Rapport sur la stabilité financière

DÉCEMBRE 2024

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

SOMMAIRE

VUE D'ENSEMBLE 2

MESURES DES AUTORITÉS 6

1. ANALYSE TRANSVERSALE DES VULNÉRABILITÉS 9

1.1 Malgré les incertitudes renouvelées, l'assouplissement monétaire contribue à la stabilité du système financier français 9

1.2 Les acteurs non financiers se sont adaptés à un environnement de taux plus élevés mais des vulnérabilités demeurent dans un environnement incertain 14

1.3 Les multiples incertitudes augmentent la probabilité de pics de volatilité sur les marchés 27

1.4 Les banques et assurances continuent à faire preuve de résilience 43

1.5 La prise en compte du risque cyber et des risques climatiques nécessite une mobilisation des institutions financières et une coopération internationales continues 55

2. UNE VUE D'ENSEMBLE DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS : ÉVOLUTION DANS LE TEMPS, CARTOGRAPHIE COMPTABLE ET INTERCONNEXIONS AVEC LE RESTE DU MONDE 61

2.1. Les grandes tendances de l'évolution du système financier français depuis 1999 62

2.2. Une cartographie comptable du système financier français au deuxième trimestre 2024 71

2.3. Les interconnexions financières avec le reste du monde 79

Vue d'ensemble

Le retour de l'inflation à sa cible et la baisse progressive des taux directeurs, dans un contexte de croissance française modérée, constituent des éléments favorables pour la stabilité du système financier français. Le système financier français a fait face à une série de chocs importants, depuis 2020, et s'est adapté à un environnement de taux plus élevés depuis 2022. La solidité du secteur bancaire et assurantiel, les niveaux élevés de trésorerie des sociétés non financières et le taux d'épargne des ménages, toujours supérieur à sa moyenne pré-Covid, représentent autant de facteurs d'absorption des chocs. Néanmoins, des poches de vulnérabilités persistent pour les acteurs non financiers les plus endettés, face à un environnement macroéconomique incertain.

Des incertitudes renouvelées, liées à l'environnement politique national, l'économie internationale et l'aggravation des tensions géopolitiques, pourraient affecter l'activité et les marchés. Si la volatilité demeure modérée, elle a progressé au second semestre 2024 avec de brefs épisodes de tensions sur les marchés. Le pic de volatilité observé le 5 août 2024 sur les marchés mondiaux reflète une sensibilité accrue des opérateurs aux facteurs d'incertitude. L'alternance politique aux États-Unis pose, par ailleurs, la question des politiques économiques et commerciales qui seront menées par la nouvelle administration et qui pourraient venir renforcer des vulnérabilités existantes pour l'économie européenne et les marchés. En France, le contexte d'incertitude politique a entraîné un écartement entre les rendements des obligations souveraines françaises et allemandes, et à l'inverse un rapprochement avec le spread italien. Si le cas français demeure largement idiosyncratique, la convergence des *spreads* au sein de la zone euro reflète une confiance des investisseurs dans la solidité des institutions européennes.

À l'aune de ce diagnostic d'une résilience d'ensemble du système financier français, ce rapport met en avant les principaux risques conjoncturels et structurels qui pèsent sur la stabilité financière.

Les acteurs non financiers se sont adaptés à des taux plus élevés mais certains demeurent vulnérables à une détérioration de l'environnement macroéconomique

Les entreprises non financières sont globalement résilientes, mais les vulnérabilités augmentent pour les plus endettées d'entre elles. Alors que les taux d'intérêt sur les nouveaux prêts aux entreprises ont commencé à décroître, les coûts de financement continuent d'augmenter progressivement, au rythme du renouvellement des emprunts contractés en période de taux bas. Face à des charges d'intérêt en hausse, les entreprises bénéficient dans leur ensemble de coussins de trésorerie toujours supérieurs à leurs niveaux pré-Covid. Le nombre de défaillances en octobre 2024 augmente, à un rythme plus lent qu'en juin 2024, reflétant notamment une dynamique de « rattrapage » après le fort ralentissement enregistré pendant la période 2020-2021. Le secteur conserve donc une bonne capacité d'absorption des chocs mais les vulnérabilités restent orientées à la hausse pour les entreprises les plus endettées, d'autant que la conjoncture est devenue peu favorable à la hausse des prix de vente. Le maintien des *spreads* de crédit des obligations d'entreprises sur des niveaux historiquement faibles, malgré le contexte incertain, reflète la confiance des investisseurs dans la solidité financière des grandes entreprises françaises. En moyenne, les *spreads* sur les obligations notées *high yield* ont baissé en 2024, les difficultés individuelles de certaines entreprises n'ayant pas affecté l'ensemble du marché.

Si la correction du marché de l'immobilier résidentiel semble toucher à sa fin, le secteur de l'immobilier commercial continue à se détériorer. La baisse des taux d'intérêt amorcée en juin 2024 a permis un rebond de la production de crédits à l'habitat et une stabilisation progressive des prix de l'immobilier résidentiel, au deuxième trimestre 2024, à la faveur de l'augmentation du pouvoir d'achat immobilier des ménages. Les normes macroprudentielles en vigueur et la structure d'endettement des ménages contribuent, par ailleurs, à limiter les risques portés par ce secteur pour la stabilité financière. Le marché de l'immobilier commercial continue en revanche à se contracter sous l'effet conjoint de facteurs structurels et conjoncturels, mais l'exposition du système financier français à ces actifs demeure contenue.

Malgré un contexte plus volatil, le marché souverain français bénéficie d'une base d'investisseurs diversifiée

La montée de l'incertitude politique et la détérioration de la trajectoire budgétaire ont occasionné un écartement du rendement de la dette souveraine française par rapport à celui de la dette allemande (écartement du *spread).* Les coûts de financement de l'État sont néanmoins en baisse entre mai et décembre 2024, le mouvement haussier sur le *spread* ayant été contrebalancé par la baisse de l'inflation et les anticipations d'une politique monétaire plus accommodante. Alors que le taux d'emprunt souverain sert de référence pour le reste de l'économie, la préservation des bonnes conditions de financement des entreprises et des ménages suppose impérativement une clarification de la trajectoire des finances publiques.

Le marché souverain français bénéficie d'une base d'investisseurs diversifiée et d'un marché pleinement fonctionnel. La demande pour la dette souveraine française apparaît toujours soutenue sur le marché primaire et les conditions de liquidité se maintiennent sur le marché secondaire. La base d'investisseurs sur le marché de la dette souveraine française est diversifiée avec une progression de la part des investisseurs non-résidents depuis 2022, dans le contexte de réduction du bilan de l'Eurosystème. La hausse de l'incertitude politique se traduit cependant par une forme d'attentisme de certains investisseurs. Alors que les volumes de titres souverains à absorber par le marché restent importants, en France comme dans les autres économies développées, il est nécessaire de maintenir les conditions de leur attractivité.

L'incertitude pourrait conduire à des pics de volatilité plus fréquents sur les marchés avec un risque de correction désordonnée

Les marchés actions français et européens ont connu en 2024 une performance inférieure à celle des actions américaines. Les actions européennes ont gagné près de 10 % entre janvier et mi-décembre 2024 tandis que leurs homologues américaines ont enregistré une performance de 28 % sur la même période, portée par la très forte performance de quelques entreprises technologiques (*7 Magnifiques*). Des perspectives de croissance modérées, des incertitudes politiques accrues et la crainte d'une multiplication des mesures protectionnistes dans le monde contribuent à expliquer cette moindre performance des actions européennes, et notamment françaises. Dans le même temps, les marchés américains restent soutenus par des anticipations de croissance plus robuste à court terme.

La volatilité des marchés reste modérée, mais la fréquence des épisodes de tensions pourrait augmenter alors que les opérateurs se montrent plus sensibles aux surprises macroéconomiques et politiques. La sensibilité accrue des participants de marchés aux surprises économiques, en particulier liées à l'économie américaine, et aux incertitudes politiques et géopolitiques pourrait se traduire par de nouveaux pics de volatilité sur les marchés actions et obligataires. Ce risque est renforcé par la forte concentration des valorisations sur un nombre réduit de valeurs boursières, particulièrement aux États-Unis. Par ailleurs, même si le marché des cryptoactifs a connu une hausse importante après les élections américaines, il reste structurellement volatil et son absence de régulation aux États-Unis augmente les risques.

Le pic de volatilité du 5 août 2024 sur les marchés mondiaux rappelle que les vulnérabilités propres aux intermédiaires financiers non bancaires (NBFI) sont susceptibles d'accentuer les mouvements baissiers des marchés. Le 5 août 2024, les marchés ont brièvement surréagi à des données économiques américaines et à des annonces de politiques japonaises, entraînant un pic inédit de l'indice de volatilité des actions américaines. Ces mouvements ont été amplifiés par un contexte de faible liquidité et des débouclages massifs de positions à forts effets de levier (stratégies de portage dites *carry trades*), notamment par des fonds spéculatifs. Ces tensions se sont rapidement résorbées mais elles mettent à nouveau en avant les vulnérabilités de certains acteurs non bancaires. En particulier, l'existence d'un fort effet de levier et de contraintes de liquidité peut contraindre ces acteurs à déboucler leurs positions, avec le risque d'effets procycliques amplifiant les tensions de marché. Ces vulnérabilités soulignent le besoin d'un cadre réglementaire adéquat pour les intermédiaires non bancaires.

La solidité du secteur bancaire et assurantiel constitue un facteur de résilience

Les banques françaises s'appuient sur des modèles d'affaires diversifiés et affichent des niveaux de solvabilité et de liquidité toujours largement supérieurs aux exigences réglementaires. Le ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio* - LCR) des établissements bancaires français s'élevait en moyenne à 147 % fin septembre 2024, bien au-dessus des 100 % exigés par le régulateur, tandis que la part des actifs liquides de haute qualité demeure stable depuis 2022. Le secteur bancaire bénéficie également de ratios de fonds propres élevés et globalement stables, qui contribuent à sa résilience. Les banques françaises s'appuient sur des modèles d'affaires diversifiés, qui contribuent à leur stabilité, même si leur rentabilité reste inférieure à celle de leurs pairs de la zone euro en raison, notamment, d'une progression plus lente des revenus d'intérêts liée à des encours de crédits majoritairement à taux fixe.

Malgré une légère augmentation, la progression du risque de crédit des banques françaises reste maitrisée. Le taux de prêts non performants au sein de leurs bilans s'est établi à 2,61% au troisième trimestre 2024, en légère hausse par rapport à 2023 mais toujours proche des plus bas historiques. L'exposition des six grands groupes bancaires français à la dette des administrations publiques françaises est limitée, cette dette représentant 3,3 % du total de leurs actifs et 71 % de leurs fonds propres *Common Equity Tier 1* (CET1). Leurs conditions de financement sur les marchés sont stables, avec des primes de crédit contenues.

Les assureurs conservent également une structure de bilan solide. Les détentions des assureurs sont concentrées sur des actifs présentant une qualité et une liquidité élevées, tandis que leur exposition à l'immobilier commercial demeure limitée. Cependant, les compagnies d'assurance peuvent être confrontées à la difficulté de réassurer certains risques extrêmes dans un contexte de risque géopolitique accru et de catastrophes naturelles plus nombreuses et plus intenses.

Les risques cyber et climatiques sont de mieux en mieux identifiés mais les institutions financières doivent améliorer leur prise en compte

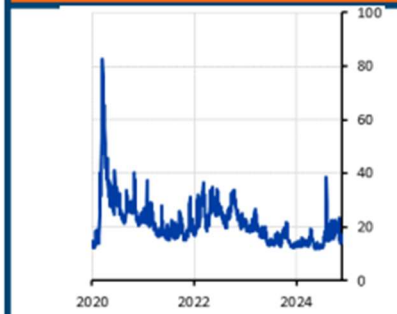
Le nombre de cyberattaques identifiées s'est stabilisé, y compris pour le secteur financier, mais le risque demeure élevé dans un environnement géopolitique dégradé qui se traduit par une variété de menaces hybrides. Les attaques par hameçonnage restent la principale menace pour l'ensemble des secteurs, tandis que le développement des outils d'intelligence artificielle est susceptible d'engendrer de nouvelles vulnérabilités. Le règlement DORA (*Digital Operational Resilience Act)*, qui entrera en application en janvier 2025, renforcera la résilience des institutions financières face à la menace cyber en imposant, notamment, une gestion des risques formalisée et une meilleure coordination des réponses aux incidents. En matière de supervision, la Banque centrale européenne (BCE) a par ailleurs organisé, de janvier à juillet 2024, son premier test de résilience cyber afin d'évaluer la réaction des banques face à un incident cyber grave, mais plausible, et leur rétablissement.

La crise climatique et environnementale requiert une coordination internationale continue. Le NGFS *(Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System)* poursuit activement ses travaux, qui contribuent à une meilleure compréhension des effets sur la stabilité financière du dérèglement climatique et de la crise de la biodiversité. La Banque de France et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) s'impliquent, par ailleurs, pleinement dans les divers travaux internationaux en matière de risque climatique. Cependant, le contexte d'alternance politique aux États-Unis pose la question de la continuité des travaux multilatéraux en la matière, sans remettre en cause les efforts de la coalition de bonnes volontés qu'est le NGFS.

ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTEME FINANCIER FRANCAIS | Déc. 2024

RISQUES CYCLIQUES

Risque de marché



VIX

- Pics de volatilité plus fréquents
- Incertitudes élevées
- Positions à fort effet de levier de certains fonds (ie *hedge funds* internationaux)
- Concentration du marché actions américain et risques de contagion
- Volatilité sur le marché des cryptoactifs

- Infrastructures de marché résilientes
- Investisseurs diversifiés

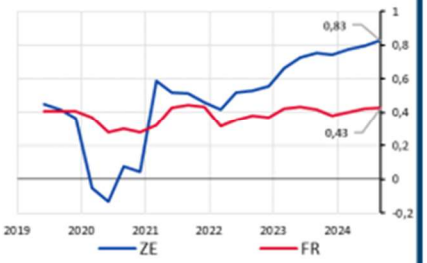
Risque lié à l'endettement élevé des acteurs non financiers

Écarts entre les rendements des obligations souveraines à 10 ans par rapport à l'Allemagne

- Endettement élevé de l'État et de certaines entreprises
- Hausse de la charge d'intérêts
- Croissance modérée
- Hausse du nombre de défaillances d'entreprises

- Liquidité des marchés obligataires
- Diminution des ratios de levier des entreprises

Risque pour les intermédiaires financiers



Rendement des actifs des grandes banques FR et ZE

- Hausse des défaillances d'entreprises
- Baisse de l'immobilier commercial
- Faible rentabilité des intermédiaires

- Solvabilité forte des banques et des assurances
- Faible niveau de créances douteuses
- Exposition limitée des banques et assurances à l'immobilier commercial

RISQUES STRUCTURELS

Menaces cyber

- Dépendance aux services tiers
- Tensions géopolitiques
- Exploitation des failles facilitée par les intelligences artificielles
- Exercices de crise
- Travaux réglementaires
- Investissements cyber sécurité

Risque climatique

- Exposition aux risques physiques et de transition
- Délais de mise en œuvre des politiques de transition et d'adaptation
- Coordination nationale et internationale
- Stress-tests climatiques

Perspective d'évolution du risque

Risque très élevé | Risque élevé | Risque modéré

Vulnérabilités en bleu
Facteurs de résilience en vert

Mesures des autorités

Dans un contexte de désinflation progressive, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a procédé à trois baisses de ses taux directeurs au second semestre 2024, après une pause en juillet et en août. Le 12 décembre 2024, le Conseil a abaissé les trois taux directeurs de 25 points de base supplémentaires, soit 75 points de base de baisses cumulées entre septembre et décembre 2024. Par conséquent, depuis le 18 décembre 2024, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal s'élèvent respectivement à 3 %, 3,15 % et 3,40 %. Comme annoncé le 13 mars 2024, le corridor entre la facilité de dépôt et la facilité des opérations principales de refinancement a été ramené de 50 à 15 points de base à compter du 18 septembre 2024. Le Conseil des gouverneurs a souligné que ces décisions étaient fondées sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire. Il a réaffirmé sa détermination à ramener l'inflation à son objectif de 2 % à moyen terme, tout en maintenant une approche dépendante des données pour déterminer le niveau et la durée appropriés de cette orientation.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a confirmé que le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase* programme, APP) continue de diminuer à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance depuis juillet 2023. L'Eurosystème a également confirmé la réduction du portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre 2024, en continuant de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements, avec un arrêt complet des réinvestissements dans le cadre du PEPP à partir du 18 décembre 2024. Le Conseil des gouverneurs continuera d'évaluer régulièrement la contribution des opérations de refinancement ciblées à plus long terme (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) à son orientation de politique monétaire à mesure de leur remboursement par les banques.

Le 27 septembre 2024, le Conseil des gouverneurs a adopté une version révisée de l'accord relatif à la fourniture de liquidité d'urgence (*emergency liquidity assistance*, ELA) contenant des informations plus détaillées sur les principaux éléments pris en considération lors de la fourniture de liquidité d'urgence. Cette nouvelle version introduit notamment le respect du ratio de levier comme critère de solvabilité pour la fourniture de liquidité d'urgence aux établissements de crédit. Elle instaure également le principe-clé selon lequel les sûretés fournies en échange de la liquidité d'urgence doivent suffisamment protéger la banque centrale nationale contre les risques découlant des opérations ELA.

Concernant la politique macroprudentielle, en France, les mesures en place ont été maintenues au second semestre 2024 comme encouragé par le Conseil des gouverneurs de la BCE[1]. Le taux de la réserve de protection du crédit[2] (*countercyclical capital buffer*, CCyB) est maintenu à 1 %, ainsi que le coussin pour le risque systémique sectoriel (sSyRB) établi à 3 % du montant des expositions pondérées du risque des banques systémiques françaises aux entreprises françaises très endettées[3], si les expositions dépassent 5 % de leurs fonds propres de catégorie 1[4]. La norme[5] juridiquement contraignante relative à l'octroi de crédits immobiliers résidentiels demeure en application, incluant les trois ajustements techniques introduits en décembre 2023[6]. Celle-ci impose un taux d'effort maximal de 35 % (incluant l'assurance emprunteur) et une durée de remboursement limitée à vingt-cinq ans (ou vingt-sept ans pour certains cas spécifiques[7]), avec une marge de flexibilité de 20 % de la production

[1] Governing Council statement on macroprudential policies
[2] Notice relative au coussin contracyclique – HCSF décembre 2023
[3] Soit celles dont le ratio de dette totale rapporté à l'EBIDTA, évalué au plus haut niveau de consolidation, est strictement supérieur à 6 ou négatif.
[4] Voir notice explicative : Modalités d'adoption du coussin pour le risque systémique sectoriel – HCSF août 2023
[5] Décision n° D-HCSF-2021-7
[6] Communiqué de presse du HCSF du 4 décembre 2023 et Décision n°D-HCSF-2023-6.
[7] Cette tolérance s'applique aux opérations pour lesquelles la date d'entrée en jouissance du bien est décalée par rapport à l'octroi du crédit. Sont particulièrement visées les acquisitions ou constructions de logements neufs et les acquisitions dans l'ancien donnant lieu à un programme de travaux dont le montant représente au moins 10 % du coût total de l'opération.

trimestrielle des banques[8]. Cette norme a contribué à limiter la dérive des maturités et des taux d'effort depuis son introduction, sans affecter significativement les évolutions du crédit à l'habitat et des prix de l'immobilier résidentiel observées depuis la hausse des taux d'intérêt.

Le paquet bancaire qui transpose en droit de l'Union européenne (UE) l'accord sur la finalisation de Bâle III a été publié au Journal officiel le 19 juin 2024, sous la forme du règlement 2024/1623, connu sous le nom de CRR3 et de la directive 2024/1619, connue sous le nom de CRD6. Ils sont entrés en vigueur le 9 juillet 2024, vingt jours après leur publication. Les dispositions du règlement CRR3 seront majoritairement applicables à partir du 1er janvier 2025. En ce qui concerne les règles de calcul des exigences de fonds propres relatives au risque de marché (aussi appelé « Fundamental Review of the Trading Book » ou « FRTB »), la Commission européenne a adopté le 24 juillet 2024 un règlement délégué afin de reporter la date d'application de la loi dans l'Union européenne d'un an, au 1er janvier 2026. Ce report prend en compte le caractère concurrentiel de ces activités et le retard dans la mise en œuvre de ces exigences, dans les principaux pays comptant un grand nombre de banques actives au niveau international.

Après l'adoption d'une position par le Parlement européen en première lecture en avril 2024, **le Conseil a arrêté le 19 juin 2024 son mandat de négociation sur la révision du cadre pour la gestion des crises et la garantie des dépôts (CMDI) applicable aux banques.** Cela représente également, dans l'immédiat, une étape vers l'achèvement de l'Union bancaire.

Dans le contexte d'une dynamique favorable au renforcement de l'Union des marchés de capitaux, plusieurs rapports d'experts de haut niveau ont été soumis aux autorités. Ces documents présentent des recommandations notamment pour approfondir l'intégration financière au sein de l'UE, afin de créer une Union de l'épargne et de l'Investissement (UEI). Ces rapports constituent une base de réflexion utile pour les décideurs politiques dans l'élaboration des futures initiatives réglementaires et structurelles de l'UE en matière de marchés de capitaux. Les trois rapports appellent notamment à une réforme du cadre européen de la titrisation afin d'en développer l'utilisation, de libérer du capital bancaire et de stimuler le financement.

La Commission européenne a lancé le 9 octobre 2024 une consultation publique relative au cadre actuel de l'UE en matière de titrisation. Cette démarche s'inscrit dans le contexte des déclarations de l'Eurogroupe de mars 2024[9] et des conclusions du Conseil européen d'avril 2024 sur l'Union des marchés de capitaux[10], qui ont souligné la nécessité de relancer le marché européen de la titrisation.

Le règlement européen 2022/2554 du 14 décembre 2022 sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier (DORA) entrera en application le 17 janvier 2025. À la suite de la publication des règlements délégués précisant les conditions de leur mise en œuvre en février et mars 2024, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a organisé deux conférences (Banque et Assurance) à l'occasion desquelles elle a pu présenter cette nouvelle réglementation ainsi que les attentes des autorités, en particulier en matière de reporting[11].

[8] Cette marge de flexibilité doit être réservée à hauteur de 70 % aux acquéreurs de résidence principale, dont une part de 30 % réservée aux seuls primo-accédants. Une souplesse d'appréciation est appliquée en cas de dépassement sur un seul trimestre de l'une des deux limites d'allocation ou de la marge de flexibilité totale, le respect de ces limites sur la production globale du trimestre en question et des deux trimestres suivants constituant une action correctrice qui pourra être jugée appropriée et suffisante.

[9] Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union - Consilium (europa.eu)

[10] euco-conclusions-27062024-en.pdf (europa.eu)

[11] Digital Operational Resilience Act (DORA) | ACPR (banque-france.fr)

Encadré 1.1 : Réponse de l'Eurosystème à la consultation publique de la Commission européenne sur une approche macroprudentielle pour le secteur de l'intermédiation financière non bancaire

Par Inès RISPAL

En mai 2024, la Commission européenne a lancé une consultation publique **sur les politiques macroprudentielles pour le secteur de l'intermédiation financière non bancaire (NBFI en anglais) à laquelle l'Eurosystème a apporté une réponse commune[12].** Dans sa réponse, l'Eurosystème rappelle notamment l'importance des intermédiaires financiers non bancaires pour le développement d'une union pour l'épargne et l'investissement et revient sur les vulnérabilités[13] associées à ce secteur, pouvant engendrer ou contribuer à un risque systémique.

Cette réponse commune plaide pour une approche macroprudentielle de ce secteur et propose six recommandations en ce sens. Tout d'abord, (i) toutes les mesures et recommandations adoptées dans le cadre d'instances européennes et internationales devraient être mises en œuvre de manière harmonisée entre juridictions. Ces réformes devraient (ii) être complétées par la création de nouveaux outils, à vocation macroprudentielle, afin de mieux répondre aux risques liés aux « non-banques ». Par ailleurs, (iii) le recours à des tests de résistance systémiques (*system-wide stress tests*) améliorerait la supervision et la compréhension du secteur. La Banque de France et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution travaillent à l'élaboration d'un exercice de ce type pour la France, en lien avec l'Autorité des marchés financiers. Cet exercice novateur permettra aussi aux institutions d'accéder à de nouvelles données. Celles-ci sont, en effet, essentielles à l'analyse de l'intermédiation non bancaire et sont encore trop manquantes, mettant en évidence la nécessité (iv) de créer des mesures pour faciliter leur accès et leur partage entre institutions et juridictions. Toutes ces initiatives devraient être accompagnées (v) d'une évolution de la réglementation quand cela est nécessaire et (vi) s'inscrire dans un cadre de gouvernance revu, favorisant la coordination dans la mise en œuvre de mesures et leur réciprocité.

[12] La réponse est consultable sur le site de la Banque centrale européenne (Eurosystem response to EU Commission's consultation on macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFI)), ainsi qu'un blog co-signé par des responsables de la Banque de France, de la banque centrale irlandaise et de la Banque centrale européenne (Financial intermediation beyond banks: taking a macroprudential approach).

[13] Telles que les risques de liquidité, ceux liés à l'usage excessif à l'effet de levier et ceux liés aux interconnexions entre acteurs du système financier.

1. Analyse transversale des vulnérabilités

1.1 Malgré les incertitudes renouvelées, l'assouplissement monétaire contribue à la stabilité du système financier français

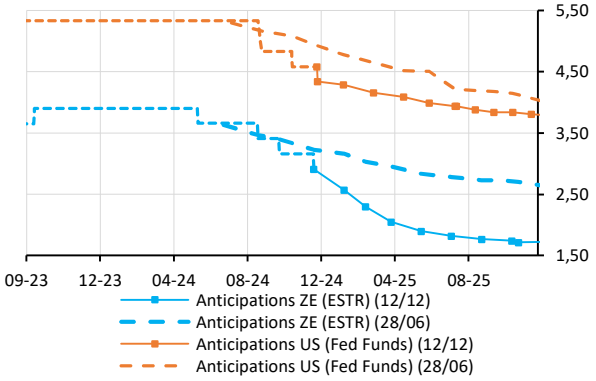
Alors que l'inflation a atteint sa cible, les principales banques centrales poursuivent leur politique d'assouplissement monétaire, ce qui se traduit par une amélioration progressive des conditions de financement

La résilience de l'économie jusqu'à présent contribue à la stabilité du système financier français, malgré des perspectives de croissance modérées à court terme. L'inflation poursuit sa décrue et devrait s'établir à 2,4 % en 2024 et 1,6 % en 2025 pour la France (prévisions Banque de France, décembre 2024) alors qu'elle s'élevait encore à 4,3 % en septembre 2023. Ce retour de l'inflation à sa cible s'opérerait sans récession tandis que la croissance devrait rester modérée mais néanmoins positive, étant attendue à 1,1 % pour 2024 et 0,9 % pour 2025. Par rapport aux projections de juin, la croissance serait plus élevée en 2024 (0,8 % en juin) et plus faible en 2025 (1,2 % en juin). Elle serait soutenue à partir de 2025 par la reprise progressive de la consommation des ménages, soutenue par le regain de pouvoir d'achat des salaires, puis à partir de 2026 par le redémarrage de l'investissement privé. Les risques sur ces prévisions de croissance sont cependant orientés à la baisse. Le reflux de l'inflation a, par ailleurs, conduit la BCE à baisser ses taux directeurs de 100 points de base entre juin et décembre 2024, participant à un environnement macroéconomique globalement favorable pour la stabilité financière, alors que les participants de marchés anticipent une amplification des baisses de taux en 2025 (cf. graphique 1.1).

Les baisses successives des taux directeurs contribuent à un assouplissement des conditions de financement, même si les hausses de taux passées continuent de peser sur les bilans des entreprises et des ménages. Le taux moyen des nouveaux crédits en France continue de baisser progressivement. En octobre 2024, le taux moyen des nouveaux crédits à l'habitat (hors renégociations) s'établissait à 3,51 %, contre 4,04 % fin 2023 et 1,07 % début 2022. Le taux moyen des nouveaux crédits bancaires aux sociétés non financières (SNF) s'élevait à 4,32 % en octobre 2024, en baisse sur l'année 2024 (4,86 % en décembre 2023). Malgré cette diminution, les coûts de financement pour l'économie réelle restent élevés par rapport aux années précédentes, et la transmission de cette baisse aux bilans des acteurs est progressive. En effet, l'inertie des coûts de financement reste forte en raison de la structure des financements principalement à taux fixe et du remplacement des dettes anciennes souscrites à taux bas par des dettes plus onéreuses (cf. graphique 1.2).

Graphique 1.1 : Anticipations de taux d'intérêt au jour le jour en zone euro et aux États-Unis

x : axe temporel / y : taux (en pourcentage)

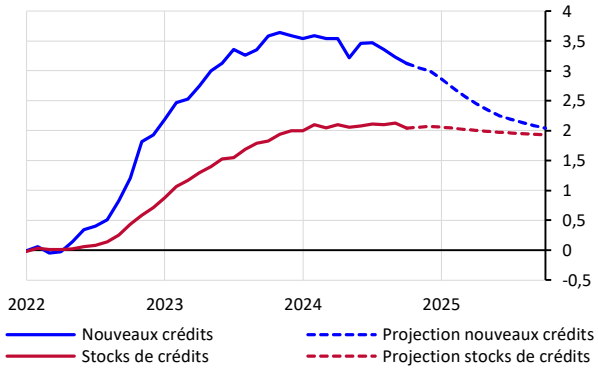


Sources : Bloomberg

Note : l'ESTR est le principal taux de référence au jour le jour dans la zone euro, le taux fed funds effectif est la cible de taux d'intérêt suivie par la Réserve fédérale des Etats-Unis.

Graphique 1.2 : Évolution des taux des crédits aux SNF françaises et projection (base 0 = décembre 2021)

x : axe temporel / y : taux (en pourcentage)



Source : Données MIR couvrant environ 70% de l'encours des crédits bancaires, calculs Banque de France.

Notes : Série de taux d'intérêt normalisée en base 0 en décembre 2021. Les taux des nouveaux prêts sont projetés sur la base des taux à terme du marché et d'une estimation économétrique de la relation entre les taux du marché et les taux des prêts bancaires. Hypothèse que les remboursements de dette sont entièrement renouvelés à ces nouveaux taux. Taux observés jusqu'en octobre 2024, projections au-delà.

