité de défaut et du taux d'intérêt des SNF

x : variable d'intérêt (Taux de croissance de l'endettement, Taux de croissance de la probabilité de défaut, Taux de croissance du taux d'intérêt) / *y* : coefficient de la variable de traitement (investissement LBO)



Notes : le taux de croissance (de l'endettement, la probabilité de défaut ou le taux d'intérêt) est régressé sur une variable binaire égale à un à partir du moment où l'entreprise est rachetée dans le cadre d'un LBO, le taux de croissance du chiffre d'affaire retardé d'une période et le taux de croissance du crédit retardé dans les deux dernières régressions. Des effets fixes temps et entreprise sont ajoutés. De même, les erreurs standard sont clustérisées au niveau temps et entreprise.

Sources : Anacredit, Refinitiv Eikon, calculs Banque de France

Les fonds de dette privée se spécialisent sur des entreprises très endettées.

Les fonds de dette privée peuvent fournir à des entreprises un accès à la dette lorsque le risque de crédit est élevé, notamment lorsqu'elles n'ont pas accès au crédit bancaire ou au marché obligataire. En effet, les fonds de dette privée se spécialisent sur des segments associés à un risque de crédit élevé, comme la dette mezzanine, les créances en difficulté, ou les prêts directs, qui représentent la majorité des investissements des fonds de dette privée¹²⁷. Certaines entreprises pourraient donc se trouver dépendantes de fonds de dette privée pour l'accès au financement. Le contexte de resserrement des conditions de financement crée alors des opportunités de croissance pour ces fonds, qui ont bénéficié d'un rebond des collectes au second semestre 2022.

Enfin, les principaux gestionnaires d'actifs spécialisés dans les marchés de capitaux non cotés ont des fonds de capital investissement et des fonds de dette privée. Cette double exposition peut faciliter le financement des investissements à fort effet de levier, comme les LBO, et augmenter la concentration du risque de crédit associé à ces investissements. Face à la remontée des taux, dont peuvent bénéficier les fonds de dette privée en tant que prêteurs, la différence de rentabilité induite avec les fonds de *private equity* pourrait même entraîner une substitution, sur les marchés de capitaux non cotés, de la dette aux capitaux propres.

¹²⁶ La probabilité de défaut est estimée par les banques, en accord avec l'approche IRB (*internal ratings-based*) dans le cadre de Bâle 3.

¹²⁷ 2022 Annual Global Private Debt Report.pdf (pitchbook.com)

Le caractère fermé des fonds n'exclut pas le risque de liquidité pour les investisseurs et les entreprises sous-jacentes.

Les fonds de capitaux non cotés sont typiquement des fonds fermés aux rachats. Cela protège les fonds d'un décalage de liquidité entre leurs actifs à long terme et leurs passifs mais implique que les investisseurs ne peuvent récupérer leur investissement que lorsque les sociétés en portefeuille sont cédées. L'absence de liquidité des fonds de capitaux non cotés est connue des investisseurs, qui ont des horizons d'investissement à long terme. Néanmoins, selon Franzoni et al. (2012), les investissements dans des fonds de capital investissement font l'objet d'une prime de risque de liquidité, que les auteurs estiment à 3%, et qui n'est pas prise en compte par les investisseurs. En effet, les auteurs identifient l'ensemble des primes de risques associées à ces investissements, qui atteignent 18% du prix. En les prenant en compte, le taux de rentabilité des investissements est proche de zéro, ce qui laisse penser que ces risques ne sont pas correctement pris en compte dans la formation des prix sur le marché. Ainsi, le risque associé au manque de liquidité semble mal rémunéré pour les investisseurs.

Les fonds de capitaux non cotés cherchent à s'adapter au besoin croissant de liquidité de certains investisseurs. Les gestionnaires d'actifs ont développé le marché secondaire¹²⁸ afin d'offrir plus régulièrement des options de liquidité à leurs investisseurs et de permettre des réallocations de portefeuilles. Le développement de l'investissement de particuliers pourrait également entraîner une demande croissante de liquidité et de nouvelles exigences de la part des régulateurs¹²⁹, comme des investisseurs institutionnels, qui peuvent questionner la stabilité du passif des fonds concernés. Le raccourcissement de la durée des investissements (passé de 3,6 ans en 2013 à 2,6 ans en 2022 au niveau mondial)¹³⁰ pourrait ainsi s'expliquer par la présence accrue d'investisseurs aux horizons d'investissement moins longs.