Un environnement plus incertain est susceptible d'interagir avec les vulnérabilités existantes et de les amplifier

Les facteurs d'incertitude tendent à se multiplier, notamment en matière de politiques économiques. Alors que des crises inédites ont affecté le système financier ces dernières années (crise sanitaire, géopolitique, etc.), s'intéresser à l'incertitude permet de mieux prendre en compte leur dimension plurielle en englobant différentes composantes de la stabilité financière relevant notamment du domaine macroéconomique, politique ou encore géopolitique. L'incertitude peut être mesurée à l'aide de différents indicateurs se fondant sur des approches distinctes (cf. encadré 1.2). L'incertitude des politiques économiques au niveau européen, telle que mesurée par l'indice d'incertitude des politiques économiques (*Economic policy uncertainty,* EPU), est aujourd'hui supérieure à sa moyenne de long terme, et apparaît significativement élevée pour la France et l'Allemagne (cf. graphique 1.3). En ce qui concerne la France, cet écart avec la moyenne européenne peut s'expliquer pour partie par une incertitude politique accrue depuis les échéances électorales du mois de juin 2024, et qui se prolonge dans le cadre du processus budgétaire ainsi que par des problématiques d'ordre structurel liés à la productivité et à une croissance limitée qui affectent la visibilité à court terme. Les enquêtes mensuelles de conjoncture menées par la Banque de France mettent également en évidence une hausse de l'incertitude. Cette incertitude accrue est corrélée à une hausse de la volatilité sur les marchés, qui apparaît néanmoins limitée en comparaison avec celle observée lors de crises récentes, comme lors de la crise sanitaire (cf. graphique 1.4).

L'incertitude peut affecter l'économie réelle et la stabilité financière. En nuisant à la demande et en décourageant l'investissement et la production de nouveaux crédits, elle représente ainsi un risque à la baisse pour la croissance et peut générer de la volatilité sur les marchés**.** Ainsi, l'incertitude fiscale peut conduire les entreprises et les ménages à ajourner leurs décisions d'investissement au profit de l'épargne, alors que le taux d'épargne des ménages français reste supérieur à son niveau pré-Covid, à plus de 18 % en 2024. L'incertitude constitue aussi un risque pour la stabilité financière à travers différents canaux : le canal du crédit tout d'abord, le renforcement des vulnérabilités au sein de l'économie réelle étant de nature à aggraver le risque de défaillances ; le canal des marchés ensuite, une incertitude plus élevée pouvant générer une volatilité accrue et des corrections désordonnées sur les marchés actions et obligataires. Les effets de l'incertitude peuvent, par ailleurs, se diffuser au-delà des frontières à travers les interconnexions financières, la matérialisation de pertes sur certains marchés pouvant par exemple impliquer des ventes forcées d'actifs sur d'autres marchés.

Aux États-Unis, l'alternance politique suscite une inquiétude quant aux futures orientations économiques et commerciales. L'éventualité d'une hausse unilatérale des droits de douane par les États-Unis fait peser le risque d'une guerre commerciale et d'une fragmentation accrue qui affecteraient la croissance mondiale. Un tel scénario toucherait plus particulièrement les économies les plus dépendantes du marché américain pour leurs exportations. Ce risque de tensions commerciales induit donc un aléa baissier sur l'activité en Europe et en France, dont l'ampleur est toutefois difficile à quantifier du fait de la triple incertitude quant au déclenchement de ces tensions, à leur ampleur et à leurs effets potentiels[14]. Par ailleurs, le caractère plus ou moins expansionniste des politiques budgétaires qui seront décidées conditionnera le niveau de croissance et de déficits publics américains. Dans ce contexte, les marchés anticipent le renforcement de la dynamique de croissance plus favorable aux États-Unis qu'en Europe et des risques haussiers sur l'inflation aux États-Unis. Cela se reflète dans une meilleure performance des actions américaines, une appréciation du dollar par rapport à l'euro et une divergence des taux d'intérêts entre les États-Unis et la zone euro en fin d'année 2024. Ces anticipations pourraient évoluer rapidement en fonction des mesures effectivement mises en œuvre, d'autant que certaines mesures annoncées de politique migratoire ou commerciale pourraient également ralentir la croissance américaine, ce qui se traduirait par une hausse de la volatilité sur les marchés. Par ailleurs, une politique budgétaire américaine expansionniste exercerait une pression à la hausse sur les taux longs, avec des effets de contagion potentiels sur les taux européens (voir partie 1.3).

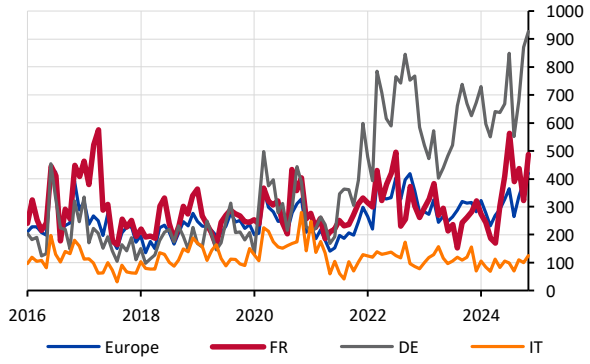
D'autres sources externes d'incertitudes économiques entourent les perspectives pour la France. Le ralentissement de la croissance chinoise et l'intensification de la concurrence menée par les acteurs domestiques, en lien avec la politique d'autosuffisance, pourraient particulièrement affecter les acteurs les plus exposés au pays. Dans le même temps, l'efficacité des mesures d'assouplissement monétaire annoncées au second semestre 2024 et l'éventualité de mesures supplémentaires de relance budgétaire en Chine, qui seraient positives pour la croissance, sont encore incertaines. En Europe, les incertitudes politiques en Allemagne rendent plus difficile la conduite de réformes économiques et budgétaires, dans un contexte de récession et alors que se posent des enjeux structurels. L'éventuelle mise en œuvre d'une politique budgétaire allemande plus expansionniste, pour l'instant contrainte par des normes constitutionnelles, serait de nature à soutenir la demande et à relancer la croissance domestique et européenne.

L'aggravation des tensions géopolitiques, exacerbées par la poursuite de la guerre russe en Ukraine et par la dégradation de la situation au Proche-Orient, demeure un risque pour l'économie et pour les marchés. Les cours des matières premières ont connu une augmentation notable à la suite de la crise sanitaire pour culminer en 2022 après le déclenchement de l'invasion russe de l'Ukraine. Après une correction partielle, alors que les inquiétudes sur la demande (notamment en Chine) ont pris le pas sur les tensions sur l'offre, les cours des matières premières se stabilisent à des niveaux bien supérieurs à la période pré-Covid, sous l'effet des tensions géopolitiques qui restent élevées[15]. L'indice *Bloomberg Commodity Index* (BCOM), qui permet de mesurer l'évolution du cours d'un panel de matières premières, s'est stabilisé en dessous de 100 après avoir culminé à plus de 130 en mai 2022 (contre 88 en moyenne entre 2016 et 2019). La volatilité relativement faible des marchés actions en 2023 et 2024 ne reflète pas la hausse des incertitudes géopolitiques, mais elle tend à augmenter lors d'événements caractérisés, comme la guerre en Ukraine[16] (cf. partie 1.3). Certains secteurs stratégiques, comme le secteur des semi-conducteurs, fortement concentré en Asie du Sud-Est, pourraient être particulièrement affectés par les tensions géopolitiques et la montée du protectionnisme. Une nouvelle détérioration de l'environnement international, telle qu'une généralisation du conflit au Proche-Orient, de nouveaux développements en Ukraine ou une guerre commerciale, serait donc susceptible d'induire de nouveaux mouvements abrupts et potentiellement plus durables sur les marchés, qui pourraient raviver les pressions inflationnistes et affecter les acteurs de l'économie réelle et les intermédiaires financiers.

[14] Banque de France, Projections macroéconomiques – décembre 2024 (encadré 2)
[15] Banque mondiale, *Commodity Markets Outlook*, avril 2024.
[16] Voir Rapport sur la stabilité financière de juin 2024.

Graphique 1.3 : Incertitude des politiques économiques pour l'Europe, l'Allemagne, la France et l'Italie

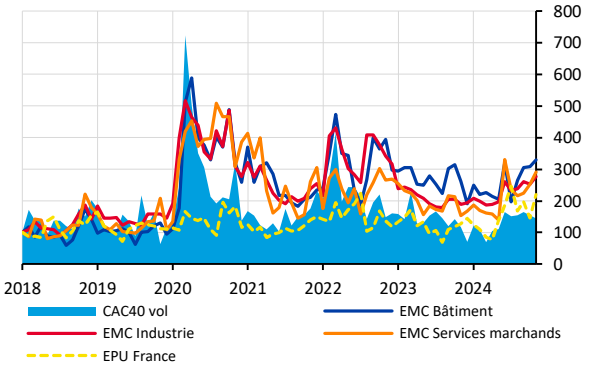
x : axe temporel / y : Economic policy uncertainty index (EPU)



Source : Baker, Bloom et Davis (2016).
Dernier point : Novembre 2024.

Graphique 1.4 : Volatilité du CAC 40 rapportée à l'incertitude dans l'enquête mensuelle de conjoncture

x : axe temporel / y : indice en base 100 en janvier 2018



Sources : Banque de France ; Bloomberg, Baker, Bloom et Davis (2016)
Dernier point : Novembre 2024.
Note : Les trois courbes EMC représentent les indicateurs d'incertitudes dans les commentaires de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France.

Encadré 1.2 : Le rôle des indicateurs d'incertitude dans l'évaluation de la stabilité financière

Par Gabriel CHEMAIN et Dalia IBRAHIM

La succession, voire la juxtaposition des crises (sanitaire, énergétique, inflationniste, environnementale, etc.) ont replacé la notion d'incertitude au premier plan des travaux sur la stabilité financière. Ces événements ont en effet mis en évidence les limites auxquelles sont confrontés les outils d'analyse traditionnels et leur difficulté à se montrer prédictifs.

Les différents indices permettant de mesurer le niveau d'incertitude globale se montrent généralement réactifs à des événements économiques ou géopolitiques marquants, comme la crise financière de 2008, la crise de la dette en zone euro ou encore les récentes tensions internationales (cf. graphique 1.5). On constate ainsi une corrélation nette entre les périodes de volatilité accrue sur les marchés financiers, mesurées par des indicateurs comme le VIX, et plusieurs pics d'incertitude mesurés par l'indicateur de risque géopolitique (*géopolitical risk* index – GPR), l'indice d'incertitude des politiques économiques (EPU) ou l'indice d'incertitude de l'économie réelle (REU)[17]. Les différents indices semblent donc se répondre, soulignant le caractère multidimensionnel de l'incertitude et les interconnexions étroites existant entre ses différentes composantes. Ces indicateurs peuvent néanmoins connaître d'importantes périodes de déconnexion, avec une volatilité de marché faible malgré une hausse des incertitudes économiques ou géopolitiques (cf. graphique 1.6).

Si ces indices s'avèrent utiles pour tenter de mesurer l'incertitude et capter les anticipations des acteurs, ils présentent certains biais liés à leur méthode de construction et aux données sur lesquels ils se fondent. En premier lieu, ces indices sont souvent monodimensionnels et centrés sur des marchés spécifiques, comme le VIX pour les marchés actions américains ou le VSTOXX pour les marchés européens, négligeant parfois certains acteurs ou certaines économies moins avancées où les dynamiques d'incertitude et de risque peuvent varier

[17] Le GPR (*Geopolitical risk index)*, développé par Dario Caldara et Matteo Iacoviello, reflète le nombre d'itérations de termes associés au risque géopolitique dans dix journaux anglophones depuis 1985. L'indice EPU (*Economic Policy Uncertainty*), développé par Scott R. Baker, Nicholas Bloom et Steven J. Davis, permet de mesurer l'incertitude économique en se fondant notamment sur le suivi de l'emploi de mots clés au sein de 10 journaux anglo-saxons de référence. Malgré les limites et les biais induits par son mode de construction, il constitue un indicateur synthétique et globalement réactif qui peut être utile à l'analyse économique. Le REU (*Real Economic Uncertainty*) est l'un des indices d'incertitude macroéconomique et financière proposés par Sydney Ludvigson (2015, 2021) et utilise des méthodes statistiques avancées appliquées aux données macroéconomiques et financières. Ces indices sont mis à jour deux fois par an et couvrent les fluctuations d'incertitude dans les secteurs économique et financier.

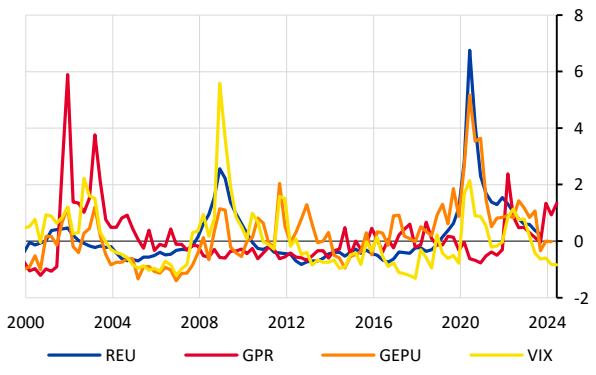
fortement. En outre, ces indicateurs financiers peuvent être faussés par des facteurs techniques comme l'a illustré le pic historique du VIX, le 5 août 2024, qui s'explique par une faible liquidité des options sous-jacentes. Par ailleurs, les indices de sentiment, tels que l'EPU ou le GPR, sont dépendants d'une couverture médiatique limitée et principalement anglophone, conduisant à exagérer ou au contraire minimiser la perception des risques réels et à ignorer les régions ou les risques les moins médiatisés ou les plus éloignés du territoire nord-américain. Si le GPR et l'EPU sont déclinés en différentes versions régionales à travers le suivi de mots-clés se référant aux pays suivis, ils n'en restent pas moins soumis à des biais géographiques, les titres de presse utilisés demeurant identiques à ceux employés pour la construction des indices globaux. À travers ces indicateurs, l'incertitude est ainsi abordée d'un point de vue principalement anglo-saxon.

Face à ces limites, une approche articulant mieux spécificités géographiques et sectorielles doit permettre d'obtenir une image plus précise et complète de l'incertitude et certains indicateurs sont d'ores et déjà disponibles. Ainsi, les enquêtes mensuelles de conjoncture réalisées par la Banque de France auprès de dirigeants d'entreprises permettent de disposer d'un indicateur de portée nationale. D'autres approches innovantes tentent de repenser ces indicateurs pour réduire les biais associés : c'est le cas pour le GPR, à travers des méthodologies s'appuyant sur des titres de presse non-anglophones (Bondarenko *et al*., 2023) ou s'attachant à déterminer l'origine des risques par région géographique (Alonso *et al*., 2024).

Le développement de l'intelligence artificielle présente par ailleurs de nouvelles opportunités en ouvrant la voie à l'analyse des volumes massifs de données en temps réel. Elle pourrait jouer un rôle central à l'avenir dans la détection de nouvelles tendances et de schémas d'incertitude non linéaires, offrant ainsi aux analystes des outils d'anticipation.

Graphique 1.5 : Sélection de mesure globales des risques

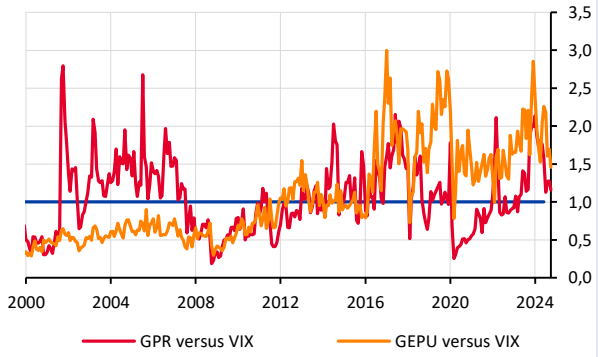
x : axe temporel / y : indices standardisés



Source : IMF, Baker, Bloom et Davis (2016) ; Caldara et Iacoviello (2022), CBOE
Note : Les différents indices ont été standardisés.
Dernier point : Novembre 2024 (VIX et GPR) ; Octobre 2024 GEPU ; Juin 2024 (REU).

Graphique 1.6 : Incertitude économique et géopolitique mondiale rapportée à la volatilité implicite du marché boursier, 2000-2024

x : axe temporel / y : ratios normalisés



Source : Calcul des auteurs.
Note : Ratios mensuels de l'indice mondial de l'incertitude des politiques économiques et de l'indice de risque géopolitique par rapport à la volatilité réalisée, du VIX. Les ratios ont été normalisés pour avoir une moyenne de 1 sur la période.
Lecture : lorsque les courbes se situent au-dessus de la valeur 1 (représentée par la ligne bleue), cela indique que les mesures d'incertitude (GPR ou GEPU) sont élevées par rapport à la volatilité des marchés (VIX). À l'inverse, lorsque les courbes sont en dessous de 1, l'incertitude est relativement faible en comparaison avec la volatilité des marchés.
Dernier point : Octobre 2024.

1.2 Les acteurs non financiers se sont adaptés à un environnement de taux plus élevés mais des vulnérabilités demeurent dans un environnement incertain

Les entreprises françaises ont montré leur résilience face à la hausse des taux, mais certaines en ressortent plus vulnérables en cas de nouveau choc.

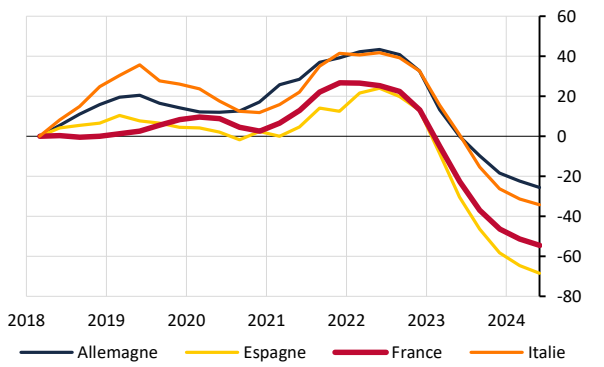
La transmission des hausses de taux passées aux bilans des sociétés non financières françaises se poursuit. Le ratio de couverture des intérêts des sociétés non financières (SNF) françaises continue de se dégrader, comme pour les autres SNF européennes (cf. graphique 1.7). Cette détérioration ralentit cependant depuis le quatrième trimestre 2023, indiquant que la transmission de la politique monétaire par le canal des bilans des entreprises a atteint un plateau. Alors que les taux d'intérêt sur les nouveaux prêts aux SNF amorcent leur baisse, le coût de financement devrait se stabiliser en 2025 sous l'effet de deux forces opposées ; d'un côté, la diminution du coût de la dette à taux variable en raison de la baisse prévue des taux à court terme, de l'autre le remplacement de la dette à taux fixe bas arrivant échéance par de la dette à taux plus élevés. Le ratio de couverture des intérêts des SNF françaises est néanmoins structurellement plus faible que pour les SNF européennes, du fait du poids des intérêts liés au crédit intragroupe des multinationales[18], relativement important face au revenu : le ratio de couverture des intérêts atteignait un niveau de 4,9 en décembre 2018, contre 25,2 pour l'Espagne, 27,9 pour l'Allemagne, et 31,1 pour l'Italie. En juin 2024, le ratio de couverture des intérêts des SNF françaises atteignait un niveau de 2,2, contre 7,5 pour l'Espagne, 17,9 pour l'Allemagne, et 16,3 pour l'Italie.

Les SNF françaises bénéficient encore d'importants coussins de trésorerie. L'encours de trésorerie des SNF (dépôts bancaires + OPC monétaires), mesuré en pourcentage du PIB, reste plus élevé que lors de la période pré-Covid (30 % au deuxième trimestre 2024 contre 28 % fin 2019). Cependant, la trésorerie des SNF est retombée au niveau de celui qu'elle aurait atteint si la tendance observée sur la période 2006-2019 s'était poursuivie (cf. graphique 1.8)[19]. Dans un contexte d'incertitude croissante, les entreprises peuvent estimer que la trésorerie de précaution nécessaire est structurellement plus élevée que sur la période 2006-2019, et interpréter ce retour à la tendance comme une dégradation de la situation de trésorerie (cf. Buthiot *et al*., 2024)[20]. La réallocation des dépôts à vue vers des dépôts à terme ou des instruments financiers porteurs d'intérêts compense également, en partie, les effets de la hausse des taux sur la dégradation de la capacité de remboursement des entreprises. Certaines poches de vulnérabilités persistent néanmoins, et la part des grandes entreprises à la capacité de remboursement et à la liquidité dégradées a légèrement progressé (cf. chapitre 2, RSF Juin 2024).

[18] M. Gueuder et S. Ray (2023), "Rise in interest rates: European companies will not be affected at the same pace", Bulletin n°243, Banque de France, juin.
[19] Situation financière des sociétés non financières, Banque de France, octobre 2024.
[20] Buthiot E., Charlot L., Duquerroy A. et Lé M. (2024), « Trésorerie des entreprises : comprendre l'écart entre données agrégées et perceptions », Bloc note éco, Banque de France, novembre.

Graphique 1.7 : Évolution cumulée du ratio de couverture des SNF européennes

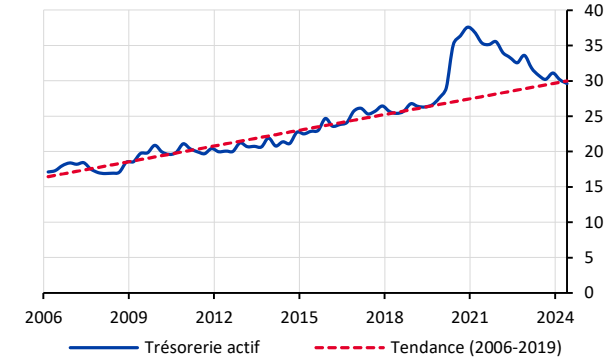
x : axe temporel / y : taux de croissance cumulé (référence : mars 2018)



Note : Le ratio de couverture des intérêts est calculé comme le ratio du résultat d'exploitation des SNF (annualisé) sur les intérêts payables par les SNF (annualisés). La variation du ratio de couverture est calculée à partir du T1 2018.
Source : Quarterly Sectoral Accounts.
Dernier point : Juin 2024.

Graphique 1.8 : Encours de trésorerie

x : axe temporel / y : (Dépôts bancaires + OPC monétaires) / PIB en pourcentage



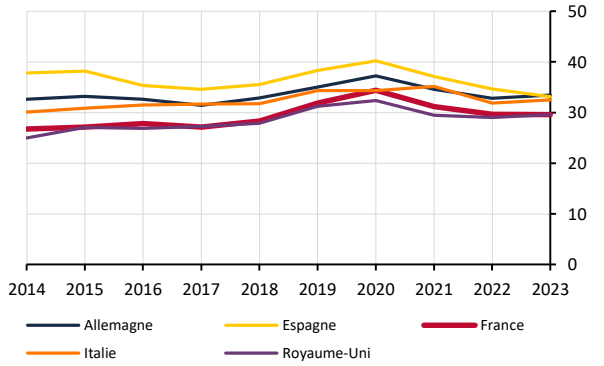
Champ : Sociétés non financières.
Source : Statistiques monétaires (DSMF) et de titres (DBdP) ; comptes nationaux (INSEE).
Dernier point : Juin 2024.

Les grandes entreprises françaises les plus exposées à la hausse des taux sont cependant protégées par leur structure de bilan. Si les entreprises françaises dans leur ensemble peuvent apparaître structurellement plus endettées que leurs pairs européens[21], les grandes entreprises françaises ressortent relativement protégées d'un désendettement désordonné. La part de l'endettement rapportée à l'actif total des entreprises françaises cotées était relativement faible au milieu des années 2010 (cf. graphique 1.9). Elle a ensuite largement crû en 2019 et 2020, sous l'effet de la crise Covid. Fin 2023, elle était de retour à environ 30 %, au même niveau que le Royaume-Uni et légèrement plus bas que l'Espagne, l'Italie et l'Allemagne (autour de 33 %). Toutefois, les entreprises les plus endettées peuvent être mises en difficulté par d'importants besoins de refinancement, les forçant à liquider leur actif. Ce risque semble néanmoins limité : les entreprises dont une part importante de la dette financière arrive à échéance sous un an présentent en moyenne un levier plus faible (cf. graphique 1.10), y compris au sein d'un même secteur d'activité : pour un secteur donné, une entreprise dont la part des dettes de court terme est 1 p.p au-dessus de ses pairs a en moyenne un levier plus faible de 0,3 p.p. Cette relation n'est cependant pas linéaire : parmi les entreprises dont la part des dettes de court terme est inférieure à 30 % (*i.e.* le ratio médian), une part des dettes de court terme supérieure de 1 p.p est associée en moyenne à un levier plus faible de 0,81 p.p.

[21] Taux d'endettement des agents non financiers – Comparaisons internationales (banque-france.fr)

Graphique 1.9 : Évolution du levier moyen des entreprises non financières cotées

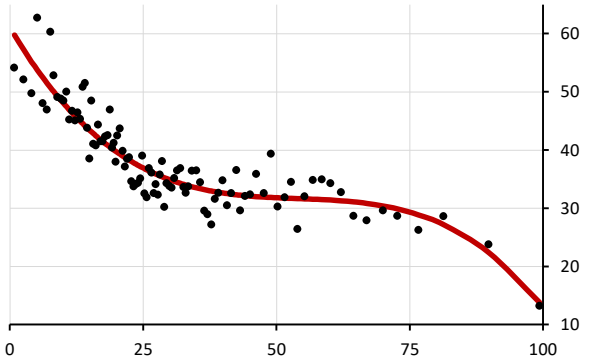
x : axe temporel / y : dette sur actif total en pourcentage



Dernier point : 2023.
Champs : Entreprises non financières cotées.
Source : Eikon.

Graphique 1.10 : Dette à court terme et levier en 2022

x : part des dettes arrivant à échéance sous un an en pourcents / y : dette sur actif total en pourcents

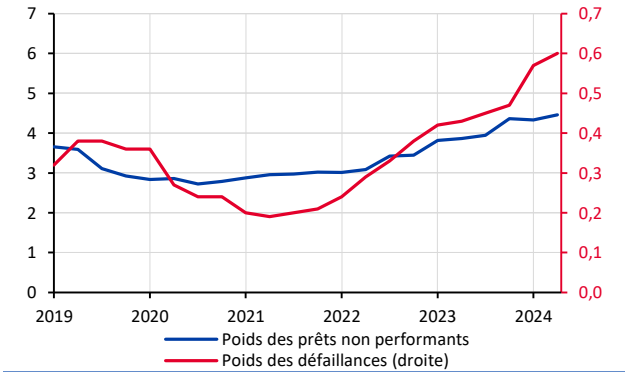


Note : Chaque point représente le ratio dette sur actif moyen et la part moyenne de dettes arrivant à échéance sous un an, par centile du ratio dette de court-terme / dette totale.
Champs : Comptes consolidés des entreprises françaises en 2022.
Source : FIben.

Dans l'ensemble, le risque de crédit des SNF est orienté à la hausse, mais il reste contenu. Le ratio des prêts non-performants rapporté au total des crédits bancaires accordés aux SNF françaises continue sa progression en septembre 2024, avec une détérioration plus marquée du portefeuille de prêts aux petites et moyennes entreprises (PME) (cf. graphique 1.11 et cf. partie 1.4). De même, la hausse du poids des encours portés par des entreprises défaillantes dans les crédits mobilisés est en hausse et atteignait 0,6 % en septembre 2024. Cette hausse reflète la croissance des défaillances des entreprises françaises, plus importante que pour le reste de la zone euro depuis 2023 (cf. graphique 1.12). Les difficultés de l'immobilier commercial expliquent en partie cette dynamique, alors que ce secteur représente 26 % des défaillances en unités légales, et la majorité de la dette à risque (cf. encadré 1.3). Par ailleurs, la progression du risque de crédit des PME, dont le niveau d'endettement est plus faible et dont le coût effectif de la dette a progressé plus lentement que celui des grandes entreprises, semble refléter leur sensibilité à la conjoncture macroéconomique et l'existence d'une hétérogénéité résiduelle après la pandémie et la chute associée des défaillances. En effet, l'augmentation des défaillances doit être mise en perspective au regard de leur niveau particulièrement faible en 2020, en comparaison aux autres entreprises européennes. Notons, enfin, que la France a connu davantage de créations d'entreprises en 2018-2020, alors que la probabilité de défaillance d'une entreprise est à son niveau le plus élevé trois ans après sa création.

Graphique 1.11 : Poids des défaillances et des prêts non-performants dans les encours de crédits bancaires accordés aux entreprises françaises

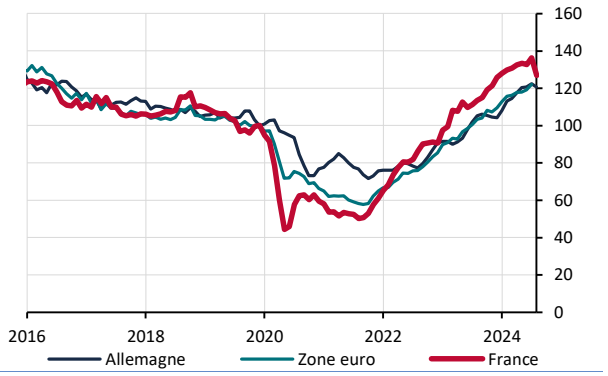
x : axe temporel / y : poids (%) dans l'encours de crédits bancaires



Dernier point : Septembre 2024
Champs : Entreprises non financières françaises. Le taux de prêts non performants est calculé sur l'encours des sociétés non financières françaises auprès d'établissements de crédit français et européens.
Source : Banque de France, Anacrédit.

Graphique 1.12 : Évolution des défaillances d'entreprises en zone euro

x : axe temporel / y : moyenne glissante sur un trimestre du nombre de défaillance (décembre 2019 = 100)



Dernier point : Juillet 2024.
Source : Eurostat.

Le niveau élevé de la charge de la dette des entreprises françaises, combiné à des niveaux de trésorerie de retour à la normale, rend les sociétés non financières plus vulnérables à un choc supplémentaire. Les tensions géopolitiques croissantes, associées aux perspectives de croissance modérée, peuvent affecter davantage les entreprises déjà fragilisées par la transmission des hausses de taux passées, et dégrader la situation des SNF françaises dans leur ensemble (cf. encadré 1.3).

Encadré 1.3 : La vulnérabilité des entreprises françaises à une hausse inattendue du coût des matières premières

Par Lucille COLLET, Aurélien ESPIC et Lisa KERDELHUÉ

Cet encadré étudie la vulnérabilité des entreprises françaises à une hausse inattendue du coût des matières premières, à l'aide de microsimulations, alors que les tensions géopolitiques actuelles rendent ce type de choc d'offre plus probable à court et moyen terme. Un choc de cette nature non seulement alimente l'inflation mais pèse aussi sur les flux de trésorerie des emprunteurs[22]. Lors du choc d'offre de 2022 causé par l'invasion russe de l'Ukraine, le dynamisme de la reprise post-Covid ainsi que les niveaux abondants de trésorerie avaient pu limiter les difficultés des entreprises. Or, deux ans plus tard, leur situation est plus fragile, leurs niveaux d'endettement et de trésorerie étant de retour à leurs niveaux pré-Covid (cf. RSF de juin 2024, chapitre 2). Entre 2021 et 2023, la dette portée par des entreprises très endettées est passée de 8 à 13 % de l'ensemble de la dette des groupes français. Dans ce contexte, un choc d'offre de la même ampleur pourrait cette fois avoir des conséquences plus importantes.

Nous calibrons donc un choc d'offre en reproduisant celui expérimenté par chaque entreprise française de notre échantillon en 2022. Ce choc peut être schématiquement décomposé en :

- Un choc des taux de marge (excédent brut d'exploitation divisé par chiffre d'affaires et revenu brut d'exploitation divisé par chiffre d'affaires) : la hausse du coût des matières premières a augmenté les

[22] Boissay F., Collard F., Manea C., Shapiro.A (2024), "Monetary Tightening and Financial Stress during Supply – versus Demand-driven Inflation", Working paper 2023-38, Federal Reserve Bank of San Francisco, Août.

coûts intermédiaires et ainsi contracté les marges des entreprises. Toutefois, certaines ont également pu progressivement augmenter leurs prix de vente au cours de l'année 2022 ou modérer les hausses salariales, limitant la contraction des marges.

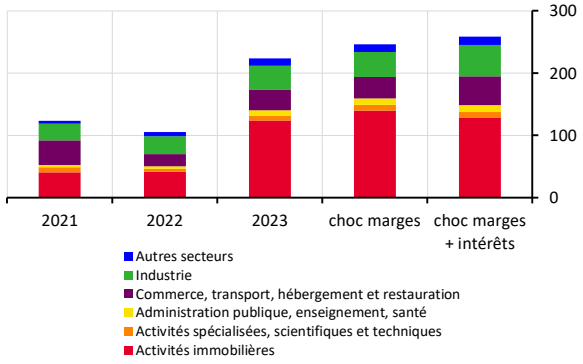
- Une hausse des taux directeurs de la BCE pour faire face à la hausse de l'inflation, qui génère une hausse des charges d'intérêt.

Ces deux composantes ont été fortement hétérogènes d'un secteur à un autre, et d'une entreprise à une autre, en fonction de la structure des coûts, du pouvoir de marché et de la structure d'endettement des entreprises. Le secteur de l'immobilier[23] représente la majorité de la dette à risque, suivi de l'industrie et du commerce de gros et de détail, transport, hébergement et restauration (cf. graphique 1.13).

Nous appliquons ces chocs extrêmes aux bilans de 2023, sur la base du choc de marge individuel de l'entreprise en 2022, et du choc de charges d'intérêts individuel de l'entreprise en 2022, afin de détecter les entreprises les plus vulnérables à ce scénario, dans l'esprit d'un *stress test*. Un choc sur les marges affecterait modérément la dette à risque, qui atteindrait 18% de l'ensemble de la dette des groupes français, contre 16 % en 2023. Un choc d'intérêt supplémentaire entraînerait une hausse de la dette à risque, qui atteindrait 19%. De plus, près de 70 % de la dette à risque en cas de choc est portée par des SNF dont la liquidité est faible et donc vulnérables (cf. graphique 1.14). Une hausse inattendue du coût des matières premières, et la hausse des charges d'intérêt qui pourrait résulter d'une hausse supplémentaire des taux directeurs, entraineraient une augmentation contenue de la dette portée par les entreprises vulnérables.

Graphique 1.13 : Répartition sectorielle de la dette à risque

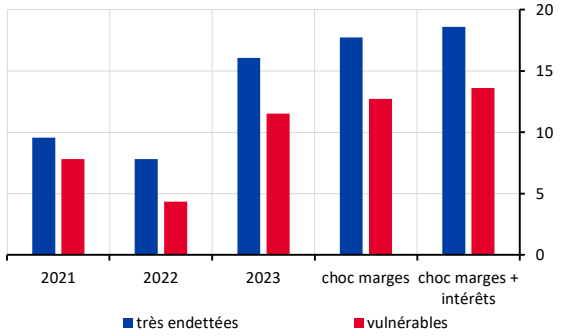
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : FIBEN groupes, calculs Banque de France.
Note : La dette à risque regroupe la dette des entreprises jugées très endettées (ICR inférieur à 3 et dette/EBITDA négatif ou supérieur à 4). Le secteur des activités immobilières inclue les activités de bailleurs et de location et exploitation de biens immobiliers propres ou loués.

Graphique 1.14 : Part de la dette portée par les entreprises françaises très endettées ou vulnérables

x : axe temporel / y : dette à risque, en % du total



Source : FIBEN groupes, calculs Banque de France
Note : Une entreprise est jugée très endettée si son ICR est inférieur à 3 et si son ratio dette/EBITDA est négatif ou supérieur à 4. Une entreprise est jugée vulnérable si elle est jugée très endettée et si son ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

Le secteur de l'immobilier commercial continue de se détériorer, avec des dynamiques contrastées selon les segments et les acteurs de marché

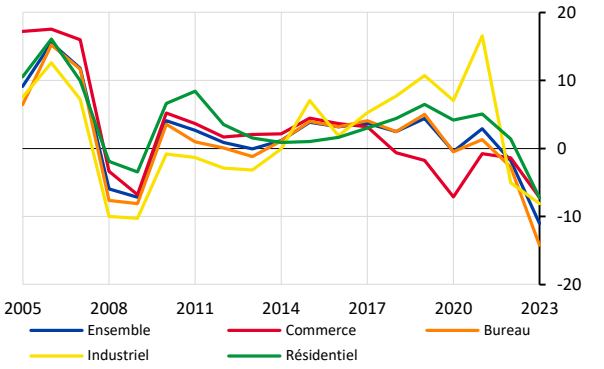
Si l'ensemble du marché de l'immobilier commercial connaît une contraction importante depuis 2023, cette dynamique de repli est hétérogène selon les segments de marché. La baisse des prix apparaît comme une condition nécessaire du retour à l'équilibre après une période de taux très bas. En effet, les facteurs macro-financiers semblent prépondérants pour expliquer cette chute (cf. encadré 1.4). Sur certains segments de marché,

[23] Le secteur immobilier comprend les activités de bailleurs, d'agents et/ou de courtiers dans l'un ou plusieurs des domaines suivants : vente ou achat de biens immobiliers, location de biens immobiliers, prestation d'autres services liés à l'immobilier tels que l'évaluation de biens immobiliers ou l'activité d'agent fiduciaire en immobilier (cf. nafr2-L-Activités immobilières | Insee).

elle est aussi liée à des transformations structurelles des pratiques des entreprises, déjà à l'œuvre ou anticipées par les investisseurs. Le développement du télétravail pourrait être à l'origine de la forte hétérogénéité des dynamiques de vacances et de prix entre les différents types d'actifs, et au sein d'une même classe d'actifs, entre les zones géographiques. Ainsi, la baisse des prix en glissement annuel a été plus forte en 2023 pour les bureaux (– 14,2 %) que pour le commerce (– 7,1 %) (cf. graphique 1.15). De même, la contraction est moins marquée dans Paris qu'à la Défense et dans le reste de la petite couronne, où la vacance demeure beaucoup plus élevée qu'avant la crise Covid (cf. graphique 1.16). Le volume de transactions a atteint 10,1 milliards d'euros en cumulé sur les trois premiers trimestres de 2024, soit une baisse de 9 % par rapport à la même période en 2023. Néanmoins, la hausse de 41 % observée entre le troisième trimestre 2023 et le troisième trimestre 2024 pourrait suggérer l'amorce d'une reprise[24].

Graphique 1.15 : Croissance des prix par segments

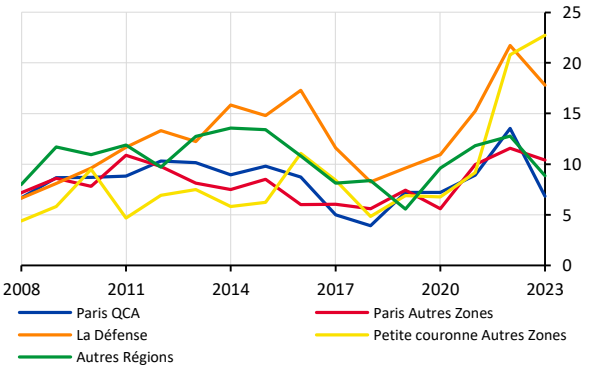
x : axe temporel / y : croissance (en pourcentage)



Dernier point : fin 2023.
Source : MSCI.

Graphique 1.16 : Taux de vacance des bureaux par zone géographique

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



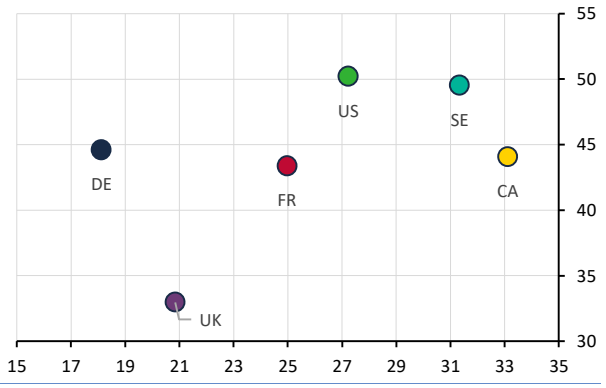
Dernier point : fin 2023.
Source : MSCI.

Ce net repli des prix, couplé à des taux d'intérêt élevés, peut mettre en difficulté les professionnels de l'immobilier commercial mais l'exposition du système financier à ces acteurs demeure contenue. Le RSF de juin 2024 soulignait que le risque de marché était jugé plus important que le risque de crédit. En effet, à la dévalorisation déjà effective peut s'ajouter un risque de perte latente si les acteurs tardent à réévaluer leur portefeuille. Le ratio *price-to-book* des foncières reste inférieur à un depuis la crise Covid, ce qui laisse à penser que cet ajustement est encore en cours. Quant aux fonds immobiliers, l'AMF les a enjoint, mi-2023, à ajuster la valorisation de leurs parts. À ces tensions sur l'actif des acteurs de l'immobilier s'ajoutent des risques liés à leur financement. Les foncières, du fait de leur levier relativement élevé et leur endettement directement garanti par des biens immobiliers, sont exposées à un risque de refinancement. Ce risque peut être amplifié lorsque la dette arrive à échéance en période de taux élevés, et pourrait les contraindre à des ventes forcées. Toutefois, les entreprises françaises du secteur de l'immobilier sont caractérisées par un niveau de dette à court terme qui reste relativement contenu (25 % de la dette totale en 2023, cf. graphique 1.17). Concernant les fonds immobiliers, la décollecte de certains fonds fait peser un risque de liquidité (cf. graphique 1.18). Toutefois, fin 2023, environ 70 % de l'encours des fonds immobiliers était géré par des fonds en pratique fermés (AMF, 2024). Par exemple, pour les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), la sortie d'un investisseur doit être compensée par l'entrée d'un autre investisseur. Les parts en attente de rachat atteignaient ainsi 2,9 % de leur capitalisation fin septembre 2024 (Association française des Sociétés de Placement Immobilier - ASPIM), reflétant les difficultés du marché mais aussi l'efficacité de ces outils de gestion de liquidité. Enfin, l'exposition des 5 principales banques françaises aux professionnels de l'immobilier commercial reste faible: elle représentait en 2023 2,9 % du total de bilan de ces banques et 67,0 % de leur fonds propres CET1[25].

[24] Source : BNP Paribas Real Estate.
[25] Le financement de l'immobilier commercial par les banques françaises en 2023 , ACPR, Analyses et synthèses n°164, 2024

Graphique 1.17 : Levier et part de dette à court terme des foncières et promoteurs par pays en 2023

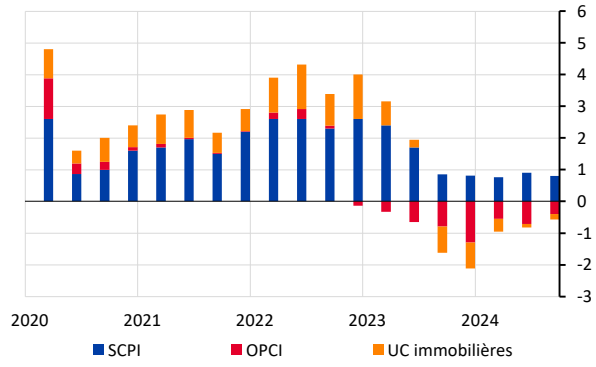
x : part de dette à court terme (en %) / y : levier (en %)



Source : Refinitiv/Eikon

Graphique 1.18 : Collecte nette des fonds immobiliers grand public français

x : axe temporel / y : collecte nette (en milliards d'euros)



Dernier point : T3 2024.
Source : Aspim

Encadré 1.4 : Le prix des bureaux en France depuis 2020, choc macroéconomique ou sectoriel ?

Par Aurélien ESPIC

Le prix des bureaux a connu une chute sans précédent depuis la crise Covid en France (– 18 % entre décembre 2022 et décembre 2023), comme dans la plupart des économies avancées. Cette situation contribue aux difficultés des entreprises de l'immobilier et de la construction : en septembre 2024, le nombre de défaillances sur un an pour ces secteurs est en hausse de 30,7 % par rapport à décembre 2019 (contre 24,6 % pour l'ensemble des entreprises[26]). Si ces variations font partie des canaux de transmission usuels des chocs macroéconomiques et macro-financiers, elles peuvent être alimentées par des chocs plus sectoriels (développement du télétravail, prise en compte des risques liés à la transition climatique, retrait des investisseurs du marché immobilier, etc.).

Cet encadré revient sur les différents facteurs à l'origine de cette chute des prix et quantifie leurs impacts respectifs à l'aide d'un modèle macroéconométrique. Ce modèle à vecteur autorégressif (VAR) à fréquence trimestrielle est estimé par des techniques bayésiennes[27] sur une période allant du premier trimestre 2002 au deuxième trimestre 2024 pour la France. Pour capter l'interaction entre les dynamiques macro-financières et celles propres à l'immobilier de bureaux, le modèle comprend sept variables :

- Trois variables macroéconomiques : l'écart de production, la croissance du déflateur du PIB, et le taux d'intérêt de court terme[28].
- Une variable financière : le *spread* (ajusté des options) des obligations *high yield* émises en zone euro.
- Trois variables propres à l'immobilier de bureaux : le taux d'absorption[29], le volume de construction autorisé et le prix des transactions divisé par le déflateur du PIB.

[26] La baisse des prix des bureaux concerne plus directement les entreprises de l'immobilier, dont les portefeuilles font la part belle aux bureaux, que les entreprises de la construction, dont le chiffre d'affaire dépend plus des dynamiques du marché de l'immobilier résidentiel.

[27] Le *prior* retenu est celui proposé par Litterman. Cf. Litterman, R. B. (1980). Bayesian procedure for forecasting with vector autoregressions. Massachusetts Institute of Technology. Les paramètres de la distribution *a priori* sont choisis selon une approche hiérarchique. Cf. Giannone, D., Lenza, M., & Primiceri, G. E. (2015). Prior selection for vector autoregressions. Review of Economics and Statistics, 97(2), 436-451.

[28] Le taux utilisé est un taux implicite de court terme de la zone euro, afin de capturer les politiques monétaires non-conventionnelles. Cf. Krippner, L. (2013). Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments. Economics Letters, 118(1), 135-138.

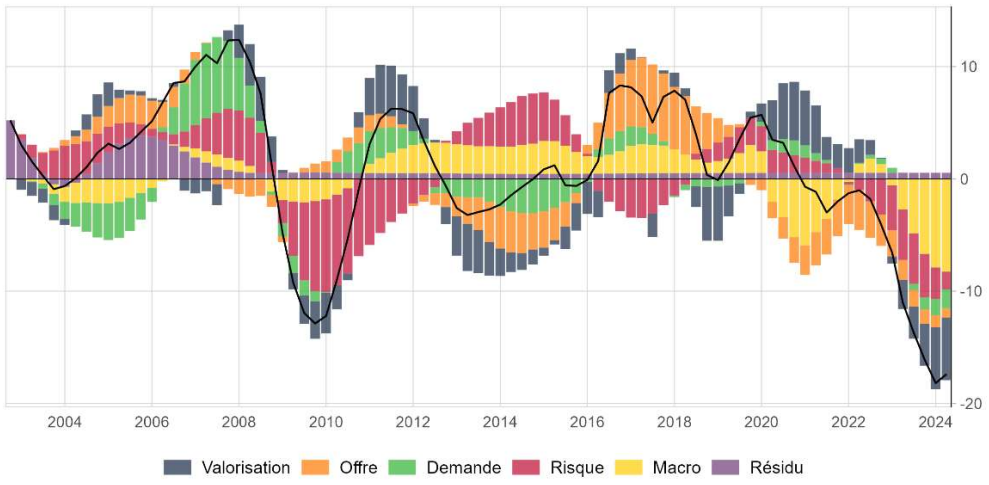
[29] Le taux d'absorption se définit comme la part de l'offre disponible à la fin de la période *t-1* louée ou vendue à l'occupant au cours de la période *t*. Les données du GIE *Immostat* qui sont utilisées pour le calculer ne couvrent que l'Île-de-France. Cette restriction n'est pas jugée problématique, dans la mesure où l'essentiel du marché des bureaux français est centré sur cette région.

Les différents chocs sont identifiés à partir d'hypothèses sur leurs effets à court terme. Les trois chocs macroéconomiques peuvent affecter instantanément toutes les autres variables, et cette analyse ne cherche pas à les identifier séparément. Le choc de risque est identifié en supposant qu'il entraîne une variation des *spreads* déconnectée de la situation macroéconomique. Enfin, les trois chocs propres à l'immobilier de bureau sont identifiés en admettant qu'ils n'ont pas d'impact instantané sur les variables macro-financières. Cette hypothèse apparaît justifiée étant donné le poids relativement limité de l'immobilier de bureau dans les volumes de construction en France[30]. Le choc de demande de bureaux affecte instantanément toutes les variables immobilières, alors que le choc d'offre de bureaux est sans effet immédiat sur le taux d'absorption, étant donné les délais de livraison des bâtiments. Le choc de valorisation correspond, quant à lui, à une variation des prix déconnectée des fondamentaux du marché.

Le modèle indique que les facteurs macroéconomiques ont joué un rôle prépondérant dans la chute des prix des bureaux en France depuis 2020. Les chocs macroéconomiques ont en effet été centraux dans le retournement du cycle : leur contribution était positive pendant la période de taux bas, avant que la crise Covid puis la hausse des taux d'intérêt n'inversent cette tendance. Les chocs de risque sont également des déterminants importants : si leur rôle n'est pas aussi significatif que lors de la crise financière de 2008, le niveau d'incertitude élevé en 2022-2023 a freiné l'appétit pour le risque des investisseurs et poussé les valorisations à la baisse.

Le poids des dynamiques sectorielles est cependant croissant depuis la mi-2023. Ces dynamiques sont, à ce stade, portées dans une plus grande mesure par le comportement des investisseurs immobiliers que par celui des entreprises sur le marché locatif. En effet, après avoir freiné la baisse des prix en 2020-2021, les stratégies d'investissement l'amplifient depuis la mi-2023. Il est difficile en l'état actuel de savoir si ces chocs de valorisation sont le fruit i) d'une prise en compte anticipée des chocs de demande ; ii) d'un excès de pessimisme ou ; iii) de ventes forcées. Ces larges chocs sectoriels invitent à la prudence : malgré la baisse des taux de court terme à mesure que l'inflation diminue, la valorisation des bureaux pourrait rester dégradée.

Graphique 1.19 : Décomposition du prix réel des transactions de bureaux en France (glissement annuel, en %)



Source : Banque de France.
Lecture : Au T2 2024, la baisse du prix réel des transactions de bureaux en France atteint 17,4 % sur an, et s'explique à hauteur de 5,6 points de pourcentage par des chocs de valorisation.

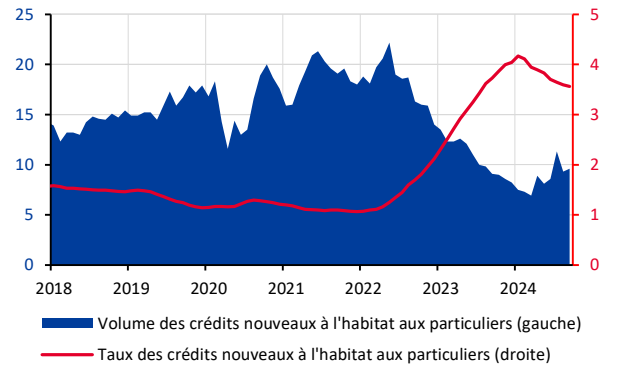
[30] Les bureaux représentent en moyenne 5,5 % des surfaces mises en chantier en France depuis 2000 (source : INSEE).

Le marché de l'immobilier résidentiel donne des signes de stabilisation, la reprise est anticipée

La correction du marché de l'immobilier résidentiel semble toucher à sa fin, sur fond de poursuite de la baisse des taux d'emprunt et de hausse marquée du crédit à l'habitat. Le taux effectif au sens étroit, correspondant à la composante intérêt du prêt hors charges et frais annexes, des nouveaux crédits immobiliers aux particuliers hors renégociations s'est établi en octobre 2024 à 3,51 %, soit 66 points de base en-dessous du pic atteint en janvier 2024. Cette baisse des taux se traduit par une production de crédits à l'habitat, hors renégociations, en forte reprise (10,4 milliards d'euros en octobre 2024 contre 9,6 milliards d'euros en septembre). Ce chiffre est à mettre en perspective avec le plancher de 6,9 milliards d'euros de mars 2024 : depuis cette date, la production a augmenté de 51 % (cf. graphique 1.20). Ce rebond de la production de crédit ne s'accompagne pas encore d'un rebond des prix de l'immobilier résidentiel établis par l'Insee, qui pointent néanmoins vers une stabilisation dans l'ancien au T3 2024. Ainsi, en évolution trimestrielle, la baisse des prix corrigés des variations saisonnières de l'ancien en France métropolitaine atteint 0,1 % au T3 2024 contre des chutes s'établissant à 0,6 % et 1,5 % les deux trimestres précédents. Depuis les pics de fin 2022, les prix de l'ancien se sont repliés en cumulé de 6,0 % en France métropolitaine et de 10,3 % sur la seule Île-de-France. Cette correction plus marquée sur le marché francilien n'avait pas été observée lors du dernier cycle de hausse de taux (début 2008 – mi 2009), au cours duquel les prix avaient baissé de 9,3 % en Île-de-France comme sur l'ensemble de la France métropolitaine. Des indicateurs avancés fournis à plus haute fréquence font état, entre septembre et novembre 2024, d'une baisse du prix des appartements de 0,3 % et d'un prix des maisons stable, ce qui, dans le contexte d'un ralentissement saisonnier habituel en automne, laisse entrevoir un rebond dans les prochains mois. Pour la première fois en septembre 2024, le nombre de transactions dans l'ancien cumulé sur douze mois est légèrement supérieur à celui du mois précédent et s'établit à 780 000, contre 779 000 en août. (cf. graphique 1.21). Le marché du neuf, particulièrement affecté, montre également de légers signes d'amélioration. Ainsi, le nombre de réservations de logements par les particuliers en cumul annuel repart à la hausse pour la première fois au troisième trimestre 2024 (+1 % par rapport au deuxième trimestre 2024) malgré un net repli du nombre de mises en vente (-8 % sur la même période).

Graphique 1.20 : Taux et volume des nouveaux crédits à l'habitat aux particuliers

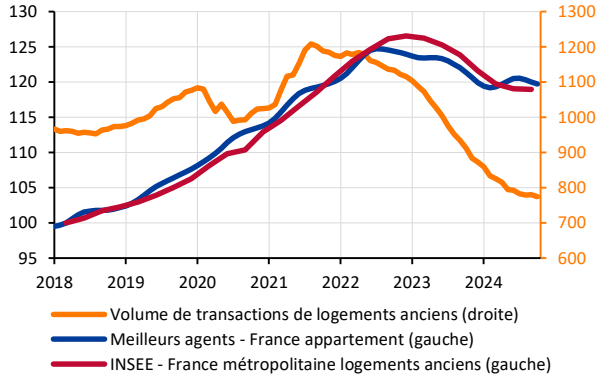
x : axe temporel / y [gauche] : volume en milliards d'euros ; [droite] : taux en pourcentage



Source : Banque de France.
Note : Le taux d'intérêt correspond au taux effectif au sens étroit. Les données correspondent aux crédits hors renégociations.
Dernier point : octobre 2024.

Graphique 1.21 : Prix des logements et volume de transactions cumulé sur 12 mois

x : axe temporel / y [gauche] : indice de prix, base 100 en mars 2018 ; [droite] : volume en milliers



Source : IGEDD, Meilleurs Agents, Insee.
Note : Les données Insee sont corrigées pour les variations saisonnières. Le volume de transactions est cumulé sur douze mois.
Dernier point : octobre 2024 pour les transactions, novembre 2024 pour Meilleurs Agents, troisième trimestre 2024 pour Insee.

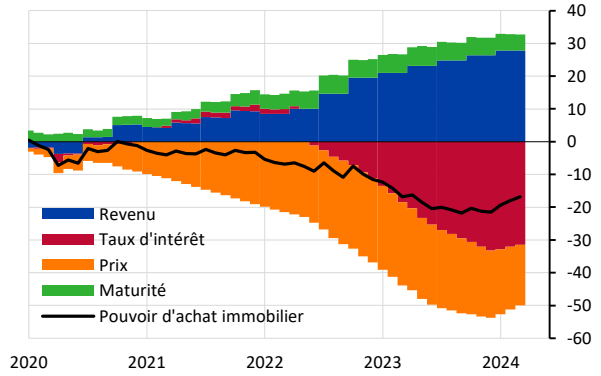
La baisse des prix de l'immobilier, couplée à l'assouplissement des conditions de financement, se traduit par une augmentation significative du pouvoir d'achat immobilier des ménages (cf. graphique 1.22). Entre

décembre 2023 et septembre 2024, le pouvoir d'achat immobilier des ménages s'est accru d'environ 10 m^2, après une réduction marquée depuis fin 2019 (-21 m^2 entre décembre 2019 et décembre 2023)[31]. Cette progression s'explique à parts équivalentes par la baisse des taux d'intérêt, la baisse des prix immobiliers et la progression des revenus.

Les risques pour la stabilité financière liés à l'immobilier résidentiel restent limités. L'endettement des ménages exprimé en pourcentage du revenu brut disponible est en baisse continue depuis le troisième trimestre 2022 et s'établit à 92,2 % au deuxième trimestre 2024, soit un niveau comparable à celui de début 2017 et 11 points de pourcentage en-dessous du pic du deuxième trimestre 2022. Cette dynamique étant partagée par la plupart des économies européennes, l'endettement des ménages français reste supérieur à celui des autres grands pays européens (78,1 % en Allemagne, 84,5 % en moyenne pour la zone euro au deuxième trimestre 2024). Ce désendettement se traduit également par une baisse de la part des revenus consacrée au remboursement de la dette (intérêts et capital) qui passe ainsi de 7,0 % à 6,3 % du revenu brut disponible des ménages entre juillet 2022 et juin 2024. Cette tendance pourrait toutefois être atténuée par une poursuite de la baisse des taux immobiliers. En effet, la baisse du coût du crédit peut inciter les ménages à réduire leur apport et à augmenter le montant de dette rapporté aux revenus. Ainsi, depuis mars 2024, le taux d'endettement[32] et le ratio prêt-valeur[33] (moyennés sur une fenêtre glissante de trois mois) des nouveaux crédits repartent à la hausse pour la première fois depuis juillet 2022[34]. Le taux d'endettement et le ratio prêt-valeur moyennés sur les trois derniers mois restent bien en deçà de leur niveau pré hausse des taux (respectivement à 4,4 et 78 % en septembre 2024, contre 5,2 et 83 % en juillet 2022). Par ailleurs, la norme[35] plafonnant le taux d'effort à 35 % et la maturité des nouveaux prêts à 25 ans[36] permet d'éviter une éventuelle dérive des conditions d'octroi et assure un endettement des ménages sain et soutenable. Enfin, les caractéristiques structurelles du système français de financement de l'habitat (prévalence de prêts à taux fixe, mécanisme de garantie par un tiers, politique de prêt des banques fondée sur l'évaluation de la solvabilité de l'emprunteur) renforcent la résilience du marché de l'immobilier résidentiel.

Graphique 1.22 : Évolution du pouvoir d'achat immobilier des ménages depuis décembre 2019

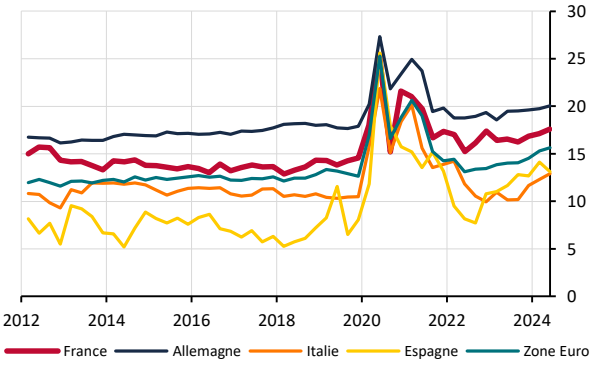
x : axe temporel / y : m2, décembre 2019 = 0



Sources : Insee, Banque de France.
Note : Le revenu moyen est estimé en divisant le revenu disponible brut des ménages aux prix courants par le nombre de ménages.
Dernier point : septembre 2024

Graphique 1.23 : Taux d'épargne des ménages

x : notations / y : taux (en pourcentage)



Source : Banque de France.
Dernier point : T2 2024.

[31] Panorama des prêts à l'habitat des ménages
[32] Le taux d'endettement correspond au montant de la dette totale en termes d'années de revenus de l'emprunteur.
[33] Le ratio prêt-valeur désigne ici le ratio entre le montant du prêt et la valeur du bien acheté. Il s'agit donc de la part de la valeur du bien financé par le prêt.
[34] Suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat par l'ACPR.
[35] Décision D-HCSF-2021-7 relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers du 29 septembre 2021.
[36] Les limites sur le taux d'effort et la maturité sont assorties d'une marge de flexibilité portant sur 20 % du volume total de production au sein de laquelle les crédits peuvent ne pas respecter l'un ou l'autre des critères.