Les reports de liquidations des fonds créent de nouvelles pressions sur la liquidité de leurs investisseurs. Entre 2017 et 2020, 45% des dossiers de médiation de l'AMF concernant le capital investissement portaient sur l'information délivrée sur ces fonds et la non restitution des investissements à la date initialement prévue. En 2022, les gestionnaires d'actifs ont eu tendance à repousser plus massivement la date de fermeture de leurs fonds pour faire face au risque de valorisation dans le contexte de remontée des taux. Les conséquences de potentiels rééquilibres de portefeuilles qui découleraient de la nécessité pour les investisseurs de faire face à un choc de liquidité restent indéterminées. Au-delà des déséquilibres engendrés dans les allocations de portefeuille, les investisseurs pourraient se tourner vers d'autres marchés plus liquides pour faire face à leurs besoins de liquidité.

La « poudre sèche » des fonds diminue alors que les liquidations sont bloquées. Si les niveaux de réserves des fonds sont très élevés, la part des réserves sur les actifs sous gestion diminue (entre le second semestre 2019 et le second semestre 2022 cf. graphique 4.11). Le *dry powder* peut servir à amortir les chocs de liquidité, notamment pour soutenir les besoins de refinancement des entreprises cibles dans un contexte de report des liquidations de fonds. Toutefois la capacité des fonds à utiliser leurs réserves face à des besoins de liquidités immédiats reste incertaine (notamment concernant la capacité des investisseurs à répondre aux appels de fonds), ce qui peut nécessiter le recours croissant à des facilités de crédit.

¹²⁸ [PE secondaries will reach new heights in 2023 | PitchBook](#)

Le marché secondaire désigne l'achat et la vente de parts de fonds entre investisseurs.

¹²⁹ [Rapport sur les travaux du GT fin de vie.pdf \(amf-france.org\)](#)

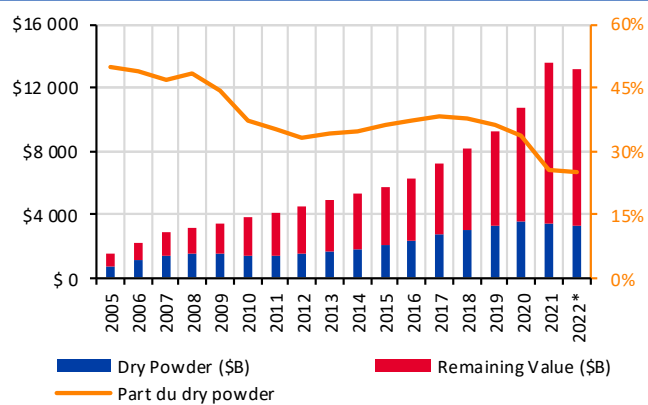
L'AMF envisage un renforcement des exigences sur les fins de vie des fonds, avec pour objectif de protéger les investisseurs non professionnels.

¹³⁰ [Q1 2023 Global Private Market Fundraising Report | PitchBook](#)

Le délai de clôture moyen d'un fond de capitaux privés est passé de 3,6 ans en 2013 à 2,6 ans en 2022.

Graphique 4.11: Évolution du dry powder sur les marchés de capitaux non cotés

x : axe temporel / y gauche : milliards de dollars ; y droite : pourcentage



Source : Pitchbook

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs – 75001 Paris

Directeur de la publication

Claude PIOT

Directeurs de la rédaction

François HAAS
Jean BOISSINOT
Édouard VIDON

Coordinateurs

Charles GOGER ; Frédéric GUEVEL

Comité éditorial

Akadshi AGARWAL ; Frédéric AHADO ; Elsa ALLMAN ; Jade ALYAHYA ; Pierre-Loïc BENOIT ; Ludivine BERRET ; Pierre BERTHONNAUD ; Claire BROUSSE ; Béranger BUTRUILLE ; Aurore CAMBOU ; Marion COCHARD ; Lucille COLLET ; Etienne DE L'ESTOILE ; Grégoire DESBROSSES ; Déborah HADDAD ; Thibault FOLLEZOU ; Léopold GOSSET ; Marine DUJARDIN ; Fanchon DURAND ; Aurélien ESPIC ; Laurent FAIVRE ; Jérémy FRAISSE ; Lisa KERDELHUE ; Tristan JOURDE ; Mathilde LALAUDE-LABAYLE ; Sandrine LECARPENTIER ; Rémy LECAT ; Antoine LHUISSIER ; Yann MARIN ; Youssef MOUHEB ; Thibaut PIQUARD ; Martin SAILLARD ; Pierre SARRUT ; Alice SCHWENNINGER ; Matthieu SEGOL ; Jerry SIMPSON ; Luis-Miguel TAVARES ; Julien TRAN ; Morgane VALLAUD ; Frédéric VINAS

Traduction et réalisation

Pôle DATA
Direction de la Stabilité Financière
Service de l'Édition et des Langages
Direction de la Communication

Dépôt légal

Juin 2023

Internet

<https://www.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-sur-levaluation-des-risques>