Dans un climat économique incertain, les ménages continuent d'accumuler une épargne importante, renforçant leur résilience. Les enquêtes de conjoncture indiquent un niveau élevé d'incertitude pour les ménages, avec un indice de confiance qui reste en deçà de sa moyenne historique et qui connait une dégradation contenue depuis septembre[37]. Dans ce contexte, les hausses du pouvoir d'achat du revenu disponible brut observées face à la désinflation (+0,9 % en 2023 et +1,7 % sur les trois premiers trimestres de 2024[38]) ont contribué à alimenter un niveau d'épargne important, supérieur à celui observé avant la crise sanitaire (17,7 % du revenu disponible brut au T2 2024 contre 14,7 % au quatrième trimestre 2019) et à celui moyen en zone euro (15,6 % au deuxième trimestre 2024, cf. graphique 1.23). Ce coussin financier, combiné à un taux de chômage qui devrait rester sur des niveaux relativement faibles malgré un léger rebond anticipé à court terme (7,8 % fin 2025 selon les projections Banque de France de décembre contre 7,3% en 2023), indique un niveau de vulnérabilités contenu. Les perspectives à moyen terme pour les ménages sont à ce stade positives, malgré le haut degré d'incertitude entourant les perspectives économiques et politiques, avec des anticipations d'un marché du travail résilient et de nouveaux gains de pouvoir d'achat pour 2025-2026.

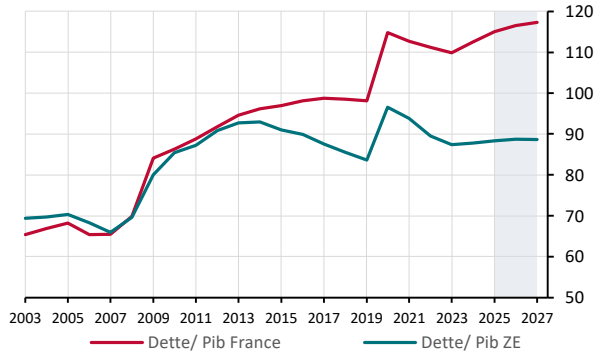
La hausse continue de la charge de la dette souveraine renforce le besoin d'ajustement du solde primaire des administrations publiques

La situation budgétaire s'est dégradée de manière plus conséquente que prévu, du fait principalement de recettes moindres qu'anticipé. Le déficit public, qui était attendu à 4,9% du PIB en 2023, est finalement ressorti à 5,5%. Le déficit public s'est encore creusé en 2024 et devrait atteindre 6,1% d'après les estimations actuelles. En outre, les incertitudes sont grandes sur la mise en œuvre effective du plan structurel de moyen-terme. En l'absence de loi de finances suite au vote de la motion de censure du 4 décembre 2024, les projections macroéconomiques de la Banque de France de décembre 2024 retiennent comme hypothèse de travail une fourchette de déficit comprise entre 5 % et 5 ½ % du PIB pour 2025, qui suppose un effort de consolidation. Au-delà de 2025, la trajectoire du solde dépendra du déficit effectivement exécuté en 2025. Dans le scénario de référence de la Banque de France, la part de la dette rapportée au PIB augmenterait sur tout l'horizon de prévision et s'élèverait à 117 points en 2027. Pour la France, l'équilibre primaire, qui permettrait de stabiliser le ratio dette/PIB, correspondrait à un déficit total ramené à 3% du PIB en 2029. Par ailleurs, une éventuelle hausse des taux souverains aurait des conséquences sur le service de la dette. D'après le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finance initiale pour 2025, un choc de taux de 100 points de base sur l'ensemble de la courbe par rapport au scénario de référence entraînerait une hausse de la charge de la dette de 3,2 milliards d'euros supplémentaires la première année puis 7,6 milliards d'euros la deuxième année et environ 19 milliards d'euros la troisième année.

[37] En novembre 2024, la confiance des ménages se dégrade de nouveau - Informations rapides - 293 | Insee
[38] Le PIB accélère légèrement au troisième trimestre 2024 (+0,4 % après +0,2 %) - Informations rapides - 269 | Insee

Graphique 1.24 : Trajectoires d'endettement de la France et de la zone euro

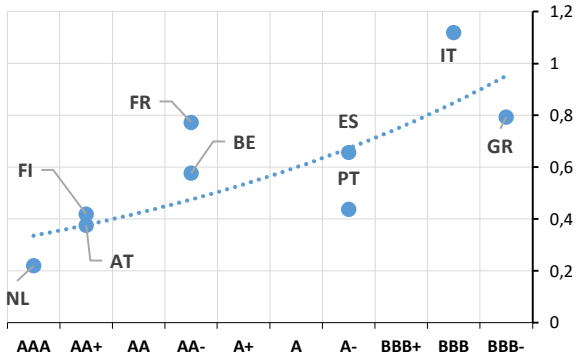
x : axe temporel / y : ratio dette/PIB



Sources : Banque de France
Note : la partie grisée correspond aux projections d'endettement à horizon 2027.

Graphique 1.25 : Spreads par rapport à l'Allemagne des obligations souveraines à 10 ans en fonction des notations de crédit

x : notations / y : spreads (en %)



Source : Eikon Refinitiv, Fitch, S&P, Moody's
Note : Les notations correspondent à la moyenne des notations rendues par Fitch, S&P et Moody's.
Date d'observation : 12 décembre 2024.

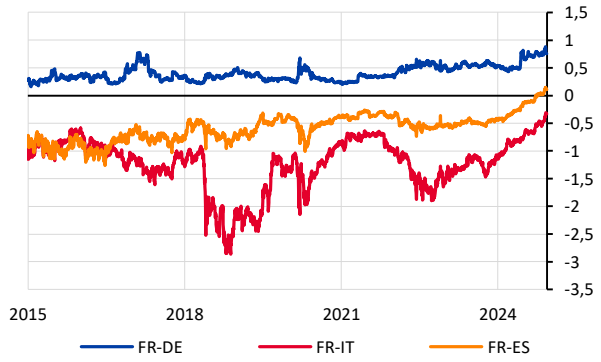
Les marchés souverains européens demeurent fortement intégrés, malgré un écartement des rendements des dettes souveraines française et allemande. Le choc idiosyncratique représenté par l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale s'est traduit par une hausse des rendements associés à la dette souveraine française relativement aux autres pays de la zone euro, les investisseurs réévaluant les fondamentaux budgétaires français au prisme de l'incertitude politique. Le spread à 10 ans par rapport à l'Allemagne s'établissait à 81 points de base le 18 décembre 2024, en hausse d'environ 40 points de base depuis fin mai (cf. graphique 1.25). Par ailleurs, les rendements italiens et espagnols ont poursuivi leur convergence vers les rendements allemands dans un environnement général de marché favorable au resserrement des primes de risque, du fait d'une volatilité modérée. Ces pays ont également bénéficié de contextes domestiques relativement plus stables et, dans le cas de l'Espagne, d'un plus fort dynamisme économique. Les incertitudes économiques et politiques en Allemagne et une moindre rareté des obligations souveraines allemandes dans le contexte du resserrement quantitatif conduit par l'Eurosystème ont également pu contribuer à cette dynamique. La réévaluation à la baisse des primes de risque sur les obligations souveraines italiennes a, par ailleurs, conduit à un resserrement des *spreads* avec les obligations souveraines françaises (cf. graphique 1.26). Alors que l'écartement entre les rendements des obligations d'État françaises et italiennes avoisinait encore les 100 points de base en mars 2024, il s'établissait aux alentours de 35 points de base mi-décembre. Néanmoins, le taux de l'OAT à 10 ans s'établissait à 3,05 % le 18 décembre 2024, à un niveau sensiblement équivalent à celui auquel il évoluait fin mai, après avoir fluctué dans une fourchette comprise entre 2,8 % et 3,35 %. En effet, les anticipations de politique monétaire plus accommodante dans la zone euro ont exercé une pression à la baisse sur les taux des OAT, de manière similaire aux autres EGB (*European Government Bonds*), contrebalançant l'écartement de la prime de risque.

Une correction de la trajectoire des finances publiques est nécessaire pour préserver les conditions de financement et réduire les incertitudes. En premier lieu, l'incertitude entourant la trajectoire budgétaire altère la visibilité des agents et affecte négativement l'investissement et la consommation. Par ailleurs, en l'absence de consolidation, les investisseurs pourraient demander à moyen terme une prime de risque plus importante pour financer la dette française. L'écartement du taux de financement de l'État français par rapport à celui de l'État allemand à partir de juin 2024 a pour l'instant eu un impact limité sur les coûts de financement des autres acteurs économiques (cf. graphique 1.27), mais une détérioration plus marquée de la trajectoire budgétaire pourrait affecter plus sensiblement les conditions de financement des ménages et des entreprises et représente un risque à la baisse pour la croissance[39].

[39]Barthélémy J., Marx M. (2012), « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », Bulletin de la Banque de France.

Graphique 1.26 : Spreads entre les obligations souveraines à 10 ans françaises, allemandes, italiennes et espagnoles

x : axe temporel / y : spreads (en %)



Source : Eikon Refinitiv.

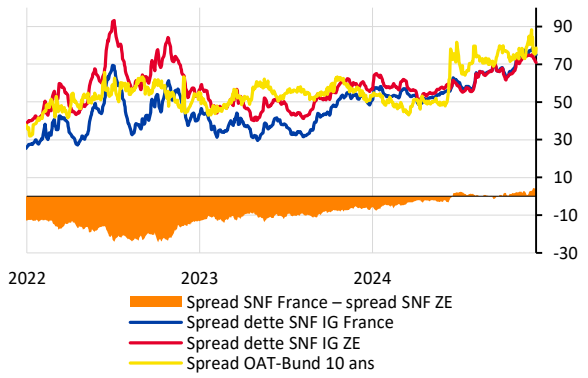
Lecture : Différences de rendements entre les obligations souveraines à 10 ans émises par la France et les obligations souveraines de même maturité émises par l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. Un spread négatif signifie que les rendements des obligations françaises sont moins élevés que pour la juridiction comparée.

Dernier point : 12 décembre 2024.

.

Graphique 1.27 : Comparaison de l'évolution des *spreads* de crédit des obligations des SNF françaises et de la zone euro

x : axe temporel / y : spreads (en points de base)



Source : Eikon Refinitiv, CSDB

Note : Le spread SNF correspond au spread de crédit ajusté des options calculé par rapport à la courbe de swap de taux d'intérêt. Périmètre : SNF de catégorie investment grade.

Lecture : l'aire orangée représente le différentiel entre le spread de crédit moyen des SNF investment grade françaises et celui des SNF investment grade de l'ensemble de la zone euro

Dernier point : 12 décembre 2024.

La dette souveraine française est demeurée attractive jusqu'à présent pour les investisseurs

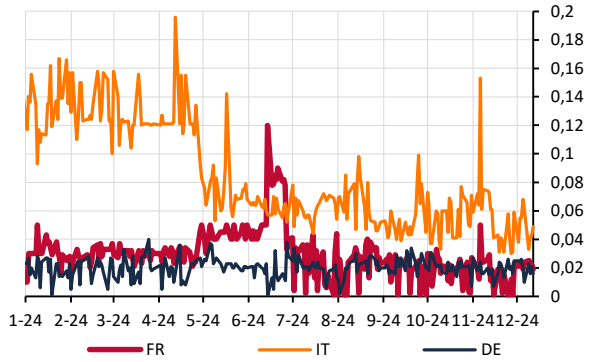
Le caractère diversifié de la base d'investisseurs sur le marché des OAT permet d'absorber la hausse des émissions nettes liée aux besoins de financement de l'État et la diminution du portefeuille de titres de l'Eurosystème. La part des investisseurs non-résidents dans le total des détentions, qui avait reflué dans la période de mise en œuvre des programmes d'achat de l'Eurosystème, est remontée par rapport à 2022 dans le contexte de la réduction du bilan de l'Eurosystème (48,5 % au premier trimestre 2022 contre 54,5 % au deuxième trimestre 2024). Ces investisseurs présentent un profil varié sur le plan géographique et fonctionnel, des flux nets positifs sur la dette souveraine française ayant été enregistrés en cumul depuis le début de l'année du côté des investisseurs officiels mais également des intermédiaires bancaires et non bancaires domiciliés en zone euro ou hors zone euro. La BCE a mis en évidence une hausse de l'activité des *hedge funds* sur le marché des obligations souveraines européennes depuis 2022. Elle note que la présence des *hedge funds* peut contribuer à améliorer la liquidité des marchés en temps normal, mais pourrait amplifier la volatilité en période de tensions en cas de débouclages rapides de positions[40].

Les marchés primaire et secondaire demeurent pleinement fonctionnels. Sur le marché primaire, les dernières adjudications ont révélé une demande toujours profonde avec un taux de couverture moyen nettement supérieur à 2. Sur le marché secondaire, la liquidité se maintient et les coûts de transaction restent très faibles (graphique 1.30). Les maturités des obligations souveraines françaises sont réparties sur l'ensemble de la courbe jusqu'en 2072, avec une durée de vie moyenne de 9 ans et 55 jours à fin août, en légère hausse depuis le début de l'année. Cette large répartition autorise une base d'investisseurs variée présentant des horizons d'investissement divers, et constitue un facteur de résilience en permettant de lisser les besoins de refinancement dans le temps. Cependant, certains investisseurs peuvent se montrer plus attentistes dans un contexte d'incertitude accrue. Maintenir l'attractivité des titres souverains représente donc un enjeu important alors que les émissions demeurent élevées.

[40] Hedge funds: good or bad for market functioning? (europa.eu)

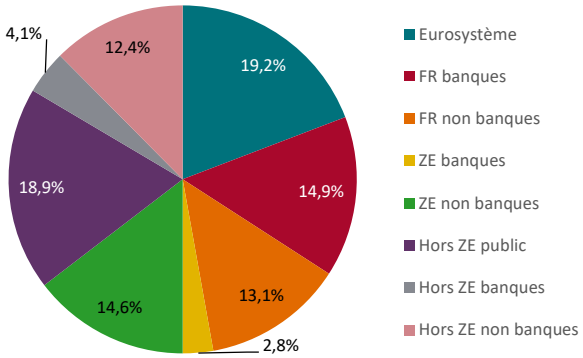
Graphique 1.28 : Écart acheteur-vendeur sur les prix d'obligations à échéance 10 ans

x : axe temporel / y : écart acheteur-vendeur (en points de base)



Source : Refinitiv Eikon.
Dernier point : 12 décembre 2024.

Graphique 1.29 : Part des détentions totales de dette souveraine française (dette négociable et prêts) par investisseur



Sourcew : FMI, SHS-S, SDW
Périmètre géographique : Investisseurs ZE et hors-ZE
Note : En restreignant le périmètre à la seule dette négociable d'État,(hors prêts), les non-résidents détenaient au T2 2024 54,6% des titres souverains français et les établissements de crédit domestiques 8,7% (données Banque de France).
Dernier point : T2 2024.

1.3 Les multiples incertitudes augmentent la probabilité de pics de volatilité sur les marchés

Les taux d'intérêt à court terme ont baissé au second semestre 2024 et la courbe des taux s'est pentifiée

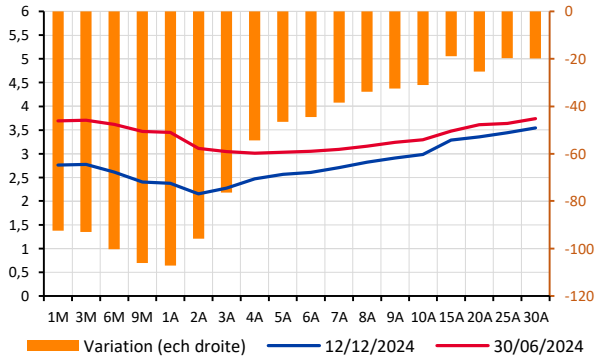
La courbe des taux d'intérêt de la zone euro s'est pentifiée au second semestre 2024. Les taux d'intérêt ont baissé en 2024, avec une baisse plus marquée des taux à court et moyen terme, sous l'effet des baisses de taux progressives de la BCE et des anticipations d'assouplissements supplémentaires (cf. graphique 1.30). Les taux d'intérêt à long terme sont également influencés par l'évolution de la prime de terme, à savoir la compensation que les investisseurs demandent pour détenir des titres de long terme plutôt que des titres de court terme. L'augmentation de l'offre nette de titres souverains européens dans le contexte de la réduction du bilan de l'Eurosystème et des besoins de financement des États est bien absorbée par le marché, mais elle exerce une influence à la hausse sur cette prime de terme, ce qui contribue à la pentification de la courbe. Ce mouvement a été plus marqué en France que dans les autres pays de la zone euro, dans un contexte d'augmentation des incertitudes budgétaires. La même tendance à la hausse de la prime de terme s'observe dans d'autres juridictions, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, pour des raisons similaires (émissions obligataires élevées, incertitudes sur les trajectoires budgétaires et de diminution des bilans des banques centrales).

L'incertitude sur les politiques économiques et commerciales américaines pourrait renforcer la tendance à la pentification de la courbe des taux d'intérêt européens et renforcer leur volatilité. Les marchés européens et américains ont réagi de façon contrastée aux résultats des élections américaines de novembre, anticipant un possible renforcement des divergences de trajectoire économique entre les deux zones**.** Les marchés européens ont intégré de nouveaux risques baissiers pour la croissance avec un renforcement des anticipations de baisses de taux directeurs dans la zone euro depuis le 5 novembre (cf. graphique 1.31). À l'inverse, aux États-Unis, les anticipations d'une hausse de la croissance et de l'inflation ont soutenu une hausse des taux d'intérêt. Les incertitudes sur la mise en œuvre des mesures annoncées, notamment en matière de politique commerciale, et sur leurs impacts macroéconomiques devraient entretenir une certaine volatilité sur les taux d'intérêt. Cette volatilité pourrait également être alimentée par une politique budgétaire américaine plus expansionniste qui

renforcerait la tendance déjà à l'œuvre à la hausse des taux de long terme. Les taux d'intérêt européens et américains étant fortement corrélés, un tel mouvement devrait également se traduire, toutes choses égales par ailleurs, par une hausse des taux européens[41].

Graphique 1.30 : Évolution de la courbe des taux souverains français

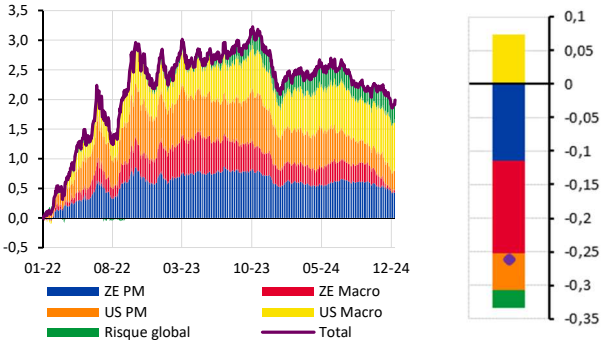
x : Maturités / y : [gauche] : pourcentage ; [droite] : variation (en bps)



Source : Bloomberg.
Dernier point : 12 décembre 2024.

Graphique 1.31 : Décomposition du taux d'intérêt euro à 10 ans et évolution cumulée depuis le 5 novembre 2024

x : axe temporel / y : taux (en pourcentage)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
Note : Décomposition au jour le jour du taux OIS 10 ans en leurs déterminants structurels, qu'ils soient liés à une réévaluation des perspectives économiques ou à un choc de politique monétaire. L'axe de droite montre l'évolution des différentes composantes depuis les élections américaines.
Dernier point : 12 décembre 2024.

Le resserrement quantitatif des politiques monétaires dans la zone euro et aux États-Unis se poursuit de manière ordonnée et le marché repo continue de fonctionner normalement

Le marché de pension livrée (*repurchase agreement* –ou repo)français n'a pas subi l'impact des tensions sur les OAT et s'est caractérisé par sa résilience. Le taux des opérations de repo garanties par de la dette souveraine française a globalement évolué en ligne avec ses pairs allemands ou italiens, sans impact manifeste des tensions politiques et des inquiétudes budgétaires. De manière générale, les taux repo en zone euro ne réagissent que peu aux notations souveraines et aux évènements idiosyncratiques : les taux français, allemand et italien traitent globalement dans un canal de taux quasi-similaire. Les volumes continuent également d'évoluer similairement.

Les principales banques centrales sont très attentives au bon fonctionnement des marchés de pension livrée (*repurchase agreement* ou *repo*) dans le contexte du resserrement quantitatif. Ce resserrement s'effectue jusqu'à présent de manière ordonnée. Une réduction trop importante du niveau de liquidité pourrait toutefois entrainer des tensions sur le marché du repo et sur les autres marchés monétaires. Les banques centrales suivent donc attentivement les conditions de marché pour éviter une réitération des turbulences observées en septembre 2019 sur les marchés de financement à court terme aux États-Unis, dans un contexte similaire de resserrement quantitatif piloté par la Réserve fédérale des États-Unis (Fed)[42].

Le marché du repo de la zone euro s'adapte à la réduction de liquidité et à la hausse des volumes de collatéral disponibles engendrées par la normalisation de la politique monétaire. Jusqu'en 2021, la politique monétaire de l'Eurosystème privilégiait des opérations de refinancement de grande ampleur (TLTRO) et des programmes

[41] Siena D. (2018), « Effets sur la zone euro d'une hausse soudaine de la prime de terme américaine », Bloc-notes éco, Banque de France, mars.
[42] Voir Encadré 3 de l'Évaluation des Risques du Système Financier Français de décembre 2019, Banque de France.

d'achats d'actifs qui ont contribué à une hausse de l'excédent de liquidité et à une raréfaction du collatéral. Dans ce contexte, les investisseurs étaient prêts à subir un coût d'opportunité élevé sur leurs liquidités pour obtenir du collatéral alors qu'une rémunération dissuasive permettait aux banques d'éviter d'accroître inutilement leur base de dépôts. Cela s'est traduit par la baisse des taux de repo, qui ont atteint des niveaux sensiblement inférieurs à celui du taux de facilité de dépôt de la BCE (DFR)43. Le taux repo (vs. DFR) a augmenté progressivement depuis 2022 avec la normalisation de la politique monétaire (hausse des taux directeurs entre juillet 2022 et septembre 2023, réduction des programmes d'achats et remboursement des TLTRO). Plusieurs canaux peuvent être identifiés :

- **Une hausse de l'offre de titres disponibles traduisant une moindre rareté du collatéral**, du fait notamment i) d'une moindre empreinte de l'Eurosystème ; et ii) d'une hausse des émissions souveraines.
- **Une baisse de l'excédent de liquidité**, qui est passé de 4 532 milliards d'euros en septembre 2022 (niveau le plus élevé) à 2 960 milliards d'euros début novembre 2024.

Le resserrement de l'écart entre les taux du repo et les taux directeurs de la BCE reflète à ce stade une moindre rareté du collatéral davantage qu'une crainte sur la disponibilité de la liquidité. Pour autant, des signaux faibles appellent à la vigilance. En effet, des tensions sur la liquidité seraient mises en évidence pour certains acteurs par des distributions de taux repo dans lesquelles des taux plus élevés que la moyenne feraient leur apparition. Même si les volumes restent faibles, le nombre d'opérations de repo négociées à des taux relativement élevés tend à augmenter au cours du second semestre 2024.

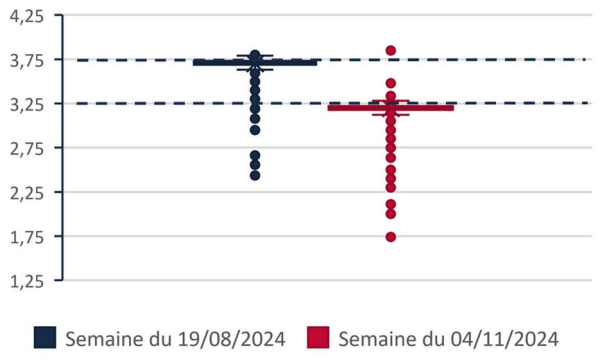
Ce mouvement de hausse relative des taux repo devrait se poursuivre dans les prochains mois, alors que se poursuit la réduction de l'excédent de liquidité en zone euro et que les programmes d'émissions souveraines devraient rester importants en 2025. La baisse de l'excédent de liquidité pourrait amener les taux repo (médians) au-dessus de celui de la facilité de dépôt notamment autour des dates de clôtures des États règlementaires (fin de trimestre, fin d'année), lorsque les intermédiaires financiers tendent à réduire leurs volumes de positions. Cependant, si l'Eurosystème tolère une certaine volatilité sur les marchés monétaires, il ne demeure pas moins vigilant quant à la transmission des décisions de taux directeurs aux taux repo dans les différents États-membres[44].

[43] Le taux de la facilité de dépôt (en anglais : Deposit Facility Rate ou DFR) est le taux d'intérêt rémunérant les excédents de liquidités que les banques commerciales placent à court terme auprès de la Banque centrale européenne. Ce taux est un indicateur clé de la politique monétaire, influençant les conditions de financement et de liquidité dans la zone euro.

[44] Pour réduire le risque de volatilité sur ce marché et la possibilité de pics haussiers ponctuels, l'Eurosystème a décidé de réduire le 18 septembre l'écart entre le taux de refinancement (*main refinancing operation – MRO*) et le DFR à 15 points de base. Cela permet d'avoir (1) un taux plafond théorique sur les taux repo tout en (2) maintenant un écart suffisamment important pour inciter les banques à se financer aussi sur le marché monétaire.

Graphique 1.32 : Dispersion des taux repo français O/N

x : taux de la facilité de dépôt / y : dispersion (en points de base)



Source : SFTDS, Banque de France.
Notes : Les niveaux successifs de taux de facilité de dépôt (3,75 et 3,25) sont représentés en pointillés. Les points situés en dehors des boîtes (1,5 fois l'écart interquartile) correspondent aux valeurs aberrantes.

Graphique 1.33 : Différentiel entre le taux de repo français O/N et le taux de la facilité de dépôt (DFR)

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

Source : SFTDS, Banque de France.
Note : Moyenne glissante sur 10 jours.
Dernier point : 9 décembre 2024.

Sur les marchés du repo américain, des pressions à la hausse sur les taux ont également pu être observées depuis le début de l'année, dans le contexte de réduction du bilan de la Réserve fédérale (Fed). En effet, en 2024, les taux observés sur le marché du repo américain ont progressé relativement aux taux officiels de la Fed. Ces pressions ont été temporairement exacerbées à la fin du 3e trimestre 2024, le taux de référence sur les transactions de repo américains au jour le jour (*secured overnight financing rate* ou SOFR) s'établissant à 5,05 % le 1er octobre, au-dessus de la borne haute du corridor de taux de la Fed (alors à 5 %) pour la première fois depuis mars 2020. D'après la Fed de New-York[45], ces pressions observées sur le marché du repo américain seraient en partie due à des facteurs structurels, tels que l'augmentation de la demande de financement de titres souverains de la part de certains acteurs de marché dans un contexte de réduction de la liquidité globale. En particulier, les *hedge funds* ont renforcé leurs positions de repo afin de financer leurs achats de titres d'obligations souveraines américaines, dans le cadre d'opérations d'arbitrage impliquant l'achat des obligations et la vente des contrats futures correspondants[46] (*basis trade*). Des frictions d'intermédiation (en raison d'exigences règlementaires, notamment), ne permettant pas une allocation optimale entre ces acteurs et les institutions financières disposant de liquidités excédentaires, pourraient également contribuer à ces pressions haussières sur les taux de repo. Ces développements peuvent donc être qualifiés de prévisibles dans un contexte de normalisation des marchés monétaires[47] mais ils justifient de continuer à surveiller activement les conditions sur les marchés du repo.

Une divergence des marchés actions européens et américains, dans un contexte d'incertitudes politiques

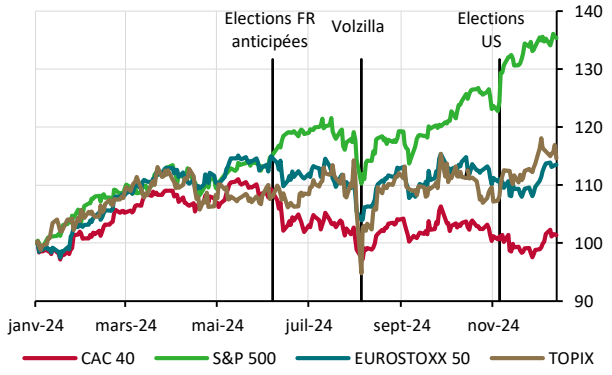
La divergence des dynamiques de marchés actions américains et européens s'est accentuée en fin d'année 2024, avec une moindre performance des actions françaises. Les actions européennes ont gagné près de 10 % entre janvier et le 12 décembre 2024, tandis que les actions américaines ont enregistré une performance de 28 % sur la même période. Les grandes valeurs technologiques ont continué leur forte progression (+55 % entre le 1er janvier et le 12 décembre 2024 pour les 7 Magnifiques) mais le reste du marché américain progresse également (+20 % pour le S&P hors 7 Magnifiques). Le S&P500 a notamment progressé de près de 6% depuis les élections

[45] Facing Quarter-End Pressures: Understanding the Repo Market and Federal Reserve Tools - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK
[46] Cf. Encadré 1.4 de l'Évaluation des Risques du Système Financier Français de décembre de 2023 et *Financial Stability Report* de la Reserve fédérale américaine, novembre 2024.
[47] Au quatrième trimestre 2024, et en se basant sur une série de six indicateurs internes, la Fed de New-York s'est montrée rassurante, jugeant à plusieurs reprises que les réserves étaient bien encore « abondantes », justifiant donc la poursuite de la normalisation du bilan de la Fed.

présidentielles de novembre 2024, les investisseurs s'attendant à une baisse des impôts et à assouplissement des normes réglementaires (cf. graphique 1.34). À l'inverse, la perspective d'une hausse des droits de douanes américains a pénalisé les actions européennes (l'Eurostoxx 50 en hausse de 2 % depuis le 5 novembre). Les actions françaises sous-performent suite à la hausse de l'incertitude politique en France au début du mois de juin. Après avoir atteint un plus haut historique en mai 2024, le CAC40 est orienté en baisse sur la fin d'année 2024. Il affiche une performance négative de -1,5 % entre janvier et le 12 décembre 2024. Les anticipations des investisseurs restent ancrées sur un scénario de croissance économique modérée et de poursuite de l'assouplissement monétaire. Les derniers résultats publiés pour l'année 2023 par les grandes entreprises françaises et les prévisions de croissance des analystes financiers pour 2024, qui font état d'une croissance médiane annuelle des bénéfices par action de 7 %, confortent ces anticipations du marché (cf. graphique 1.35).

Graphique 1.34 : Performance des indices actions

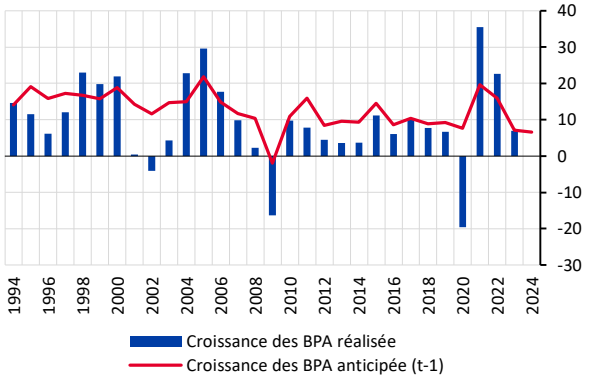
x : axe temporel / y : indice base 100 au 1er janvier 2024



Sources : Refinitiv Datastream, calculs Banque de France
Notes : Indice base 100 au 1er janvier 2024. Les performances sont calculées en euros, du point de vue d'un investisseur européen.
Dernier point : 12 décembre 2024

Graphique 1.35 : Croissance des bénéfices par action (BPA) des entreprises françaises

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

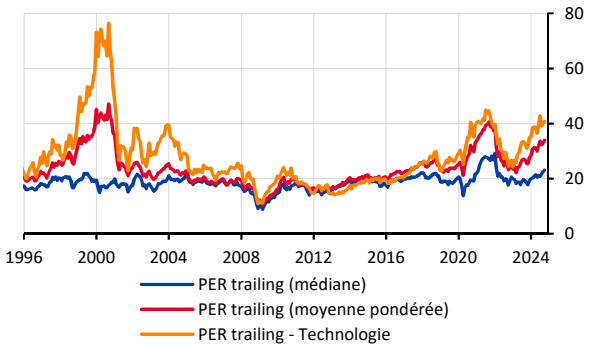


Sources : Refinitiv Eikon, IBES, calculs Banque de France
Notes : Le graphique compare la croissance médiane des BPA réalisée chaque année t (publiées au début de l'année suivante t+1) par les entreprises du CAC 40 aux prévisions des analystes réalisées au début de cette même année t.
Dernier point : mai 2024

Les valorisations des entreprises américaines sont reparties à la hausse depuis 2023, sur fond d'engouement pour l'intelligence artificielle (IA) et de forte concentration du marché. Après avoir reculé en 2022, en raison de la hausse des taux d'intérêt, le ratio cours-bénéfice moyen des actions américaines est passé de 24 à 33 entre janvier 2023 et octobre 2024. Les valorisations sont notamment tirées vers le haut par les plus grandes capitalisations de l'indice S&P500 et par les entreprises du secteur de l'intelligence artificielle (cf. graphique 1.36), renforçant le degré de concentration de l'indice. Cinq secteurs ressortent comme particulièrement valorisés au sein de l'indice S&P 500, au premier rang desquels la technologie (NVIDIA, Micron Technology, Palantir, etc.), la santé (Eli Lilly), la consommation discrétionnaire (Amazon, Tesla) et les services de communication (Netflix). Une correction massive des entreprises liées à l'intelligence artificielle pourrait avoir un impact majeur sur les portefeuilles des investisseurs, avec des répercussions sur le reste du marché en cas de ventes forcées, sachant que le secteur technologique représente plus de 30 % de l'indice S&P 500, contre 23 % lors de la bulle Internet.

Graphique 1.36 : Valorisation des actions américaines en fonction du niveau de capitalisation

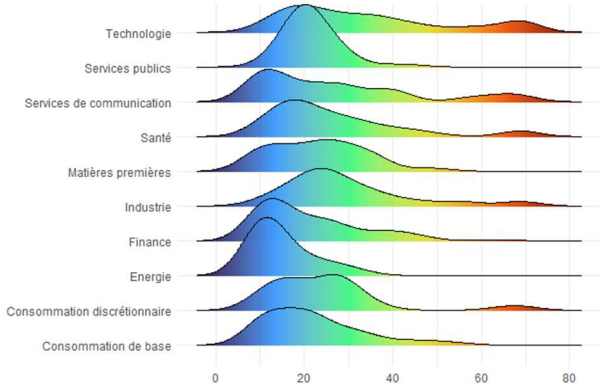
x : axe temporel / y : Price-earnings ratio



Sources : Refinitiv Eikon, IBES, calculs Banque de France.
Notes : Le PER trailing est le ratio du prix de l'action sur les derniers bénéfices par action publiés par l'entreprise. Pour une date donnée, la courbe bleue correspond à la médiane des PER de chaque action composant le S&P 500. La courbe rouge correspond à la moyenne des PER pondérée par la capitalisation de chaque entreprise au sein du S&P 500.
Dernier point : 1er décembre 2024.

Graphique 1.37 : Concentration des valorisations américaines par secteur

x : Price-earnings ratio / y : secteurs

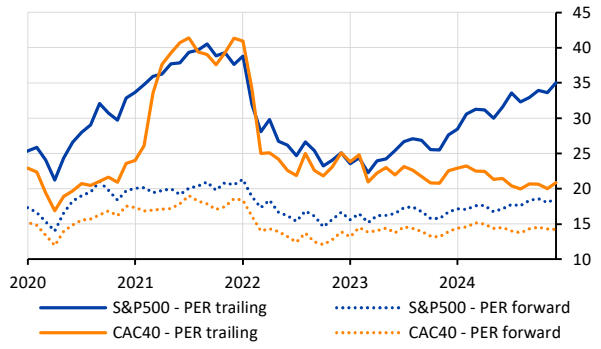


Sources : Refinitiv Eikon, IBES, calculs Banque de France.
Notes : Distribution des entreprises en fonction de leur PER trailing au sein de chaque secteur du S&P 500, sur la base d'une fonction de densité.
Lecture : Plus l'aire sous la courbe en rouge est importante, plus les entreprises d'un secteur donné sont valorisées.
Dernier point : 1er octobre 2024.

La divergence des dynamiques de marchés actions américains et européens s'est accentuée en fin d'année 2024, avec une moindre performance des actions françaises. Depuis le début de l'année 2023, les trajectoires de valorisation des actions françaises et américaines divergent fortement, avec des ratios cours-bénéfices relativement stables en France et en forte hausse aux États-Unis (cf. graphique 1.38). Cette divergence s'explique principalement par les meilleures perspectives de croissance à long terme des entreprises américaines, selon les analystes financiers, portées notamment par l'engouement pour l'IA aux États-Unis. De plus, le niveau de valorisation des actions du luxe en France, qui représentent plus de 40 % de la capitalisation de l'indice CAC 40, a nettement diminué par rapport à son pic atteint fin 2021. Dans ce contexte, le risque idiosyncratique de correction lié à la survalorisation des actions françaises s'éloigne. Cependant, l'analyse des effets de contagion intra-journaliers entre les marchés américains et européens indique que les marchés français et européens restent très exposés aux chocs négatifs sur les actions américaines (cf. graphique 1.39).

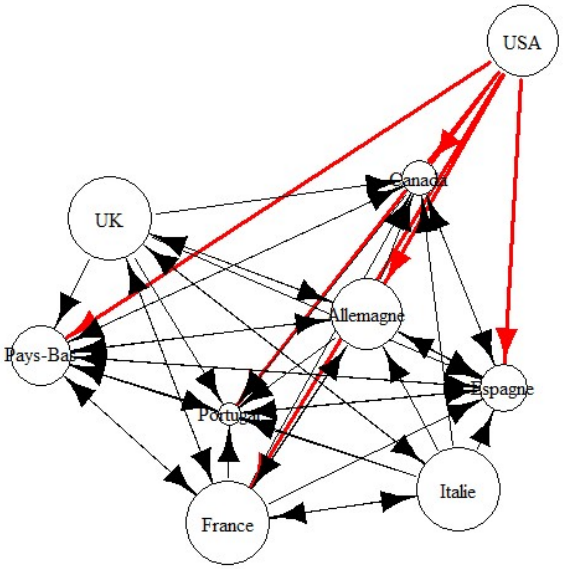
Graphique 1.38 : Divergence entre les valorisations françaises et américaines

x : axe temporel / y : Price-earnings ratio



Sources : Refinitiv Eikon, IBES, calculs Banque de France.
Notes : Le PER trailing est le ratio du prix de l'action sur les derniers bénéfices par action publiés par l'entreprise. Le PER forward est le ratio du prix de l'actif sur la moyenne des bénéfices par action anticipés par les analystes financiers sur un horizon de 3 à 5 ans. Dernier point : 1er décembre 2024.

Graphique 1.39 : Canaux de contagion entre les marchés actions américains et européens



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
Notes : Les effets de contagion entre deux indices actions sont estimés à partir d'un modèle économétrique (causalité au sens de Granger) en suivant l'approche de Billio et al. (2012)[48]. L'analyse s'appuie sur des données intra-journalières (minute par minute) des performances des indices actions entre avril et octobre 2024 (après normalisation des séries). Seule la période de trading en commun pour chaque paire d'indices est considérée. Les sauts entre chaque journée, qui entraînent généralement de fortes variations de prix, sont éliminés.
Lecture : Les résultats sont représentés sous forme d'un réseau. Chaque indice actions est représenté par une bulle. Une flèche apparaît si la causalité (au sens de Granger) est significative au seuil de 5 %. Le sens de la flèche dépend du sens de la causalité. Celle-ci peut être à double sens si les deux indices s'influencent mutuellement. La taille des bulles est proportionnelle au nombre de flèches sortantes. Les flèches associées à l'indice américain sont en rouge pour une meilleure lisibilité.

Le risque de pics de volatilité est accru dans un environnement incertain, et pourrait être amplifié par les vulnérabilités de certains intermédiaires financiers non bancaires

Les marchés actions restent dans un régime de volatilité modérée, mais le risque d'un pic temporaire de volatilité est élevé. Malgré un rebond de la volatilité au second semestre, la volatilité des marchés actions reste nettement inférieure à sa moyenne de long terme. La volatilité a enregistré un pic au début du mois d'août, en réaction à des chiffres économiques décevants aux États-Unis et les décisions de politique monétaire moins accommodantes que prévu de la Fed et de la Bank of Japan. Le lundi 5 août, le VIX a grimpé de 42 points en l'espace de quelques heures, sa plus forte hausse intra journalière jamais enregistrée, atteignant 65,7 dans la journée. Cet épisode, surnommé Volzilla, a été alimenté par un débouclage massif des positions de carry trade USD-JPY (cf. encadré 1.5) et a mis en évidence le risque de réactions soudaines et brutales des marchés, accentué par un ensemble de stratégies basées sur la volatilité (*short vol* et *dispersion trade*) qui peuvent déboucler rapidement leurs positions en période de stress. Si les conditions de marché se sont rapidement normalisées, cet épisode rappelle la vulnérabilité des intermédiaires financiers non bancaires fortement exposés au risque de

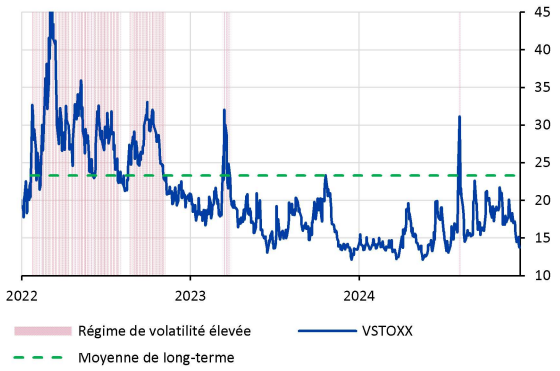
[48] Billio, M., Getmansky, M., Lo, A. W., & Pelizzon, L. (2012), « Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors », Journal of financial economics, vol. 104, n° 3, septembre, pages 535-559.

liquidité et au levier. Une hausse brutale de la volatilité peut entraîner des ajustement massifs et brutaux de positions de leur part, alimentant les mouvements de marché et renforçant le risque de mouvements procycliques de la part d'autres acteurs.

Le risque de pic de volatilité est également renforcé par la concentration croissante de l'indice américain S&P500. La part de NVIDIA dans la capitalisation de l'indice est passé de 0,5 % en 2020 à 7 % en 2024, et celle des « Sept Magnifiques » a presque doublé, atteignant 31 % en 2024. En septembre, l'excès de volatilité du S&P500 attribuable à NVIDIA représentait 2 points de pourcentage, soit 14 % de plus que la volatilité du S&P500 excluant NVIDIA (cf. graphique 1.41).

Graphique 1.40 : Volatilité des marchés actions européens

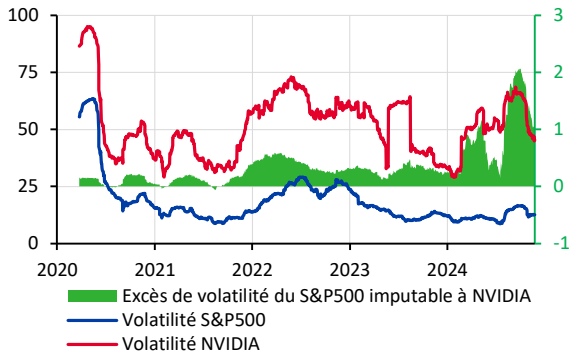
x : axe temporel / y : volatilité annualisée en pourcentage



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
Notes : Le graphique représente les régimes de volatilité (VSTOXX) estimés à l'aide d'un modèle à changement de régime markovien. La probabilité historique de passer d'un régime de faible volatilité à un régime de forte volatilité est inférieure à 1 %.
Dernier point : 12 décembre 2024.

Graphique 1.41 : Excès de volatilité du S&P 500 imputable à NVIDIA

x : axe temporel / y : volatilité annualisée

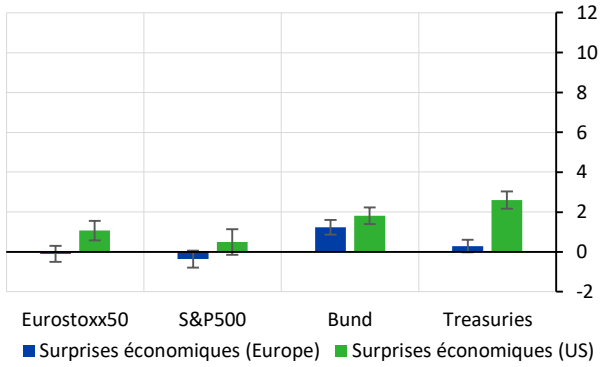


Sources : Refinitiv Datastream, calculs Banque de France.
Notes : La volatilité annualisée est calculée sur une fenêtre mobile de 60 jours à partir de la performance quotidienne des composants du S&P 500. L'excès de volatilité du S&P500 imputable à NVIDIA est calculé comme la différence entre la volatilité du S&P 500 (tous composants inclus) et la volatilité du S&P 500 hors NVIDIA.
Dernier point : 25 novembre 2024.

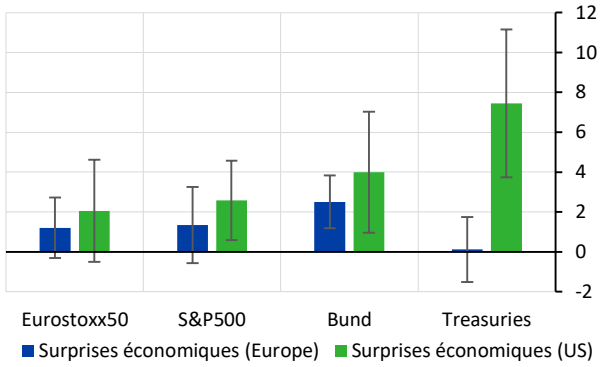
La sensibilité accrue des marchés aux indicateurs macroéconomiques accroît le risque de pics de volatilité sur les marchés. Depuis le début de l'année, la sensibilité des marchés aux surprises négatives dans les publications économiques européennes et américaines a plus que doublé par rapport à la période 2004-2023, les investisseurs surveillant de près la trajectoire de ralentissement de l'économie (cf. graphique 1.42). En moyenne, les surprises liées à l'économie américaine ont un impact plus important sur les marchés financiers que les surprises économiques européennes. Ce constat illustre le risque élevé de contagion des chocs négatifs subis par l'économie américaine aux marchés européens, pouvant entraîner des pics de volatilité tant sur les marchés actions que sur les marchés obligataires.

Graphique 1.42 : Sensibilité des marchés financiers aux surprises économiques américaines et européennes

Période d'analyse : 2004-2023
x : axe temporel / y : coefficient d'exposition (%)



Période d'analyse : 2024
x : axe temporel / y : coefficient d'exposition (%)



Sources : Refinitiv Datastream, Citigroup, calculs Banque de France.
Notes : Les indices de surprise économique de Citigroup sont des écarts types historiques pondérés des surprises sur les données. Une lecture positive de l'indice de surprise économique suggère que les publications économiques ont, dans l'ensemble, dépassé le consensus. Les indices sont calculés quotidiennement sur une période glissante de trois mois.
Ce graphique représente la sensibilité des variations quotidiennes des marchés financiers (performance pour les actions et variations de taux pour les obligations) aux variations quotidiennes des indices de surprises économiques européens et américains. Les variations des marchés sont normalisées afin de permettre une comparaison du niveau de sensibilité entre les indices et dans le temps. Les barres grises sont les intervalles de confiance à 90%.
Lecture : Un coefficient d'exposition de 2 % aux surprises économiques américaines pour l'Eurostoxx 50 signifie qu'une dégradation de 10 points de l'indicateur de surprise économique entraîne une baisse de 0,2 écart type de l'indice Eurostoxx 50, soit environ 0,25 % sur la journée.

Les marchés actions européens sont relativement peu affectés par les dynamiques de l'économie chinoise

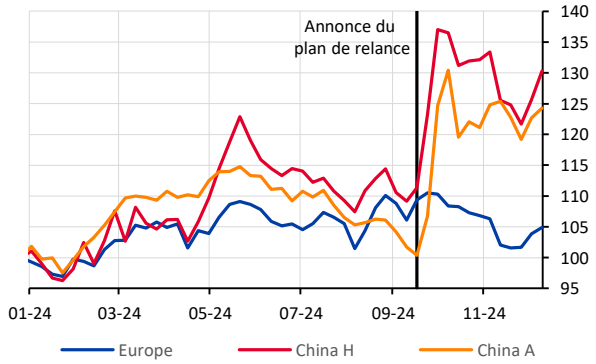
Les marchés actions chinois, qui se sont rapidement développés au cours des vingt dernières années, ont enregistré une forte volatilité au second semestre 2024, en réaction aux annonces de soutien à l'économie des autorités. Depuis 2023, la situation de l'économie chinoise s'est nettement détériorée, marquée les difficultés de la dette des gouvernements locaux et l'apurement de son secteur immobilier, qui ont entrainé les faillites de grandes entreprises, telles qu'Evergrande et Country Garden[49]. La disparition d'une partie de l'épargne des ménages investie dans des biens immobiliers, qui représentait 60 % de leur épargne totale, est à l'origine d'une chute de confiance généralisée. En réponse, la Banque populaire de Chine (BPC) a annoncé depuis septembre 2024 une série de mesures d'assouplissement monétaire, alors que les autorités ont laissé entendre qu'elles seraient disposées à prendre des mesures budgétaires, sans les détailler, pour relancer la demande domestique et atteindre la cible de 5 % de croissance annuelle. Le gouvernement chinois a notamment annoncé vouloir soutenir les grandes banques commerciales publiques à travers une recapitalisation des six principales banques pour un montant estimé de 1000 milliards de yuan et l'émission d'obligations spéciales, pour un montant estimé de 2300 milliards de yuans, soit près de 300 milliards d'euros. Fin septembre 2024, le marché actions chinois a été traversé par des mouvements de grande ampleur suite à ces annonces et aux mesures de soutien ciblées de la BPC pour soutenir les rachats d'actions, avec une hausse des cours de près de 17 % en une semaine, sans effet notable sur les actions européennes et américaines (cf. graphique 1.43). Même si les interconnexions entre les systèmes financiers européens et chinois restent limitées, les pays européens sont exposés au ralentissement de l'économie chinoise en raison de leurs liens commerciaux avec la Chine, qui représentent près de 15 % du commerce extérieur de l'UE (principal partenaire commercial de l'Allemagne et deuxième pour la France).

[49] Cf. encadré 1.1 de l'Évaluation des risques du système financier de décembre 2023.

Certains secteurs européens sont plus exposés à un ralentissement de la croissance en Chine et à une sous-performance des marchés actions chinois. En effet, les activités « textiles et cuirs », « aéronautique » et « parfums et cosmétiques » comptent parmi les cinq principales exportations françaises vers la Chine, exposant les entreprises de ces secteurs au ralentissement économique chinois. En particulier, les KHOL (Kering, Hermès, L'Oréal et LVMH), regroupant les quatre principaux groupes français opérant dans le secteur du luxe et représentant 44 % de la capitalisation du CAC 40, sont tous fortement exposés à la demande chinoise. Si, dans l'ensemble, la sensibilité des indices actions européens aux chocs adverses sur les marchés actions chinois semble modérée (notamment par rapport à leur sensibilité aux marchés américains ou japonais), certains secteurs sont plus sensibles que d'autres, comme les matières premières et la finance, l'industrie en Allemagne, et la consommation discrétionnaire (y compris les produits de luxe) en France (cf. graphique 1.44). Par exemple, une correction hebdomadaire de 10 % du marché actions chinois, toutes choses égales par ailleurs, entraînerait une baisse de 0,7 % en moyenne du cours des actions françaises du secteur de la consommation discrétionnaire. Par conséquent, à mesure que le niveau d'intégration des marchés financiers chinois s'accroît, les chocs adverses en provenance de Chine deviennent de plus en plus susceptibles d'affecter négativement le système financier français et européen.

Graphique 1.43 : Performance des actions chinoises depuis le début de l'année

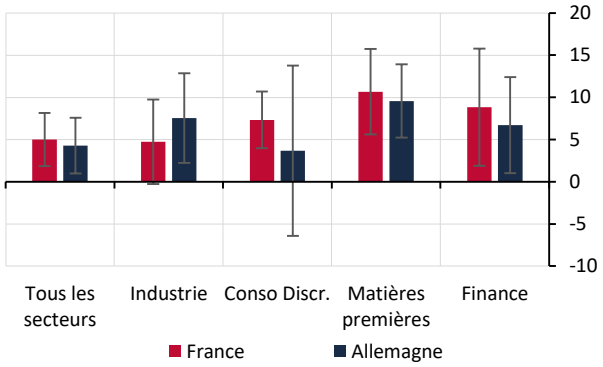
x : axe temporel / y : indice base 100 au 1er janvier 2024



Sources : Refinitiv Datastream, calculs Banque de France.
Notes : Indice base 100 au 1er janvier 2024 à partir des indices actions pays de Datastream. Les actions A sont des actions libellées en yuans, réservées aux Chinois résidents. Elles diffèrent des actions H, qui sont également émises par des sociétés chinoises, mais cotées à Hong Kong.
Dernier point : 12 décembre 2024.

Graphique 1.44 : Sensibilité des actions des secteurs français et allemands aux chocs sur le marché actions chinois

x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Refinitiv Datastream, calculs Banque de France.
Notes : La sensibilité est calculée à partir d'un modèle à facteurs avec comme variables de contrôle les performances des marchés actions américains et japonais. Le coefficient d'exposition aux chocs sur le marché actions chinois est reporté dans le graphique, et les barres grises indiquent les intervalles de confiance à 90 %.
Lecture : Une sensibilité de 7 % pour le secteur de la consommation discrétionnaire indique qu'une correction de 1 % du marché chinois entraînerait une baisse de 0,07 % du cours des actions françaises de ce secteur, toutes choses égales par ailleurs.
Dernier point : 22 octobre 2024.

Encadré 1.5 : Débouclage des *carry trades* : les enseignements du 5 août

Par Xavier DENIS

Les *carry trades* sont des stratégies de portage qui entendent tirer profit de l'écart de rendement entre devises de financement et devises de placement. Les investisseurs sont donc exposés à un risque de change. Une définition large du *carry trade* inclut l'ensemble des stratégies d'investissement pour lesquels

la devise de financement est différente de la devise dans laquelle est libellée l'actif de placement, actions ou obligations, par exemple. Ces stratégies impliquent typiquement un financement dans une devise à bas rendement – le yen ou le franc suisse le plus communément –, affichant une faible volatilité, et un investissement dans des devises à haut rendement qui permettent de bénéficier du différentiel de taux d'intérêt et parfois d'un gain sur le change. Les institutions financières japonaises (assureurs-vie, fonds de pension, etc.) ont de longue date accumulé dans l'actif de leurs bilans des obligations étrangères libellées en euros et en dollar, achats financés essentiellement par du yen. A l'inverse, des investisseurs non-résidents peuvent convertir leurs dollars en yens sur le marché des swaps de change et capturer ainsi la prime de rémunération liée à la fourniture de dollars, tout en investissant à court terme sur des actifs sans risque libellés en yens, comme les bons du Trésor japonais. Ces positions n'induisent pas de risque de change puisque c'est le taux de change à terme et non de taux de change anticipé qui sert à la transaction.

Ces stratégies sont particulièrement vulnérables à une hausse de la volatilité de marché lorsqu'il s'agit de positions de change non couvertes qui parient sur l'évolution du taux de change spot futur. Elles deviennent perdantes quand les anticipations des marchés se retournent et un ajustement de change, parfois soudain, intervient dans un sens défavorable. Le recours à un effet de levier (endettement) rend ces positions particulièrement sensibles au sentiment de marché et à toute révision des anticipations de taux de change et de taux d'intérêt comme à toute hausse de la volatilité. Les investisseurs tendent donc à normer leur espérance de gain par le risque associé, mesuré en l'occurrence par la volatilité implicite de la devise de financement.

Les fortes turbulences sur les marchés du 5 août 2024, marquées par une brutale remontée de la volatilité du marché actions américain et un fort repli du marché actions japonais (– 12 % sur la journée), se sont accompagnées d'un débouclement rapide de ces positions de portage. Ce débouclage a lui-même amplifié la réaction baissière des marchés financiers mondiaux, dans la mesure où l'actif d'investissement ne sont pas seulement des actifs très sûrs et peu volatiles mais peut être dans certains cas une action, par exemple. Ainsi le marché du NASDAQ a baissé début août, à l'instar du marché japonais, en raison du désengagement de certains investisseurs à effet de levier qui s'étaient financés en yen, pour investir sur les marchés américains, afin de magnifier le rendement de leur stratégie, assumant donc un risque de change en plus du risque actions. Toutefois, la causalité peut être bi-directionnelle, la hausse de la volatilité sur le change incitant au débouclage des positions de portage qui à son tour pénalise les stratégies d'investissement reposant sur la dette.

Il existe une large variété d'investisseurs mettant en place des stratégies de *carry trades*, mais il s'agit principalement de fonds spéculatifs (*hedge funds*) notamment lors de l'épisode d'août 2024, de gestionnaires d'actifs traditionnels comme les fonds de pension japonais, ainsi que, plus modestement, des acteurs non financiers, le plus souvent des grandes entreprises ayant des activités d'investissement transfrontalières. La part des investisseurs particuliers est très minime, le Japon constituant une exception dans la mesure où la politique de taux d'intérêt négatif, pendant de nombreuses années, a incité les ménages à s'exposer à ces stratégies. Il existe également un grand nombre de stratégies de portage possibles qui peuvent reposer sur différents paniers de devises de financement et de placement. Une stratégie gagnante – parmi d'autres - jusqu'à l'été 2024 consistait à emprunter des yens pour les convertir en pesos mexicains, avant que les mouvements de change ne rendent cette stratégie perdante.

Les *carry trades* pourraient se reconstituer rapidement mais l'ampleur des positions est difficile à mesurer. La hausse de la volatilité implicite du yen, du fait du cycle de remontée des taux japonais, a asséché au moins partiellement le marché du *carry trade* au deuxième trimestre 2024, comme le montre l'évolution des positions sur les dérivés de change. Il reste très difficile de mesurer l'ampleur des positions de *carry trade*, compte tenu de la diversité des stratégies et des instruments. La Banque des règlements

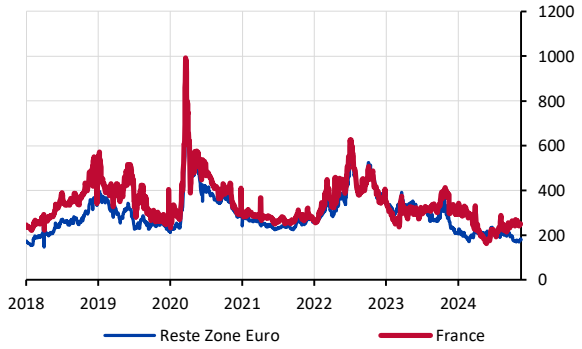
internationaux (BRI) estime que des positions basées sur des actifs plus illiquides ont pu se maintenir[50]. L'épisode de l'été 2024 est, par ailleurs, loin d'être unique et ces stratégies de *carry trades* ont vocation à se reconstituer dès que le marché identifie une opportunité comme ce fut le cas dans les années précédant la crise financière de 2007-2008.

Les écarts de rendement liés au risque de crédit des entreprises demeurent faibles malgré l'environnement macroéconomique incertain

Les *spreads* de crédit des obligations d'entreprises se maintiennent sur des niveaux bas. L'encours des obligations *high yield* des entreprises françaises est resté constant depuis janvier 2022 à 80 milliards d'euros, soit 12 % de l'encours total, mais la notation de crédit moyenne du marché s'est détériorée en 2024, sous l'effet de la dégradation en catégorie « CCC » d'un émetteur important (cf. graphique 1.46). Ces évolutions idiosyncratiques ont pesé sur le spread de crédit moyen des obligations *high yield* françaises, qui a légèrement augmenté par rapport au marché européen en 2024. Dans leur ensemble, les *spreads* de crédit obligataire *high yield* européens et français ont toutefois baissé en 2024 et évoluent sur des niveaux bas par rapport aux tendances historiques (cf. graphique 1.45). Le marché des obligations d'entreprises bénéficie des perspectives de repli de l'inflation sans récession et de la baisse des taux d'intérêt. Il reste toutefois exposé au risque d'une correction en cas de choc économique ou géopolitique, ou plus généralement en cas de hausse de la volatilité sur les marchés.

Graphique 1.45 : Spreads HY sur les obligations des entreprises non financières françaises et européennes

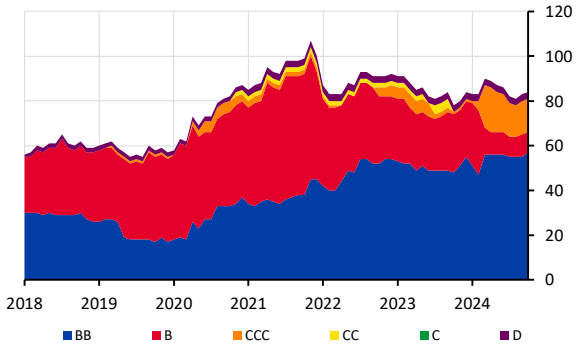
x : axe temporel / y : spreads (en points de base)



Source : Refinitiv Eikon.
Notes : Les spreads HY sont déterminés selon la méthodologie du ICE BofAML Global Bond Index. Les titres sous-jacents sont des obligations d'entreprises émises publiquement sur le marché des eurobonds ou sur les marchés domestiques des pays membres de la zone euro, notées par une agence de notation, et répondant aux critères suivants : une maturité finale d'au moins 18 mois à l'émission, une durée résiduelle d'au moins un an, un calendrier de coupon fixé et un encours minimum de 250 millions d'euros.
Dernier point : 12 décembre 2024.

Graphique 1.46 : Encours HY d'obligations des entreprises françaises par note

x : axe temporel / y : encours (en milliards d'euros)



Source : CSDB.
Notes : Les encours sont calculés par classe de notation. Par exemple, les notations BB+, BB et BB- sont agrégées sous la notation BB.
Date : 30 novembre 2024.

Encadré 1.6 : Estimation du risque de liquidité des fonds obligataires

Par Tristan JOURDE et Martin SAILLARD

Certains fonds d'investissement obligataires allouent une proportion importante de leurs portefeuilles à des actifs peu liquides, tout en offrant une liquidité quotidienne aux investisseurs pour le rachat de leurs parts,

[50] Aquilina M., Lombardi M., Schrimpf A., Sushko V. (2024), « The market turbulence and carry trade unwind of August 2024 », BIS Bulletin, n° 90, BRI, août.

ce qui les expose à un risque de liquidité. En cas de chocs sur les marchés financiers, les fonds peuvent être confrontés à des sorties de capitaux et être contraints à des ventes forcées d'actifs, ce qui peut avoir un impact négatif sur la liquidité du marché et entraîner des effets de contagion à d'autres parties du système financier. Par exemple, les ventes d'actifs par les fonds obligataires lors de la pandémie de Covid-19 ont eu un effet amplificateur sur la correction du marché obligataire au niveau global, en particulier dans le cas des fonds détenant des portefeuilles peu liquides (FMI, 2022)[51]. L'asymétrie de liquidité des fonds ouverts est donc au centre des discussions réglementaires, notamment au sein du FSB et de l'ESRB, qui visent à doter les fonds d'outils de gestion de liquidité (*liquidity management tools*, ou LMT) qui, s'ils sont activés, limitent les conséquences déstabilisantes des chocs de liquidité sur le marché. Cet encadré propose un nouvel indicateur qui estime la proportion du portefeuille des fonds obligataires liquidable à court terme pour répondre aux demandes de rachat potentielles des souscripteurs des fonds dans un scénario de tensions sur le marché.

Cet indicateur révèle une baisse progressive de la part liquide du portefeuille des fonds obligataires français[52] depuis 2014. La part liquide du portefeuille correspond à la part du portefeuille des fonds qui peut être vendue sans exercer une pression importante sur le prix des obligations. Dans cette analyse, cette part est estimée à partir du *bid-ask spread*[53] des actifs détenus par les fonds. Un niveau de liquidité compris entre 0 et 1 est calculé pour chaque actif, 0 représentant un titre illiquide et 1 un titre parfaitement liquide (ou du cash).[54] Ce niveau est inversement proportionnel à la pression exercée sur le prix des obligations en cas de vente par les fonds. La part liquide moyenne du portefeuille des fonds obligataires français est passée d'un plateau de près de 60% entre 2014 et 2020 à 52 % fin juin 2024 (cf. graphique 1.47). Ce déclin semble être principalement le résultat de l'augmentation de la détention d'obligations d'entreprises de notation *high yield* qui est passée de 13-15 % entre 2015 et 2020 à 21,5 % en 2024 (cf. graphique 1.48). Cette tendance est particulièrement marquée depuis la pandémie de Covid-19. Il existe toutefois des facteurs de résilience: la détention d'obligations d'entreprises dont la taille d'émission est faible (inférieure à 250 millions d'euros) a été divisée par deux sur la même période. Dans un scénario de liquidité dégradée du marché obligataire (i.e., application d'une décote plus sévère sur les titres[55]), la part liquide des fonds diminue de près de moitié par rapport au scénario de liquidité normale du marché et atteint 28 % en moyenne fin juin 2024. La dispersion au sein de la population des fonds ressort en hausse depuis 2012 avec un quart des fonds obligataires français qui disposerait d'une part liquide inférieure à 10 % pour faire face à d'éventuelles décollectes des investisseurs.

[51] FMI (2022). Asset Price Fragility in Times of Stress: The Role of Open-End Investment Funds. Chapter 3. GFSR (October 2022).

[52] L'encours des fonds obligataires français était de 307 milliards d'euros à fin juin 2024, soit 20 % de l'encours de l'ensemble des fonds non monétaires français. (banque-france.fr)

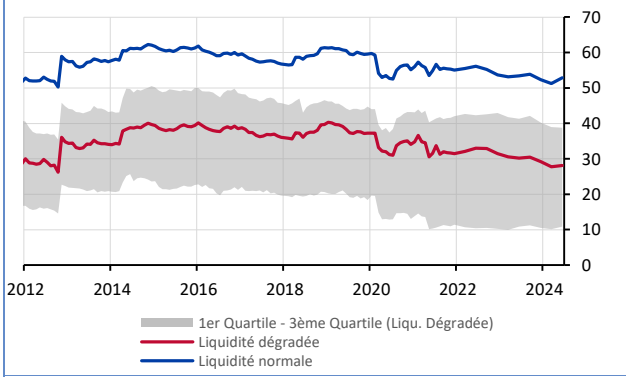
[53] La liquidité d'un titre n'est pas directement observable et il n'existe pas d'indicateur unique capable de rendre compte de toutes ses dimensions (coût de transaction, profondeur, largeur, vitesse d'exécution, résilience). Le bid-ask spread ne reflète que la composante coût de transaction de la liquidité et présente des limites sur le marché obligataire où les volumes faibles et les négociations souvent bilatérales complexifient son interprétation. Néanmoins cet indicateur reste l'un des plus employés et présente l'avantage d'être disponible pour une large partie des titres et sur un horizon temporel important.

[54] Pour chaque actif, un pourcentage de liquidité est déterminé à partir de son *bid-ask spread* en utilisant une fonction de conversion non linéaire. Cette approche constitue une alternative, plus granulaire, à l'approche proposée par Bouveret (2017), qui détermine la liquidité des actifs par catégorie (type d'actifs, notations, maturité et taille d'émission), en s'inspirant des *High Quality Liquid Assets* (HQLA) bancaires.
Bouveret, A. (2017), « Liquidity stress tests for investment funds: A practical guide », *International Monetary Fund*, July.

[55] Dans un scénario de liquidité normale du marché, l'approche par les *bid-ask spreads* donne un niveau de liquidité de 62 % pour les obligations souveraines IG en moyenne, 49 % pour les obligations d'entreprises IG, 22 % pour les obligations souveraines HY et 19 % pour les obligations d'entreprises HY (contre 86 %, 53 %, 0 % et 0 %, respectivement, pour l'approche HQLA de Bouveret, 2017). Il est possible de modifier les paramètres de la fonction pour obtenir des estimations dans un scénario de liquidité dégradée du marché. Dans ce scénario dégradé, le niveau de liquidité des obligations souveraines IG est estimé à 37 % en moyenne, contre 21 % pour les obligations d'entreprises IG, 7 % pour les obligations souveraines HY et 4 % pour les obligations d'entreprises HY.

Graphique 1.47 : Part liquide moyenne dans les portefeuilles de fonds obligataires français

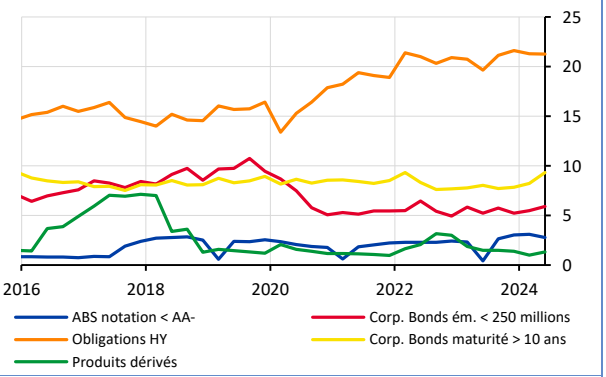
x : axe temporel / y : pourcentage des actifs nets



Sources : Collecte OPC, CSDB, Refinitiv, calculs Banque de France.
Note : La part liquide moyenne dans les portefeuilles est calculée à partir d'une estimation granulaire du niveau de liquidité de chaque actif du portefeuille. Ce niveau de liquidité est déterminé à partir des bid-ask spreads des actifs, en utilisant une fonction non linéaire dont les paramètres sont modulables selon diverses hypothèses sur le niveau de liquidité globale du marché. Les moyennes sont pondérées par les encours. Dernier point : 30 juin 2024.

Graphique 1.48 : Pourcentage du portefeuille des fonds investis dans certaines catégories d'obligations risquées

x : axe temporel / y : pourcentage des actifs nets



Sources : Collecte OPC, CSDB, calculs Banque de France.
Les catégories considérées ne sont pas mutuellement exclusives.
Dernier point : 30 juin 2024.

En cas de chocs sur les marchés financiers, les fonds d'investissement qui offrent aux investisseurs une liquidité quotidienne pour le rachat de leurs parts pourraient faire face à des sorties soudaines de capitaux. Les flux d'investissement sont sensibles au niveau des conditions financières. Dans des conditions financières normales, les fonds obligataires français peuvent être exposés à des flux sortants compris entre 0 et 10 % de leurs actifs sous gestion sur un mois (cf. graphique 1.49). Lorsque les conditions financières se détériorent, les investisseurs ont tendance à sortir brutalement de certains fonds d'investissement ou à réallouer leurs actifs vers d'autres fonds, conduisant à un risque de décollecte pouvant représenter jusqu'à 50 % de leurs actifs sous gestion (sur un mois) pour certains fonds. Selon nos estimations, fin septembre 2024, 7 fonds sur les 372 analysés étaient exposés à un risque de décollecte mensuel supérieur à 20 % de leurs actifs sous gestion dans un scénario dégradé, représentant un encours de 4,8 milliards d'euros (sur un encours sous gestion total de 107 milliards d'euros pour l'ensemble des fonds étudiés).

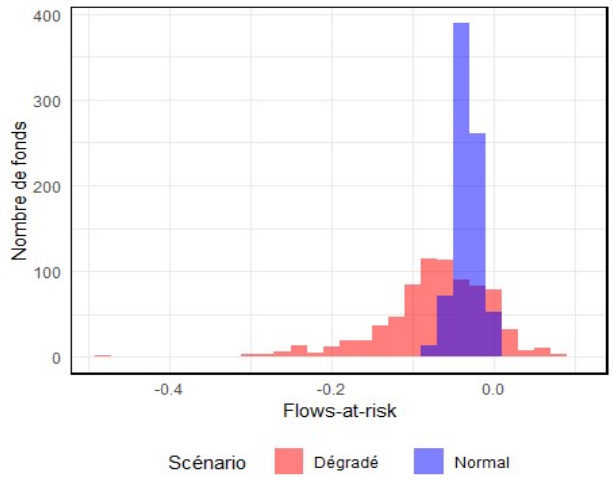
Le risque que certains fonds ne disposent pas de liquidités suffisantes pour faire face à des rachats soudains de la part des souscripteurs dans un scénario de conditions financières dégradées, s'est accru depuis 2020. Du fait de la dégradation tendancielle des notations de crédit et par conséquent de la diminution de la part liquide de leurs portefeuilles, un nombre grandissant de fonds obligataires français pourraient se retrouver en difficulté en cas de décollectes brutales (près de 15 % des fonds en 2024 contre 7 % en 2018). Selon nos estimations, sur les 20 fonds obligataires dont les actifs sous gestion dépassent un milliard d'euros, quatre d'entre eux apparaissent à risque en cas de choc financier majeur (par exemple, crise financière de 2008, crise de la zone euro, Brexit, Covid-19, etc). Dans un tel scénario, certains fonds pourraient être contraints à des ventes forcées d'actifs peu liquides, à prix réduit, ce qui exercerait une pression sur les prix des actifs financiers et pourrait entraîner des effets de contagion à d'autres parties du système financier. Ces ventes forcées d'obligations peu liquides représenteraient au moins un milliards d'euros, selon une estimation basse[56] qui considère un ordre de liquidation clair dans lequel les gestionnaires de fonds vendent d'abord leurs actifs les plus liquides (cash et titres qui ont le plus faible *bid-ask spread*, par exemple les obligations souveraines les

[56] Jiang et al. (2021) décrivent l'utilisation par les gestionnaires de fonds de stratégies dynamiques. Dans ce cadre, les fonds s'appuient principalement sur des actifs liquides pour faire face aux flux dans des circonstances de marché calmes, mais réduisent proportionnellement leurs avoirs pour préserver la liquidité du portefeuille en période de tensions.
Jiang, H., Li, D., & Wang, A. (2021), « Dynamic liquidity management by corporate bond mutual funds », Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 56, n° 5, septembre, pages 1622-1652.

mieux notées) pour répondre aux demandes de rachat. Toutefois, l'analyse ne tient pas compte de l'éventuelle activation d'outils de gestion de la liquidité par les fonds, tels que les mécanismes de plafonnement des rachats (*gates*) ou des outils anti-dilutifs (*swing pricing*), qui peuvent limiter les ventes forcées. Les mesures incitatives mises en place par l'Autorité des marchés financiers en 2022 et 2023 ont d'ailleurs permis de fortement relever le taux d'équipement des fonds ouverts en outils de gestion de la liquidité.[57]

Graphique 1.49 : Risque de décollecte des fonds en fonction de deux scénarios sur les conditions financières

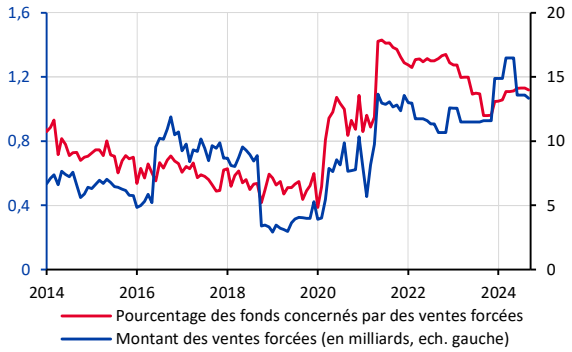
x : flows-at-risk / y : nombre de fonds



Sources : Collecte OPC, CSDB, Refinitiv, Lipper, calculs Banque de France.
Note : Les flows-at-risk sont estimés à partir de régressions quantiles sur des données à fréquence mensuelle pour chaque fonds (entre 2000 et 2024 lorsque les données sont disponibles) en fonction du niveau des conditions financières (CISS de la BCE), sur la base des travaux d'Adrian et al. (2019). Le scénario dégradé consiste à stresser le niveau des conditions financières (percentile 95 du CISS), tandis que le scénario normal consiste à calculer le niveau des flows-at-risk à partir du niveau médian des conditions financières en zone euro.
Lecture : Alors que, dans un scénario normal, aucun fonds ne subit de décollectes supérieures à 10 % de ses encours (histogrammes bleus), dans un scénario de conditions financières dégradées, certains fonds enregistrent des décollectes comprises entre 20 et 50 % de leurs encours (histogrammes rouges), représentant un encours-at-risk de 4.8 milliards d'euros à fin septembre 2024.
Dernier point : 30 juin 2024.

Graphique 1.50 : Ventes forcées d'actifs dans un scénario dégradé

x : axe temporel / y : milliards d'euros (gauche), pourcentage (droite)



Sources : Collecte OPC, CSDB, Lipper, calculs Banque de France.
Note : Le pourcentage de fonds concernés par des ventes forcées est calculé comme le nombre total de fonds en déficit de liquidité dans un scénario dégradé, divisé par le nombre total de fonds de l'échantillon à une date donnée. Pour chaque fonds, le montant des ventes forcées est calculé en multipliant le déficit de liquidité (en pourcentage) par les encours sous gestion du fonds.
Dernier point : 30 juin 2024.

Un risque de volatilité accru sur le marché des cryptoactifs qui a atteint un niveau de valorisation record après les élections américaines

Depuis juin 2024, le marché des cryptoactifs a enregistré une hausse significative, avec une valorisation en progression de 106 % depuis le début d'année. Cette hausse de la valorisation des cryptoactifs résulte principalement de la hausse de 123 % de la valorisation du Bitcoin, qui représente 60 % de la valorisation totale des cryptoactifs (cf. graphique 1.51). Dans un premier temps, la hausse des cryptoactifs a été alimentée par les approbations de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de la mise sur le marché des ETP (*exchange traded products*) spot Bitcoin en janvier 2024 et Ether en juillet 2024. Les ETP spot Ether (14 % de la capitalisation totale des cryptoactifs) totalisent 12,5 milliards de dollars d'encours. Concernant les ETP spot Bitcoin, leur collecte a fortement ralenti depuis avril 2024 et atteint 21 milliards de dollars début décembre 2024.

[57] Darpeix, P-E, Rosspopoff, B, Scauflaire, J. (2024). Évolution de l'adoption des outils de gestion de liquidité dans les fonds français. AMF

Dans un second temps, les résultats de l'élection présidentielle américaine en novembre 2024 ont déclenché un engouement généralisé pour les cryptoactifs en raison des attentes d'un environnement réglementaire favorable promis lors de la campagne présidentielle de Donald Trump. Cet engouement s'est traduit par une hausse de 55 % de la valorisation du marché en un mois, qui a atteint un niveau record supérieur au pic de novembre 2021. Après avoir attiré certains investisseurs particuliers à la recherche d'un haut rendement en 2021, le marché des cryptoactifs avait démontré au cours de l'année 2022 son instabilité en raison des interconnexions du marché et de sa forte volatilité[58]. Cet épisode avait engendré d'importantes pertes latentes ou réelles pour 50 % des investisseurs à fin 2022 et avait confirmé le caractère risqué des cryptoactifs. Afin de protéger les investisseurs et de réduire les vulnérabilités structurelles du marché des cryptoactifs, les autorités adoptent des mesures réglementaires. Le règlement européen sur les marchés de cryptoactifs (*Markets in Crypto-Assets* – MiCA) met en place un cadre global pour les émetteurs et les prestataires de services sur actifs numériques en Europe et l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) a récemment proposé une initiative de supervision européenne des prestataires fournissant des services sur cryptoactifs[59].

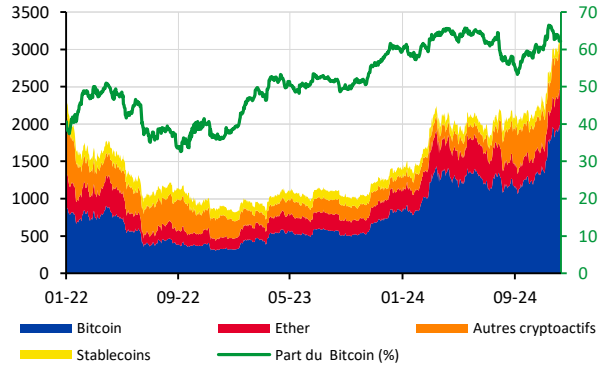
Les initiatives de tokenisation d'actifs accélèrent au cours de l'année 2024. La tokenisation est un processus d'émission et d'enregistrement d'un actif (titres financiers, devises, matières premières etc.) sous une forme digitale, appelé un jeton (*token*) sur une technologie de registre distribué (*distributed ledger technology, DLT*). Les initiatives de tokenisation des fonds, consistant à émettre des parts sous forme de jetons numériques, se multiplient depuis mars 2024. Les deux principaux fonds monétaires tokenisés totalisent près d'un milliard de dollars d'actifs sous gestion début décembre 2024. La tokenisation des bons du Trésor américain a atteint 2,7 milliards de dollars début décembre 2024 contre 100 millions de dollars début 2023, ce qui reste néanmoins faible par rapport à l'encours total des bons du Trésor américain de 28 000 milliards de dollars.

Cependant, l'émergence des fonds tokenisés entraîne de nouveaux risques pour la stabilité financière[60]. D'une part, les plateformes d'échange d'actifs tokenisés permettent un *trading* 24h/7j, ce qui n'est pas le cas de la majorité des marchés d'instruments financiers. Cette disponibilité constante des marchés tokenisés est susceptible d'amplifier la volatilité des prix des actifs, rendant difficile la vente au prix souhaité en dehors des périodes de forte activité[61]. Ce risque est d'autant plus important pour des actifs tokenisés peu liquides. D'autre part, la tokenisation engendre de nouveaux canaux de contagion entre le secteur financier et les cryptoactifs, ce qui pourrait favoriser la transmission d'un choc du marché des cryptoactifs vers le marché des actifs tokenisés[62]. En outre, les interconnexions technologiques impliquent un risque de contagion en cas de défaillance d'un prestataire de service ou d'une cyberattaque. Enfin, les fonds tokenisés présentent aussi des risques de gouvernance et des risques technologiques en raison de l'utilisation de différentes DLT, dont l'interopérabilité reste limitée, qui engendrent une fragmentation de la liquidité. En raison de la taille restreinte du marché des fonds tokenisés, les risques pour la stabilité financière restent limités à ce stade, mais les autorités restent vigilantes et poursuivent leurs actions pour un développement sécurisé de la tokenisation. À ce titre, le Régime Pilote européen encourage l'innovation dans le secteur financier en offrant un cadre réglementaire conçu pour concilier les besoins des investisseurs, l'intégrité des marchés et la stabilité financière[63].

[58] Crypto-actifs : l'année 2022 confirme les risques identifiés | Banque de France (banque-france.fr)
[59] Supervision européenne : commençons par les cryptos ! | Banque de France (banque-france.fr)
[60] The Financial Stability Implications of Tokenisation - Financial Stability Board (fsb.org)
[61] Tokenisation in the context of money and other assets: concepts and implications for central banks (bis.org)
[62] Tokenization: Overview and Financial Stability Implications (federalreserve.gov)
[63] Règlement : 2022/858 - EN - EUR-Lex.

Graphique 1.51 : Valorisation de marché des cryptoactifs et part de marché du Bitcoin

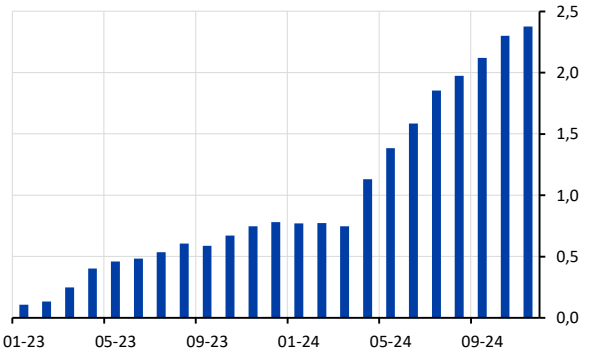
x : axe temporel / y [gauche] : milliards USD ; [droite] : %



Source : Eikon Refinitiv.
Dernier point : 10 décembre 2024.

Graphique 1.52 : Capitalisation du marché des titres du Trésor tokenisés

x : axe temporel / y : milliards USD



Source : rwa.xyz/treasuries.
Dernier point : décembre 2024.

1.4 Les banques et assurances continuent à faire preuve de résilience

Si les banques françaises s'appuient sur des modèle d'affaires diversifiés permettant une légère progression des revenus, les indicateurs d'efficacité opérationnelle et de rentabilité restent inférieurs à leurs pairs de la zone euro.

Sur les neuf premiers mois 2024, les banques françaises bénéficient d'une légère progression de leurs revenus grâce notamment à la diversification de leurs modèles d'affaires et à l'importance des commissions. Le produit net bancaire (PNB)[64] s'inscrit ainsi en hausse de +5,5 % à 117,3 milliards d'euros (vs. 111,3 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2023). Cette croissance s'appuie sur des commissions historiquement élevées (43,7 Milliards d'euros, +7,1 %) et des revenus d'activités de marché (15,9 milliards d'euros) bien orientés et supérieurs aux niveaux de la période 2019-2021.

En revanche, la marge nette d'intérêts (MNI) **qui reste, à plus de 40 %, la composante principale du PNB, est stable.** Elle s'établit 47,7 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2024 (-0,5 % par rapport à 2023). L'écart entre le rendement moyen des actifs et le coût moyen des passifs s'est resserré, passant de 0,81 % en 2021 (avant la période de remontée des taux) à 0,70 % fin septembre 2024. L'effet d'inertie lié à la structure du bilan des banques françaises ne s'est pas encore dissipé. Les charges d'intérêt ont progressé très rapidement, + 505 % entre 2021 et 2024, du fait de la hausse de rémunération des dépôts (dépôts réglementés, dépôts à terme pour les entreprises) et des besoins de financement comblés par des émissions de titres. À l'opposé, les revenus d'intérêts n'ont progressé que de 199 % sur cette même période : l'encours de crédit, majoritairement à taux fixe, se renouvelant lentement du fait d'une demande plus limitée. Les baisses des taux directeurs initiées par la BCE depuis juin 2024 devraient permettre de soutenir la demande de crédits si les incertitudes politiques et budgétaires ne grèvent pas la confiance des agents non financiers. L'enquête Eurosystème[65] sur la distribution de crédits indique d'ailleurs, au troisième trimestre 2024, une progression sensible de la demande de crédits immobiliers des ménages et une légère croissance de la demande des SNF.

Les principales banques de la zone euro[66] ont mieux profité de cette période de remontée des taux d'intérêt, affichant des revenus en hausse. Le PNB progresse encore de 6 % sur les 9 premiers mois de 2024 par rapport à

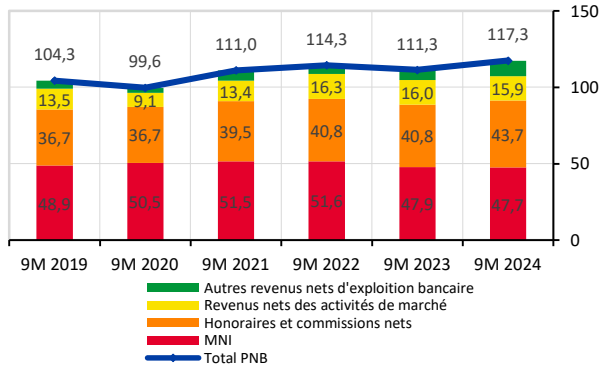
[64] Le produit net bancaire (PNB), qui correspond à la notion de chiffre d'affaires, est composé essentiellement de la marge nette d'intérêts (produits moins charges d'intérêts), des commissions nettes, ainsi que des revenus des activités de marché.
[65] **Banque centrale européenne** (2024), *The euro area bank lending survey - Third quarter of 2024*, octobre, disponible sur ECB.
[66] Panel de 22 groupes bancaires de taille et de modèles d'affaires similaires.

la même période de 2023. En effet, leur MNI a encore progressé par rapport à l'année précédente (+3,5 %), après une hausse exceptionnelle en 2023 (+21,3 % par rapport à 2022).

Fin septembre 2024, le résultat net des groupes français a progressé de 2 % par rapport à septembre 2023 à 27,8 milliards d'euros, grâce à une maîtrise des charges d'exploitation (+1,1 % à 79,4 milliards d'euros) et en dépit d'un coût du risque qui a augmenté en 2024 (+21,2 %, à 8,7 milliards d'euros), reflétant une progression du risque de crédit. Le coefficient d'exploitation des groupes français s'améliore légèrement à 67,7 %, de même que les coefficients de rentabilité. Le RoA s'établit à 0,43 % (+5 points de base) et le RoE à 7 % (+73 points de base points de base), alors que pour les pairs de la zone euro ces indicateurs sont plus élevés, s'établissant respectivement à 0,83 % et 12,7 %.

Graphique 1.53 : Évolution du PNB et de ses composantes des 6 principales banques françaises

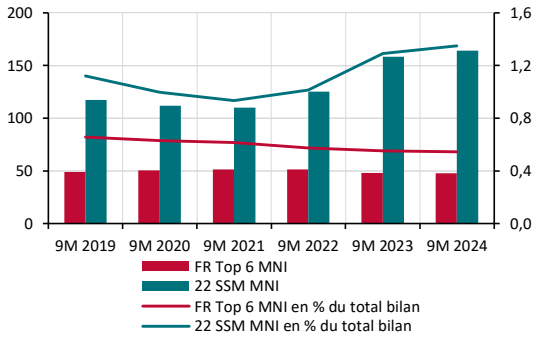
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : remises réglementaires FINREP et COREP.
Note : L'intitulé « 9M » fait référence aux neuf premiers mois de l'année.

Graphique 1.54 : Comparaison de l'évolution des marges nettes d'intérêts des six principales banques françaises et des 22 grandes banques du SSM

x : axe temporel / y : milliards de dollars



Source : remises réglementaires FINREP.

Le portefeuille de crédit aux SNF des banques françaises est exposé à la dégradation de leur situation financière, mais si le risque de crédit augmente, il reste maitrisé

En s'établissant à 2,61%, la part des prêts non performants des banques françaises reste proche de niveaux historiquement bas, malgré une légère progression (+11 points de base par rapport à fin 2023). Cette évolution s'explique par une dégradation du portefeuille des prêts aux SNF, qui représente 21 % de l'actif total des banques. La part des prêts non performants aux SNF passe ainsi de 3,58 % fin 2023 à 3,81 % au troisième2024 alors qu'il est relativement stable pour les ménages.

La hausse des prêts non performants concerne essentiellement le portefeuille des prêts aux PME. La part de prêts aux PME non performants progresse de 31 points de base à 4,5%, en raison de la progression des défaillances d'entreprises (cf. partie 1.2). La proportion des prêts en étape 2 IFRS (prêts performants mais présentant une augmentation significative du risque de crédit) progresse également plus rapidement pour ces contreparties (+150 points de base à 14,67 %) que pour l'ensemble des SNF (+105 points de base à 13,55 %). Les secteurs d'activité présentant les taux de prêts non performants les plus élevés sont la santé (8,56 %) l'hébergement et la restauration (8,54 %) ainsi que la construction (8,42 %). Par ailleurs, le portefeuille de prêts à effets de levier présente un taux de prêts non performants nettement plus élevé que le reste du portefeuille SNF (8,4 % vs. 3,2 % respectivement à fin juin). Le premier semestre 2024 a été marqué par une forte production de prêts à effet de levier, qui atteignent 72,8 milliards d'euros pour un encours total de 184,3 milliards d'euros au premier semestre (2,2 % du total bilan et 10,3 % du total de prêts et titres aux SNF).

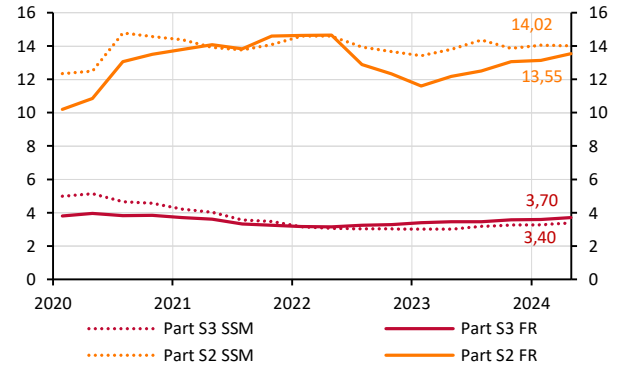
Le taux de provisionnement des prêts non performants aux SNF apparaît satisfaisant et reste bien supérieur aux pairs européens (45,2 % contre 42,1 % respectivement). Le taux de provisionnement des prêts à effets de levier non performants est cependant plus faible que la moyenne (34,5%). La diminution observée du taux de

provisionnement s'explique par deux facteurs, l'un lié à la garantie de l'Etat sur certains prêts (les PGE) et l'autre au rajeunissement du stock. Le taux de provisionnement requis sur les prêts garantis par l'État (PGE) est en effet plus faible, la garantie impliquant une perte en cas de défaut plus limitée. Par ailleurs, les dossiers devenant non performants sont structurellement moins provisionnés que des dossiers plus anciens.

Au 30 septembre, les prêts aux entreprises garantis par un bien immobilier commercial[67] s'élèvent à 284,7 milliards d'euros et représentent 3,25 % du total bilan pour les six groupes français, contre 5,64 % pour les pairs européens. Les risques liés à ces expositions restent contenus : une sinistralité inférieure à celle des pairs européens (taux d'exposition de niveau 3 de 3,41 % contre une moyenne européenne de 4,57 %), une hausse du taux d'expositions au niveau 2 à 14,6 %, inférieur à la moyenne SSM de 20,77 % et un taux de provisionnement des encours de niveau 2 plus de deux fois supérieur à celui des banques européennes (5,21 % contre 2,43 %).

Graphique 1.55 : part des prêts en niveau 2 et 3 des SNF

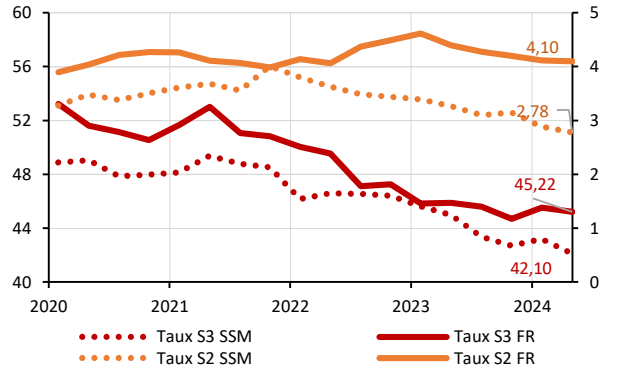
x : axe temporel / y : part des prêts en %



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : T3 2024.

Graphique 1.56 : ratio de couverture des prêts aux SNF par niveaux

x : axe temporel / y : ratio de couverture en %



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : T3 2024.

Les fondamentaux en termes de liquidité et de fonds propres restent solides

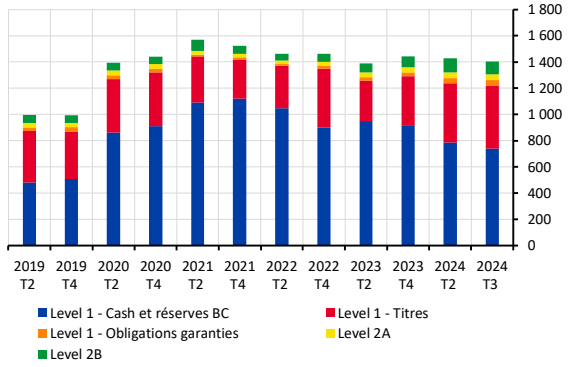
Depuis fin 2023, les ratios de liquidité des principaux groupes bancaires français restent globalement stables et à des niveaux largement supérieurs aux exigences réglementaires. Le ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*) moyen sur douze mois est stable, à un peu moins de 147 % fin septembre. Le ratio de financement stable (*Net Stable Funding Ratio – NSFR*) atteint pour sa part 114,7 % fin septembre 2024 (baisse de 50 points de base par rapport à décembre 2023). Au passif, les montants de TLTRO sont passés de 323 milliards d'euros fin 2022 à moins de 1 milliard d'euros en septembre 2024 et ont été compensés par d'autres sources de financements. Ainsi, l'encours de titres de dettes émis a progressé de 1 195 Milliards d'euros à 1 533 Milliards d'euros entre fin 2022 et septembre 2024, avec une composition stable (21 % de certificats de dépôts, 15 % d'obligations garanties, 11 % de contrats hybrides, 3 % de titres adossés à des actifs et 50 % d'autres instruments financiers). Parallèlement, le niveau des actifs liquides de haute qualité est stable depuis 2022, mais avec une évolution de leur composition. Les réserves détenues auprès d'une banque centrale ont diminué sur les trois premiers trimestres 2024 (-10,9 pp) et ont été remplacées par des titres d'Administrations Publiques (APU) (+7,0 pp). La hausse des expositions aux titres APU est marquée par une diversification géographique et la part des titres APU dans le total des actifs liquides de haute qualité (« *High Quality Liquid Assets* » ou HQLA) reste limitée au regard de leur niveau historique. Enfin, la part grevée des actifs éligibles au refinancement auprès de la Banque Centrale est en diminution (-311 points de base ; 23,3 %), ce qui laisse aux établissements une marge de

[67] Pour plus de détail sur l'exposition des banques françaises à l'immobilier commercial au sens large, se référer à l'Analyse&Synthèse publiée annuellement par l'ACPR sur le sujet.

manœuvre importante pour obtenir si nécessaire du refinancement. Cette flexibilité est renforcée par le nouveau cadre de politique monétaire dans lequel le montant de liquidité octroyé par la banque centrale est déterminé par la demande de liquidité par les banques[68].

Graphique 1.57 : Actifs liquides de haute qualité (numérateur du LCR) des 6 principales banques françaises

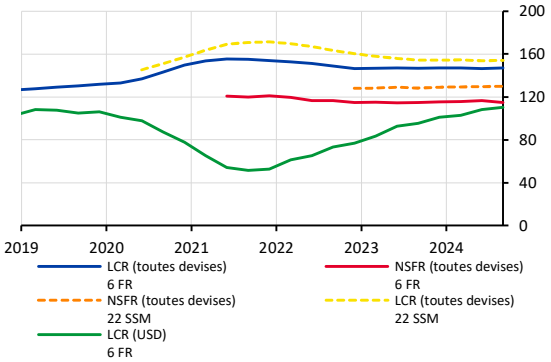
x : axe temporel / y : actifs (en milliards d'euros)



Source : Remises réglementaires COREP.

Graphique 1.58 : Ratios de liquidité réglementaires des 6 principales banques françaises

x : axe temporel / y : ratio



Source : Remises réglementaires COREP.
Note : Les ratios relatifs aux LCR sont calculés sur une moyenne des douze derniers mois glissants.
Dernier point : T3 2024.

La résilience des banques françaises est assurée par des ratios de fonds propres élevés, globalement stables et avec des marges relativement importantes. Le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1*, *CET1*) des principaux groupes bancaires français s'établit à 15,3 % à septembre 2024, en diminution de 33 points de base par rapport à décembre 2023. Les marges confortables de fonds propres CET1 (5,3 % fin décembre 2023) ont permis d'absorber des augmentations des exigences telles que la hausse du niveau de la réserve de crédit en France (le taux du coussin contra-cyclique français passant de 0,5 % à 1 % effectif début janvier 2024) et les autres niveaux de coussins contra-cycliques ou systémiques définis au sein de l'Union européenne. Ainsi, à fin septembre, la marge de fonds propres CET1 s'établit à 4,5 % contre 4,2 % pour les pairs comparables de la zone Euro. Le ratio de levier affiche également un niveau satisfaisant (5,1 %) à septembre 2024, au-dessus des exigences, fixées à 3 % plus un coussin pour les institutions systémiques mondiales ainsi que, depuis 2024, des exigences de pilier 2 « levier » déterminés dans le cadre du processus de supervision.

L'exposition des six groupes bancaires français à la dette des administrations publiques françaises est limitée, cette dette représentant 3,3 % du total de l'actif des banques et 71 % de leurs fonds propres CET1[69]. Les titres (titres souverains, collectivités locales, agences publiques) représentent environ 50 % de ces expositions (1,7 % des actifs et 36 % des fonds propres CET1), une grande partie est par ailleurs comptabilisée au coût amorti. Cette situation est à comparer avec une exposition moyenne des banques du SSM à leurs administrations publiques domestiques un peu supérieure (près de 4,3 % des actifs et 85 % des fonds propres CET1 pour les expositions totales ; 2,5 % et près de 50 % pour les titres). Même avec des hypothèses fortes de transmission des hausses de spread souverain français vers les autres catégories de titres de dettes français (institutions financières et sociétés non financières françaises), les banques françaises ont la capacité d'absorber des épisodes de stress de marché éventuels.

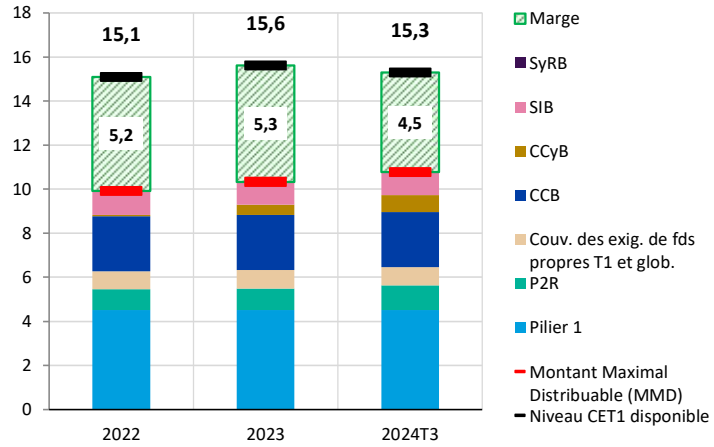
Les niveaux de fonds propres des banques européennes leur permettront d'absorber l'évolution des exigences règlementaires du paquet bancaire (CRR3/CRD6). Ce paquet bancaire transpose en droit de l'Union européenne l'accord international sur la finalisation de Bâle III, qui renforce les exigences en matières de calcul des actifs pondérés par les risques (*risk weighted assets* –RWA). Ces dispositions seront majoritairement applicables à partir

[68] Lez P. (2024), « La revue du cadre opérationnel de la BCE : pourquoi ? comment ? », Bloc-notes éco, Banque de France, septembre.
[69] Après retraitement de la centralisation de l'épargne réglementée sur le fonds d'épargne de la CDC, parfois classée en secteur public.

du 1er janvier 2025, à l'exception des exigences pour le risque de marché, la Commission européenne ayant décalé d'un an la mise en œuvre de ce cadre suite au retard pris par plusieurs juridictions dans sa mise en œuvre. L'impact CRR3, quantifié par un exercice mené par l'Autorité bancaire européenne (ABE)[70], est significatif mais absorbable pour les principales banques européennes, disposant de niveaux de solvabilité solides. De plus, une grande partie de la hausse des actifs pondérés par les risques ne se matérialisera qu'à l'horizon 2030 avec l'augmentation progressive des contraintes dues à l'*output floor*. Aussi, aucune banque européenne ne présenterait d'insuffisance en capital T1 et CET1 après le passage à CRR3/CRD6. La mise en œuvre effective de ces dispositions au niveau international doit permettre de renforcer la solidité de l'ensemble du système financier.

Graphique 1.59 : Evolution des exigences réglementaires en fonds propres CET1 des 6 principales banques françaises

x : axe temporel / y : %



Source : Remises réglementaires COREP.

La solidité des bilans des banques françaises et européennes se traduit par de bonnes conditions d'emprunt sur les marchés. En effet, malgré une hausse des émissions obligataires depuis 2023 et une volatilité temporairement plus élevée en juin 2024, les *spreads* de crédit des obligations bancaires françaises évoluent autour de leurs plus bas niveaux depuis le début du cycle de resserrement monétaire. Cette tendance est similaire à celles observées dans les autres pays européens. Les cours des actions bancaires françaises ont cependant enregistré une sous-performance par rapport à leurs pairs européens depuis juin 2024, dans un contexte plus global de sous-performance du marché actions français par rapport au marché européen. De manière générale, les indicateurs de valorisation des banques européennes apparaissent faibles au regard de l'ensemble du marché ce qui semble s'expliquer notamment par des incertitudes structurelles des investisseurs sur les perspectives de rentabilité.

[70]European Banking Authority (2024), *Basel III Monitoring Exercise Report*, EBA/REP/2024/22, octobre, disponible sur europa.eu

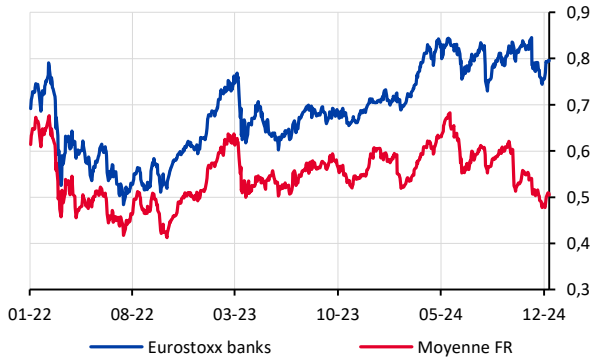
Graphique 1.60 : Spread OAS sur la dette senior des banques par pays

x : axe temporel / y : spreads (en points de base)

Sources : Iboxx, LSEG Datastream
Dernier point : 12 décembre 2024.

Graphique 1.61 : Ratio du prix sur actifs des actions bancaires

x : axe temporel / y : ratio



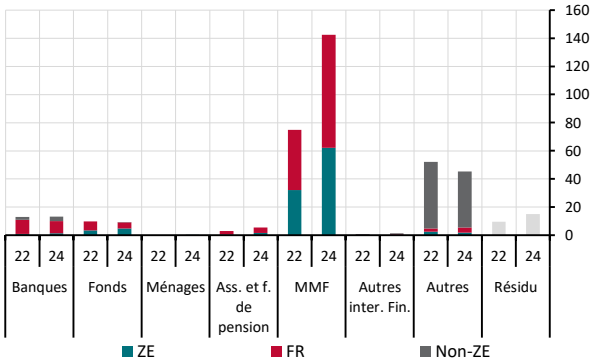
Source : Bloomberg.
Note : pour les banques européennes, ratio moyen des composantes de l'indice Eurostoxx banks
Dernier point : 12 décembre 2024.

La hausse des émissions de titres de créance bancaire est partiellement absorbée par les fonds d'investissement

Les interconnexions directes banques-fonds par le biais des détentions de titres bancaires s'accentuent : elles concernent principalement le financement de marché de court terme des banques, et la détention de cette dette par les fonds monétaires. Le remboursement progressif des TLTRO a nourri les émissions de titres par les banques. Sur le segment court terme, les fonds monétaires sont les principaux investisseurs (46 % au deuxième trimestre 2024), et sont également ceux qui semblent avoir absorbé cette hausse des émissions (Cf. graphique 1.62). L'empreinte domestique est également importante : les fonds français représentent 56 % des détentions de dette de court terme bancaire par les fonds monétaires au deuxième trimestre 2024. Par ailleurs, cette dette bancaire représente une part significative de leurs portefeuilles (supérieure à 50 %). Les interconnexions entre banques et fonds sont moins importantes pour le financement de marché de long terme (maturité supérieure à un an). Les fonds d'investissement (dont monétaires) détenaient seulement 13,9 % de la dette bancaire supérieure à un an au deuxième trimestre 2024 (Cf. graphique 1.63). Les banques et les assureurs sont les détenteurs principaux (respectivement 40,9 % et 18,6 % au deuxième trimestre 2024)

Graphique 1.62 : Détenteurs des titres de court terme des banques françaises

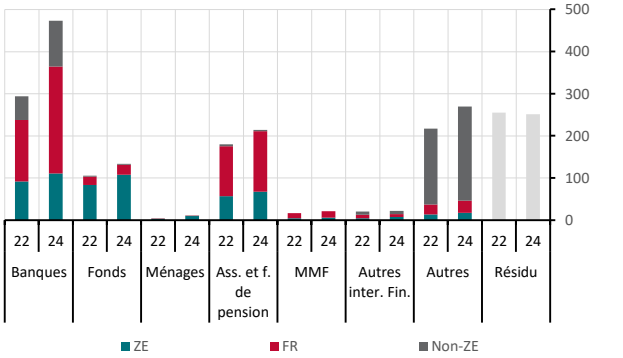
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources: SHS-S, CSDB, SDW.
Note : La catégorie « autres » regroupe notamment les institutions gouvernementales, les entreprises non financières, et les investisseurs autres que les banques centrales et les gouvernements. Le résidu est défini comme la différence entre le total de dette à court terme émis par les banques françaises et les détentions des investisseurs présentes dans SHS-S.
Dernier point : T2 2024.

Graphique 1.63 : Détenteurs des titres de long terme des banques françaises

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : SHS-S, CSDB et SDW.
Note : La catégorie « autres » regroupe notamment les institutions gouvernementales, les entreprises non financières, et les investisseurs autres que les banques centrales et les gouvernements. Le résidu est défini comme la différence entre le total de dette à long terme émis par les banques françaises et les détentions des investisseurs présentes dans SHS-S.
Dernier point : T2 2024.

Encadré 1.7 : Canaux d'exposition des banques aux fonds de dette privée

Par Lucille COLLET

Le marché de la dette privée s'est fortement développé et est estimé à 426 milliards d'euros en 2023 en Europe[71]. La croissance de la dette privée s'explique d'abord par le développement des *leveraged buyouts* et du capital-investissement, qui représentent 77% des transactions de dette privée en Europe entre 2021 et 2023[72]. Les fonds de dette privée se présentent comme une alternative aux prêts syndiqués[73] pour des entreprises qui n'y ont pas accès, ce qui explique leur développement sur le segment des PME et des ETI très endettées (cf. Block et al. (2023)). La volonté des banques de réduire leur activité sur des segments à plus forte intensité de capital a pu également porter le développement de la dette privée, qui offre donc des prêts à des PME et ETI en majorité. Alors que les levées de fonds conséquentes permettent de plus grands volumes de prêts, les fonds de dette privée investissent désormais plusieurs classes d'actifs, dont les grandes entreprises très endettées, les marchés de l'immobilier commercial ou les projets d'infrastructure, élargissant le marché potentiel des fonds de dette privée[74].

Les banques sont incitées à investir ce marché pour faire face à la concurrence croissante des fonds sur les différents segments de marché. L'exposition directe en capital des banques aux fonds de dette privée semble a priori limitée : elles représentent 6% des investisseurs dans les fonds de dette privée européens. Toutefois, plusieurs grandes banques américaines et européennes sont déjà présentes sur le marché de la dette privée par le biais de leurs sociétés de gestion d'actif. Les banques développent également des partenariats avec les fonds de dette privée reposant sur le modèle *originate-to-distribute*. Dans le cadre de ces partenariats, les banques mettent en connexion les entreprises emprunteuses et les fonds en contrepartie d'une commission,

[71] Preqin Global Report 2023 Private Debt
[72] FMI (2024) Global Financial Stability Report, april 2024, Chapter 2 « The Rise and Risks of Private Credit », disponible sur imf.org
[73] Les prêts syndiqués désignent des prêts accordés à une entreprise par plusieurs prêteurs, traditionnellement bancaires. Ces prêts sont organisés par une banque qui réunit un pool de prêteurs, parmi lesquels la part de prêteurs non bancaires se développe. Ces prêts concernent des emprunteurs dont le projet est trop large pour être financé par un seul prêteur, principalement des grandes entreprises et des projets d'infrastructure.
[74] AMF (2024) Cartographie des marches et des risques, disponible sur amf-france.org

sans engager leurs bilans. Les banques sont donc à la fois concurrentes et partenaires des fonds de dette privée.

Les banques sont exposées au marché de la dette privée par de multiples formes de financement. Les crédits bancaires peuvent intervenir à plusieurs niveaux de la chaîne de financement : prêts aux fonds, prêts aux investisseurs ou prêts aux entreprises-cibles. Au niveau mondial, les expositions de crédit des grandes banques aux fonds de dette privée sont estimées à 525 milliards de dollars fin 2023[75]. Ces expositions peuvent prendre la forme de lignes de crédit adossées aux capitaux non-appelés (*dry powder*) ou à la valeur nette d'inventaire (*net asset value*) du fonds (25% des 525 milliards de dollars d'expositions). Une part importante du financement bancaire au fonds de dette privée (65% des expositions) prend la forme de financement garanti par des prêts aux entreprises octroyés par le fonds, généralement par l'intermédiaire de véhicules ad-hoc (SPV). Dans ce dernier cas, les prêts aux entreprises octroyés par des fonds de dette privée, à l'actif du véhicule ad hoc, sont financés par des prêts bancaires, au passif du véhicule, permettant au fond d'augmenter sa capacité de prêt. Les expositions des banques aux fonds de dette privée par le biais de pension livrée (repo) ou de produits dérivés semblent marginales. Enfin, 60% des acheteurs de titrisation synthétique bancaire sont des fonds de dette privée. Les banques peuvent également acheter des *collateralized loan obligations* (CLO) de fonds de dette privée, mais ce marché est à ce stade concentré aux États-Unis avec une très faible exposition des acteurs européens[76].

Les différents niveaux de levier dans l'écosystème de la dette privée compliquent le suivi des interconnexions pour les autorités et pour les banques elles-mêmes. En effet, la définition de la dette privée varie d'une banque à l'autre, ainsi que les dispositifs de maîtrise des risques associés, et les banques ne disposent pas toutes de méthode exhaustive d'identification des expositions qui peuvent venir de filiales et d'unités opérationnelles différentes. Les expositions indirectes, constituées des prêts aux entreprises sous-jacentes, sont difficiles à identifier, d'autant que les banques peuvent également être exposées indirectement aux fonds de dette privée par leur financement joint des *leveraged buyout* et du marché du capital-investissement. Même si les risques systémiques semblent limités à ce stade, les multiples formes de prêts octroyés exposent la qualité des actifs bancaires au risque d'un ralentissement du marché de la dette privée. Plus largement, le développement du marché de la dette privée pourrait avoir des implications sur l'évolution des modèles d'affaires et sur les sources de rentabilité des banques, selon leur positionnement sur la chaîne de valeur. La croissance de la dette privée pourrait enfin poser des questions d'arbitrages réglementaires pour les banques, qui pourraient déplacer une partie de leur activité de crédit vers les fonds, dont l'activité de prêt est moins régulée, et les clauses plus opaques.

Les assureurs conservent de bons niveaux de solvabilité et de liquidité

La solvabilité moyenne des assureurs est élevée et évolue peu, mais les situations individuelles sont hétérogènes. Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres significativement supérieur aux exigences en capital, avec une couverture du capital de solvabilité requis[77] à hauteur de 246 % en moyenne à la fin du premier semestre 2024 (cf. graphique 1.64), en légère baisse par rapport à la fin de l'année 2023. Cette diminution concerne tous les types d'organismes, en particulier les bancassureurs. Elle est portée par un taux de progression du capital de solvabilité requis supérieur à celui des fonds propres dans un contexte de légère augmentation des taux sans risque moyen et long terme au premier semestre 2024, alors qu'ils avaient diminué entre fin 2022 et fin

[75] Moody's (2024), *Bank funding of private credit grows rapidly, in step with sector's capital-raising*, 15 octobre, disponible sur moodys

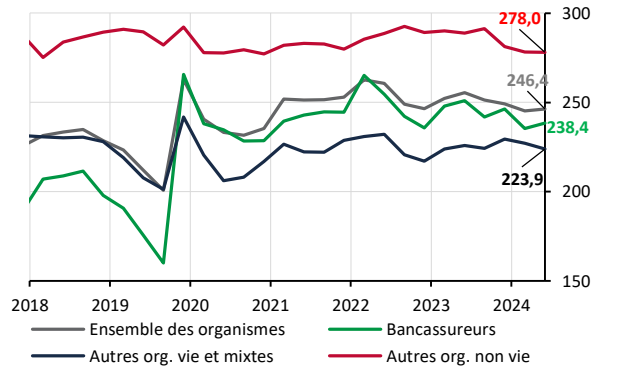
[76] **Cera, K., Daly, P., Hermans, L., Molitor, P., Schwartz Blicke, O., Sowiński, A., & Telesca, E.** (2024), *Private markets, public risk? Financial stability implications of alternative funding sources*, Banque centrale européenne, mai, disponible sur europa.eu

[77] Le capital de solvabilité requis (CSR) correspond au niveau de fonds propres nécessaires à un organisme d'assurance pour faire face à ses obligations au cours des douze prochains mois avec une probabilité d'au moins 99,5 %. Il est calibré de manière à garantir que tous les risques quantifiables auxquels l'entreprise d'assurance ou de réassurance est exposée soient pris en considération. Le taux de couverture du CSR est le rapport entre les fonds propres éligibles et le niveau de CSR requis, et doit être au minimum de 100 %.

2023[78]. Les disparités entre organismes sont importantes. Tous les organismes disposent d'un niveau de fonds propres supérieur à l'exigence réglementaire minimum, mais 25 % des organismes affichent un ratio inférieur à 170 % et 25 % un ratio supérieur à 300 %. Les « autres organismes non vie » affichent des disparités particulièrement importantes, avec toutefois un ratio moyen proche de 280 %, tandis que les bancassureurs, qui doivent cependant être analysées à la lumière de la structure conglomérale du groupe, affichent un taux moyen inférieur à 240 %.

Graphique 1.64 : Taux de couverture du capital de solvabilité requis

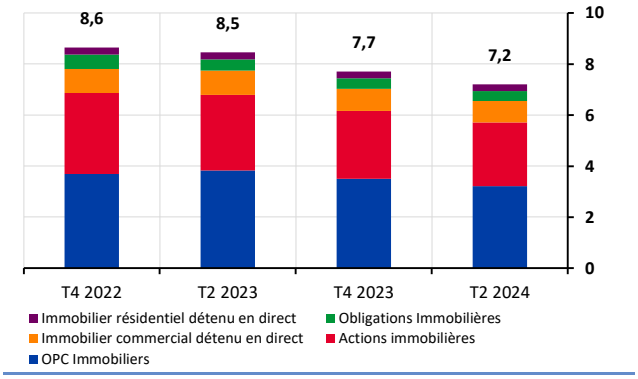
x : axe temporel / y : taux en pourcentage



Source : ACPR – périmètre trimestriel.
Dernier point : T2 2024

Graphique 1.65 : Proportion de l'immobilier dans les placements des assureurs

x : axe temporel / y : taux en pourcentage



Source : ACPR.

La baisse des prix du marché immobilier a un impact limité sur les assureurs. L'exposition des assureurs aux actifs immobiliers représente, avant mise en transparence des OPC, seulement un peu plus de 7 % des placements à la fin du deuxième trimestre 2024 (cf. graphique 1.65). La quasi-totalité de l'exposition correspond à des actions et des OPC d'immobilier commercial[79]. Plus de 90 % de cet immobilier commercial est localisé en Ile-de-France et plus de la moitié à Paris. L'exposition s'inscrit en baisse au cours de l'année 2023, en raison notamment d'effets de valorisation négatifs liés à la baisse des prix.

La part d'actifs liquides est importante. Même durant la période de hausse du taux de rachats, ce dernier est resté contenu en comparaison de la proportion des investissements pouvant être facilement et immédiatement convertis en liquidités, qui se situe aux alentours de 50 %[80] depuis plusieurs années. Les obligations représentent notamment près de 60 % des placements des assureurs[81] devant les actions et participations (un peu plus de 20 %). Près de 80 % de ces obligations sont des titres notés A- ou mieux et la part d'obligations dont la notation est inférieure à BBB- est de l'ordre de seulement 1 % (cf. graphique 1.66). De plus, le niveau désormais plus élevé des taux d'intérêt s'accompagne d'une amélioration du rendement du portefeuille des assureurs qui peuvent réinvestir le nominal des obligations arrivées à maturité sur des titres offrant des rendements plus élevés. Ces améliorations progressives se traduisent par une hausse du taux moyen de rendement de l'actif des assureurs vie

[78]La hausse des taux entraîne, en théorie, une baisse de la valeur des passifs techniques à long terme (actualisés à des taux plus élevés) supérieure à celle des actifs (hausse de la valeur des placements obligataires). De nombreux autres effets interviennent toutefois également sur le niveau de solvabilité des organismes : risque de rachats, coût des options et des garanties, niveau de la collecte, etc.

[79] Hypothèse : Les actions et OPC immobiliers détenus sont considérés comme correspondant en totalité à de l'immobilier commercial. La détention en direct représente seulement 1 % des placements.

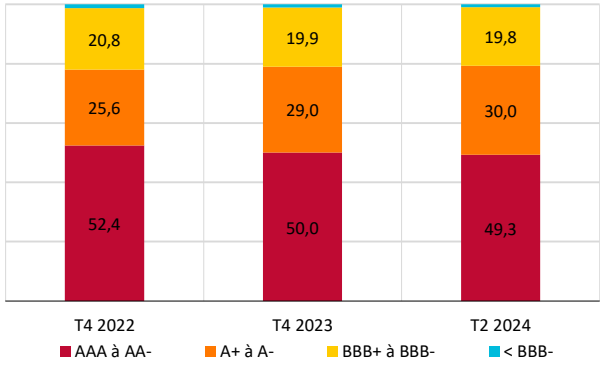
[80] Le calcul de ce taux s'inspire des standards développés par le Comité de Bâle, dans le cadre de Bâle III, qui introduisent un ratio de liquidité (LCR – *liquidity coverage ratio*) visant à promouvoir la résilience à court terme des banques face au risque de liquidité. Ce ratio, utilisé notamment par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA), représente le rapport entre les actifs liquides de haute qualité (HQLA – *high quality liquid assets*) non grevés, pouvant être convertis en liquidité facilement et immédiatement sur les marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité d'une durée de trois jours calendaires, et l'ensemble des placements.

[81] Après mise en transparence des actifs des organismes de placement collectif (OPC).

à 2,2 % en 2023 contre 2 % en 2022, mettant ainsi fin à la baisse quasi continue des dernières années. Toutefois, du fait de la légère hausse des taux d'intérêt moyen et long terme au deuxième trimestre 2024, les obligations représentaient une moins-value latente de l'ordre de -4 % sur le total du portefeuille d'investissements à la fin du premier semestre 2024 contre -3 % à la fin d'année 2023. Des plus-values latentes sont cependant toujours constatées sur les actions, les OPC et l'immobilier, permettant aux assureurs d'être globalement en situation de plus-values latentes (cf. graphique 1.67).

Graphique 1.66 : Notations des titres obligataires détenus par les assureurs

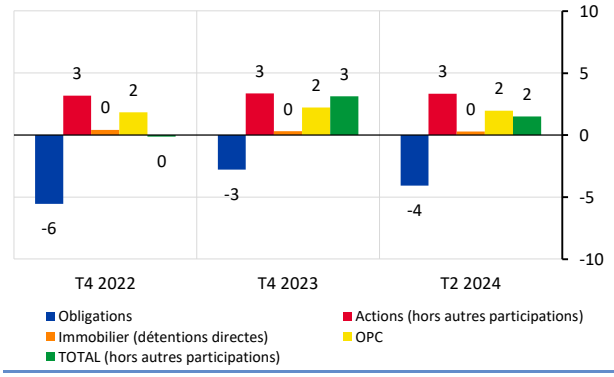
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR.

Graphique 1.67 : Taux de plus ou moins-values latentes, en % de la valeur d'acquisition du total des placements

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR.

L'exercice de stress test d'EIOPA confirme la résilience des assureurs français

L'exercice de stress test d'EIOPA, organisé sur un cycle triennal, vise à évaluer la résilience de groupes d'assurances européens face à des scénarios de chocs sévères mais plausibles[82]. Le scénario de l'exercice 2024 a été construit à partir de tensions géopolitiques persistantes qui ont entraîné une inflation élevée et durable (y compris sur le coût des sinistres et des frais), un relèvement rapide des taux d'intérêt à court terme, une fragilisation accrue des entreprises et des États, un élargissement des *spreads* de crédit et une baisse de la valorisation des actions, ainsi qu'une évolution des comportements des assurés (rachats massifs, diminution des primes perçues). Il s'agit donc pour les assureurs d'un choc d'une ampleur particulièrement sévère, bien au-delà de ceux connus dans les décennies passées.

Après application de ces chocs sévères, les indicateurs liés au capital et à la liquidité[83] **ont fortement baissé mais ont été redressés de manière significative grâce au recours à des mesures de gestion.** Les groupes français ayant participé à l'exercice ont enregistré une forte diminution de leur ratio de solvabilité après l'application des chocs, passant de 221 % (224 % lors du précédent stress test EIOPA en 2021) en scénario central à 103 %. Après recours à des mesures de gestion permettant d'atténuer les effets des chocs, tous les assureurs français ont respecté leurs exigences en capital et maintenu leurs ratios au-dessus des seuils d'alerte, soit en moyenne 125 % (contre 122% en 2021). Parmi les mesures de gestion les plus fréquemment utilisées par les assureurs français, la réduction de la part d'actifs risqués et la rétention de dividendes se sont révélées les plus efficaces. Par ailleurs, après application des chocs et des mesures de gestion, les assureurs français disposent d'un niveau d'actifs liquides

[82] En France, dix groupes ont été retenus, couvrant 76,5 % du marché français ; 32 entités françaises issues de ces groupes ont participé spécifiquement au module liquidité.

[83] La résilience des assureurs a été analysée selon deux modules distincts : capital et liquidité. Le module capital a évalué la résilience des groupes face aux risques de marché et assurantiels, en s'appuyant sur la métrique du ratio de solvabilité. Le module liquidité, quant à lui, a mesuré la vulnérabilité des entités, au niveau solo, au risque de liquidité à travers une analyse des flux d'entrée et de sortie sur un horizon de 90 jours.

suffisant pour faire face à des besoins de liquidité accrus, notamment en raison des chocs de rachat appliqués aux contrats d'assurance-vie.

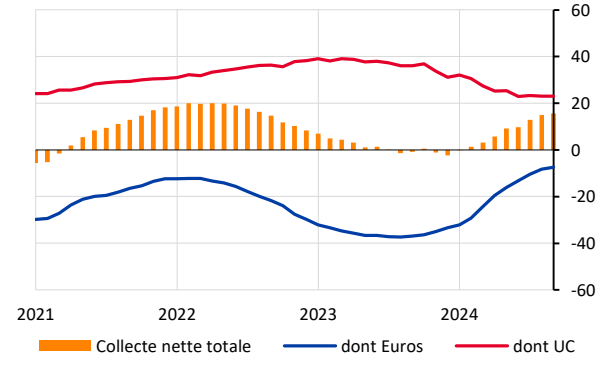
L'impact des chocs a varié considérablement selon le modèle d'activité des assureurs participants à l'exercice. Les groupes dont l'activité non-vie est dominante ont été les moins affectés car le scénario les affectait moins. En revanche, les assureurs les plus pénalisés ont été ceux dont l'activité dominante est constituée par des produits d'épargne faiblement investis en unités de comptes, offrant une participation aux bénéfices et une possibilité de rachat. Ils ont en effet subi des chocs de marché combinés aux rachats massifs dans un contexte de taux d'intérêt élevés.

La collecte d'assurance-vie est dynamique, notamment sur les supports euros dans un contexte de hausse du revenu disponible et du taux d'épargne des ménages

Les collectes nette et brute en assurance-vie sont à des niveaux élevés. Pour compenser l'érosion de la rémunération des fonds euros durant la période de taux bas, 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. Les supports en euros ont enregistré une décollecte nette quasi continue entre la fin de l'année 2019 et la fin de l'année 2023. Ce sont les supports en unités de compte qui ont permis de soutenir l'assurance vie en affichant une collecte nette positive sur l'ensemble de cette période. Cette tendance s'atténue fortement au premier semestre 2024. Ainsi, la collecte nette est en forte hausse par rapport au premier semestre 2023, sous l'effet combiné de la hausse de la collecte brute, en particulier sur les supports euros, et de la baisse des rachats sur ces mêmes supports (cf. graphique 1.68). Pour mémoire, au cours des mois précédant 2024, la hausse des taux servis, notamment sur les dépôts bancaires à terme, avait attiré une partie de l'épargne vers ces supports. De plus, la hausse du coût de financement des prêts immobiliers avait également pu inciter les ménages à mobiliser leur épargne pour financer leurs achats immobiliers. La collecte en assurance bénéficie de flux d'épargne des ménages qui restent supérieurs à leur niveau pré-Covid (cf. graphique 1.69).

Graphique 1.68 : Collecte nette d'assurance vie (cumul 12 mois)

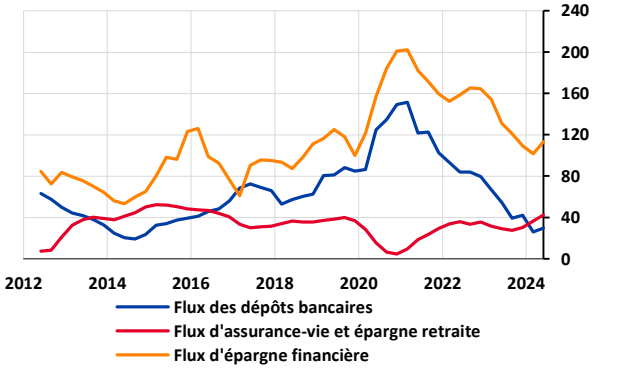
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : ACPR.
Dernier point : T3 2024.

Graphique 1.69 : Flux d'épargne des ménages

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : ACPR.
Dernier point : T2 2024.

Les assureurs non-vie sont exposés à la hausse des coûts des sinistres et aux risques extrêmes

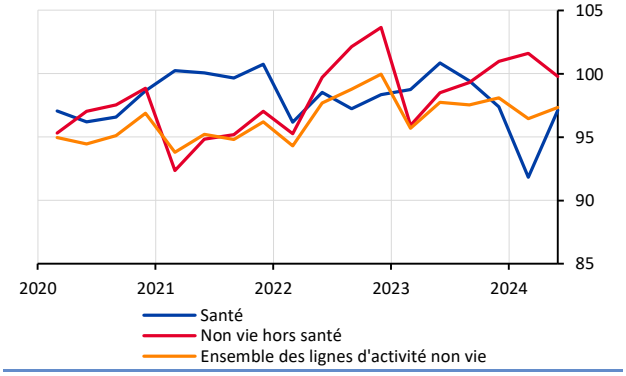
L'activité d'assurance non vie continue sa progression au premier semestre 2024. Après une très nette dégradation en 2022 liée en particulier au choc inflationniste, le ratio combiné de l'ensemble des lignes d'activité non vie s'est stabilisé depuis 2023 à un niveau supérieur à celui de la période antérieure à ce choc, atteignant 97,3% fin juin 2024 (cf. graphique 1.70). Après une nette amélioration du ratio combiné de l'assurance santé au premier trimestre 2024 (91,8 %), il s'est dégradé pour atteindre 97,1 % à fin juin 2024. À l'opposé, le ratio combiné des activités de l'assurance non vie hors santé s'est amélioré, passant de 101,6 % à 99,8 % sur la même période.

En effet, l'inflation des services d'assurance destinés aux particuliers a été significativement inférieure à l'inflation générale en 2022 et 2023, alors même que le coût des pièces de rechange automobile et des services de réparation du logement, le coût de la réassurance et celui des catastrophes climatiques augmentaient fortement. En juin 2024, l'inflation des services d'assurance atteint un rythme élevé, 7,9 % en glissement annuel, cette hausse rapide concernant ses trois composantes, habitation, santé et auto.

Les effets de l'inflation peuvent être constatés à long terme et des difficultés à réassurer certains risques extrêmes pourraient apparaître. L'accentuation des tensions géopolitiques pouvant entraîner à court terme un rebond des prix de l'énergie, la prise en compte des effets de l'inflation dans la modélisation des engagements pourrait avoir des effets à plus long terme pour les garanties dont les tarifs ne sont pas toujours révisés annuellement, en particulier dans l'activité construction, la couverture de la responsabilité civile générale, ainsi que la prévoyance. De plus, le durcissement des conditions de renégociation en réassurance pourrait entraîner des difficultés à réassurer certains risques extrêmes. En particulier, l'augmentation de la fréquence et de l'intensité des catastrophes naturelles est un des principaux risques auquel est exposé le secteur de l'assurance non vie. La hausse de la surprime des catastrophes naturelles effective à partir du 1er janvier 2025[84] doit permettre de mieux couvrir ces risques mais elle devrait également logiquement contribuer à l'inflation des services d'assurance non-vie. Or, une part importante de la sinistralité est absorbée par les réassureurs qui constituent un maillon essentiel dans la chaîne de couverture de ces risques (cf. graphique 1.71). En France plus précisément, la réassurance des catastrophes naturelles n'est pas une couverture de marché traditionnelle comme pour les autres catégories d'assurance, mais davantage un partenariat public-privé du fait de la garantie de l'État apportée à la Caisse Centrale de réassurance (CCR) qui réassure ainsi la quasi-totalité du marché. En 2022 et 2023, le solde de réassurance a évolué de façon significative en devenant nettement positif.

Graphique 1.70 : Ratios combinés

x : axe temporel / y : taux en pourcentage



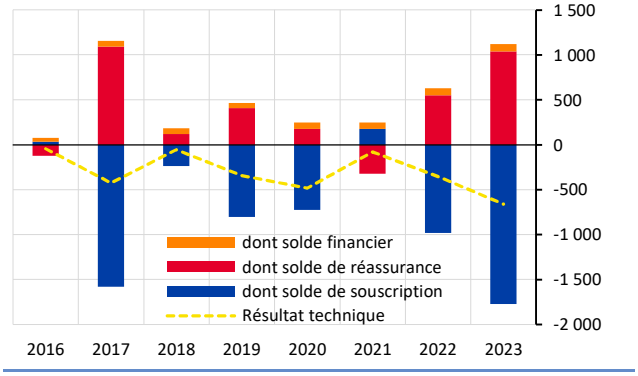
Source : ACPR.

Note : Le ratio combiné est calculé comme le rapport des coûts totaux (charge de prestations et frais) et des primes. Il permet d'apprécier la rentabilité technique d'une activité. Il ne tient pas compte des résultats financiers. Le ratio est inférieur à 1 lorsque l'activité est techniquement rentable et inversement.

Dernier point : T2 2024.

Graphique 1.71 : Composantes du résultat technique de la catégorie catastrophes naturelles

x : axe temporel / y : millions d'euros



Source : ACPR.

Note : La branche catastrophes naturelles est habituellement déficitaire en raison de montants de sinistres et de frais supérieurs à ceux des primes collectées (solde de souscription négatif). La réassurance (sinistres payés par les réassureurs diminués des primes cédées) permet de limiter les pertes. Les produits financiers sont faibles. Par ailleurs, les organismes concernés exercent également dans d'autres branches d'activité plus rentables.

[84] La part des primes d'assurance dommages dédiée au financement du régime d'indemnisation des catastrophes naturelles va augmenter à partir du 1er janvier 2025 : le taux de surprime appliqué aux contrats d'assurance dommages habitation et biens professionnels passera de 12 % à 20 %, et celui des contrats d'assurance automobile de 6 % à 9 %.

1.5 La prise en compte du risque cyber et des risques climatiques nécessite une mobilisation des institutions financières et une coopération internationales continues

La prévention du risque cyber demeure une priorité

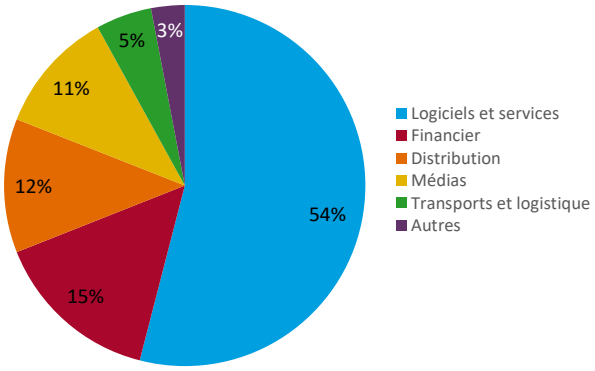
Le risque cyber reste l'un des principaux risques pour la stabilité financière. D'après un sondage réalisé par la Bank of England auprès d'institutions financières[85], 80 % d'entre elles identifient le risque cyber comme une source de risque pour la stabilité financière et 31 % considèrent qu'il s'agit du principal risque pour le système financier. Un rapport de Microsoft[86], mobilisant des données de ses utilisateurs, indique que les attaques par hameçonnage restent la principale menace pour l'ensemble des secteurs. L'intelligence artificielle générative, en permettant la création de *deepfakes*, facilite les attaques par hameçonnage en imitant des personnes réelles[87]. Le secteur financier est l'un des secteurs les plus imités par les cyberattaquants dans le cadre des attaques par hameçonnage afin d'obtenir des données financières confidentielles (cf. graphique 1.72).

Au niveau mondial, le nombre de cyberattaques identifiées s'est stabilisé, y compris pour le secteur financier, mais des incidents cyber ont eu un impact important en 2024. Le 19 juillet 2024, la panne logicielle de la société Crowdstrike a affecté plusieurs millions d'utilisateurs de Windows dont des grandes institutions financières et des fournisseurs de données, perturbant ainsi les mises à jour des marchés[88]. Les pertes consécutives à cette panne sont estimées à 1,3 milliards de dollars pour les principales entreprises américaines du secteur financier[89]. Cet incident a mis en évidence la dépendance des institutions financières à des logiciels tiers et la concentration des prestataires de service, qui représentent des canaux de contagion en cas d'incident cyber et amplifient les impacts opérationnels et financiers.

Les institutions financières doivent aussi faire face à des incidents liés à l'intelligence artificielle[90]. Ceux-ci touchent principalement les secteurs de la cybersécurité et des services gouvernementaux, mais le secteur financier a aussi subi 5% de ces incidents en 2024 (cf. graphique 1.73) selon l'OCDE AI incidents Monitor. Si les incidents recensés sont fortement concentrés en Amérique du Nord, l'Europe, qui fait partie des régions ayant adopté le plus largement ces technologies, y est également exposée. Le Fond Monétaire International a mis en évidence que l'adoption rapide de l'intelligence artificielle sans gestion des risques associés peut engendrer de nouvelles vulnérabilités[91].

[85] Bank of England (2024), *Systemic Risk Survey Results - 2024 H2*, 2 octobre, disponible sur Bank of England
[86] Microsoft Digital Defense Report 2024, Report 2024
[87] Chapitre thématique Intelligence Artificielle - Rapport sur la stabilité financière - Juin 2024 | Banque de France
[88] *LSEG's workspace platform suffers outage, market sources say*, 19 juillet, disponible sur Reuters
[89] *CrowdStrike's Impact on the Fortune 500: 2024, Parametrix Analysis*, disponible sur Parametrix
[90] Un incident lié à l'intelligence artificielle est défini par l'OCDE comme un événement causé, directement ou indirectement, par le développement, l'utilisation ou le dysfonctionnement d'un système d'intelligence artificielle, entraînant des préjudices pour les personnes, les biens, l'environnement ou les droits fondamentaux, OECD.AI
[91] International Monetary Fund (2024), *Global Financial Stability Report: Steadying the Course - Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability*, octobre, disponible sur IMF

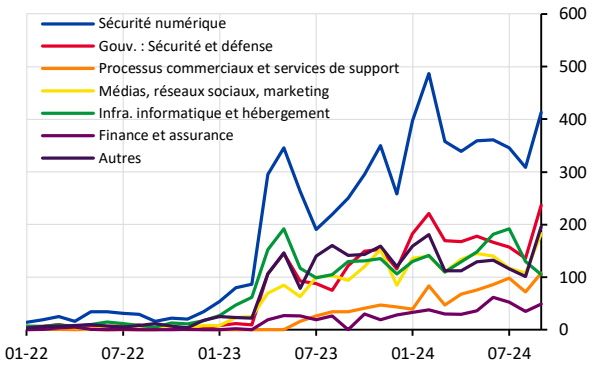
Graphique 1.72 : Secteurs imités dans les cyberattaques par hameçonnage au niveau mondial



Source : Microsoft Digital Defense Report 2024.

Graphique 1.73 : Incidents liés à l'intelligence artificielle par secteur d'activité au niveau mondial

x : axe temporel / y : nombre d'incidents



Source : OCDE AI Incidents Monitor.

La préparation des institutions financières est un facteur essentiel de résilience. La Banque de France, via le Groupe de Place Robustesse (GPR), pilote des groupes de travail publics-privés et orchestre des exercices de gestion de crise à grande échelle auxquels participent l'industrie, les autorités financières et les services de l'État. Afin d'assurer un traitement plus efficace des éventuels incidents cyber, l'ACPR a mis en place un Protocole de gestion de crise par lequel elle reçoit des entreprises placées sous sa supervision des informations sur des incidents significatifs[92]. Ce protocole – qui n'est pas contraignant mais complète les obligations existantes – a pour objectif d'apporter une réponse rapide à une crise cyber. Il permet aux entités participantes de partager des informations et de coordonner la prise de décision.

La BCE a organisé, de janvier à juillet 2024, son premier test de résilience cyber afin d'évaluer la réaction des banques face à un incident cyber grave mais plausible et leur rétablissement. La BCE a soumis 109 banques relevant de son contrôle direct à cet exercice articulé autour d'un scénario fictif dans lequel toutes les mesures préventives étaient tenues en échec alors qu'une cyberattaque dégradait significativement les principales bases de données de chaque banque. Toutes les banques ont dû répondre à un questionnaire et remettre des documents à des fins d'analyse par les équipes de supervision réunies par la BCE. Un échantillon de 28 banques s'est soumis à une analyse plus approfondie en effectuant un test de restauration informatique et en apportant la preuve de son succès, notamment lors de la visite de superviseurs au sein des banques.

Ce test de résilience a conclu que les banques disposent de cadres de réaction et de rétablissement mais que des axes d'amélioration demeurent. Ces résultats ont d'ores et déjà alimenté le processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (*Supervisory Review and Evaluation Process* – SREP) mené par la BCE en 2024 et ont contribué à sensibiliser davantage les banques aux atouts et aux faiblesses de leurs cadres de cyber résilience. Les enseignements tirés de cet exercice vont continuer à alimenter la collaboration entre banques et superviseurs avec pour objectif un renforcement continu des cadres de cyber résilience des banques.

Le règlement européen DORA, qui entrera en application en janvier 2025, permettra de renforcer la résilience des institutions financières face à la menace cyber. Ce nouveau cadre réglementaire imposera un cadre de gestion des risques formalisé, des tests de résilience réguliers, une surveillance accrue des prestataires informatiques critiques, une obligation de déclaration des incidents majeurs auprès des autorités financières compétentes et une meilleure coordination des réponses aux incidents. Parallèlement, les recommandations du Comité européen du risque systémique (CERS) soulignent l'importance d'améliorer le partage d'information, l'harmonisation des pratiques et la mise en place de dispositifs de résolution en cas de crise cybernétique. La

[92] *Notifier à l'ACPR un incident opérationnel ou un problème affectant une API*, disponible sur ACPR

création d'un cadre pan-européen de coordination (EU-SCICF) viendra compléter ces efforts en renforçant la coopération.

La coopération internationale est nécessaire pour gérer les risques financiers liés à la crise climatique et environnementale

La gestion de la crise climatique et environnementale, et des risques financiers associés, requiert une coordination internationale étroite en raison de la dimension globale des enjeux. À ce titre, la Banque de France et l'ACPR se sont fortement engagées au sein de divers groupes de travail internationaux, soutenant ainsi l'avancée des travaux en matière climatique. En 2024, notre institution a par exemple contribué aux groupes de travail du Conseil de stabilité financière portant sur les données en matière de vulnérabilités liées au climat et les plans de transition, ainsi qu'aux travaux du *Sustainable Insurance Forum* (SIF) sur ces thèmes. Elle a participé aux travaux du Comité de Bâle et de l'*International Association of Insurance Supervisors* (IAIS), notamment sur la publication de données de risques climatiques par les banques et les assureurs. Au niveau européen, elle est également engagée dans les discussions concernant la mise en œuvre de CSRD-CSDDD, la revue de SFDR[93] ou encore le développement des plans de transition prudentiels en application des directives CRD6 et Solvabilité II. Enfin, elle participe activement aux travaux du Réseau pour le verdissement du système financier (*Network for Greening the Financial System –NGFS*), en assurant le pilotage de certains groupes de travail, ainsi que le secrétariat du réseau.

Les négociations internationales en matière climatique et environnementale pourraient toutefois être affectées par les résultats de l'élection américaine de novembre 2024. Durant la campagne présidentielle, Donald Trump a indiqué souhaiter quitter à nouveau l'accord de Paris, ainsi que la Convention-cadre des Nations Unies sur le changement climatique (UNFCCC). En outre, compte tenu de l'implication importante des États-Unis au sein des instances financières règlementaires internationales, le calendrier de publication et le périmètre des travaux sur les risques environnementaux pourraient être impactés.

Néanmoins, des marges de manœuvre demeurent pour faire progresser l'agenda climatique. Le NGFS poursuit activement ses travaux sur de nombreux sujets (risques financiers liés à la nature, scénarios climatiques, plans de transition etc.). Ces travaux participent sur la scène internationale à une meilleure compréhension des mécanismes et enjeux liés au changement climatique et à la dégradation inédite de la biodiversité. L'Union européenne pourra par ailleurs continuer de s'appuyer sur son avance en finance durable via le renforcement de sa réglementation prudentielle en matière de transparence, de suivi et gestion de ces risques par l'industrie, et leur supervision par les autorités financières européennes. À ce titre, l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) et l'EIOPA opérationnalisent la supervision des risques environnementaux par la finalisation de textes prudentiels, et élaborent des rapports sur l'évolution potentielle du traitement des risques ESG dans les ratios réglementaires. Dans ce contexte, la Banque de France et l'ACPR réaffirment leur engagement et leur volonté de soutenir les travaux internationaux et européens, favorables à la gestion de la crise climatique et environnementale.

[93] CSRD : Corporate Sustainability Reporting ; CSDDD : Corporate Sustainability Due Diligence Directive ; SFDR : Sustainable Finance Disclosure Regulation.

Encadré 1.8 : Obligations vertes : quelle est la place de la norme européenne EuGBS dans le développement du marché ?

Par Tristan JOURDE et Dilyara SALAKHOVA

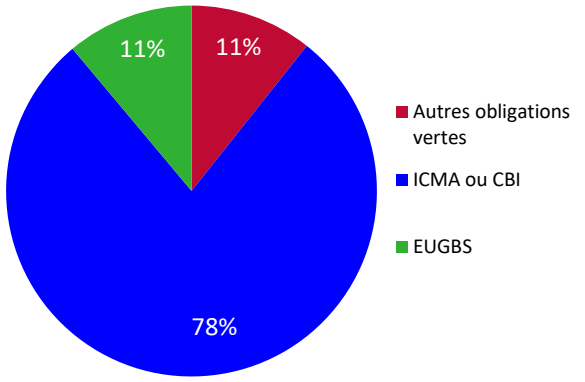
Le marché des obligations vertes est en pleine expansion mais reste insuffisamment transparent. Les obligations vertes ont été parmi les premiers instruments financiers associés à la finance verte (ABC de l'économie, 2022). Elles permettent à différents acteurs (entités publiques ou entreprises) de lever des fonds destinés au financement de projets environnementaux. Le marché des obligations vertes s'est rapidement développé au niveau mondial, en particulier après 2016, avec l'Europe comme principal émetteur. En juillet 2024, l'encours total d'obligations vertes actives atteignait 2 600 milliards d'euros[94]. Toutefois, le développement du marché des obligations vertes peut être freiné par l'absence de cadre réglementaire contraignant, notamment pour caractériser la dimension environnementale et l'impact réel des projets financés. Ce défaut de cadre standardisé nuit à la transparence du marché des obligations vertes et peut donner lieu à des suspicions d'écoblanchiment (ou *greenwashing*).

Pour pallier cette absence de standardisation, l'Union Européenne a établi des règles renforçant les exigences de transparence et de revue externe des obligations vertes. L'Union Européenne a mis en place, dans le cadre de sa stratégie de finance durable, un règlement sur les obligations vertes européennes (EuGBS[95]) afin d'établir un standard de référence pour les obligations vertes. Ce standard volontaire vise à améliorer l'impact environnemental des obligations vertes tout en réduisant les risques d'écoblanchiment. Le règlement est entré en vigueur en décembre 2023 et s'applique à partir de décembre 2024. L'EuGBS apporte une rigueur supplémentaire lors de l'émission d'obligations vertes par rapport aux Principes des Obligations Vertes (GBP[96]) de l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA) ou aux critères de la *Climate Bond Initiative* (CBI), largement utilisés par les acteurs du marché. Les principales exigences du label EuGBS incluent le financement d'activités alignées sur la taxonomie européenne[97], avec au moins 85 % de leurs fonds investis dans des activités alignées sur la taxonomie. Le règlement EuGBS impose également des règles de transparence sur l'allocation des capitaux levés avant et après l'émission et leur impact. Un examinateur externe supervisé par l'ESMA doit fournir un avis sur la conformité d'un émetteur d'obligations vertes européennes aux exigences du règlement EuGBS.

Les obligations vertes considérées comme partiellement conformes à l'EuGBS restent largement minoritaires mais leur poids pourrait s'accroître à partir de l'application du règlement en fin d'année. Bien que le règlement EuGBS n'entre en application qu'à partir de décembre 2024, certains émetteurs visent ou seraient déjà partiellement alignés avec les exigences de l'EuGBS, comme mentionné dans leur propre cadre pour les obligations vertes ou dans leur revue externe. Il s'agit d'une estimation préliminaire réalisée à partir des données CSDB : une fois que la norme sera mise en œuvre et que les émetteurs d'obligations vertes se conformeront pleinement à toutes les exigences fixées par l'EuGBS, l'alignement sur la norme sera ajusté. En juin 2024, 11 % de l'encours des obligations vertes en circulation étaient considérées comme conformes à l'EuGBS (cf. graphique 1.74), soit environ 550 sur près de 9 000 obligations vertes actives. Après l'application de la taxonomie européenne à partir de 2021, une part croissante des obligations vertes émises vise à répondre aux exigences de l'EuGBS en finançant des activités alignées sur son système de classification des activités vertes (cf. graphique 1.75).

[94] L'encours total est calculé à partir de la base de données CSDB, qui répertorie toutes les obligations vertes émises ou détenues par des entités européennes ou enregistrées auprès d'un dépositaire européen.
[95] European Union Green Bond Standard. Règlement (UE) 2023/2631 du parlement européen et du conseil.
[96] Green Bond Principles.
[97] La taxonomie européenne est système de classification unifié des activités économiques considérées comme « vertes ».

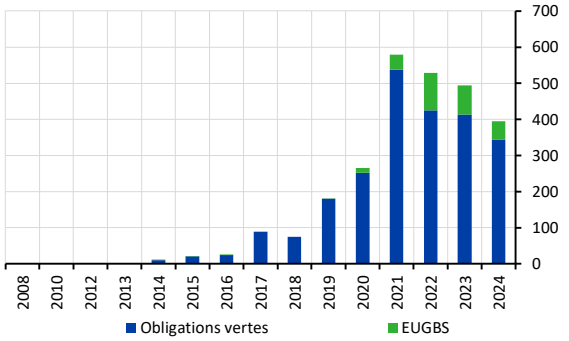
Graphique 1.74 : Proportion d'obligations vertes actives labélisées sur un total de 2600 milliards d'euros



Sources : CSDB, Refinitiv, ICE et WMD, calculs Banque de France.
Note : Proportion d'obligations vertes conformes à un standard, telles qu'identifiées par les fournisseurs de données Refinitiv, ICE et WMD, sur l'ensemble des obligations vertes répertoriées dans la base CSDB.
Dernier point : juillet 2024.

Graphique 1.75 : Encours obligations vertes actives par date d'émission

x : axe temporel / y : encours (en milliards d'euros)



Sources : CSDB, Refinitiv, ICE et WMD, calculs Banque de France
Note : Une obligation peut être émise en plusieurs tranches, notamment à différentes dates. Les données reportées dans ce graphique sont agrégées par obligation et seule la première date d'émission est reportée. Cela peut conduire à une surestimation des montants d'émission en début de période et à une sous-estimation des montants en fin de période.
Dernier point : juillet 2024.

L'augmentation des actifs conformes au standard EuGBS pourrait également provenir d'un essor de la titrisation verte. L'article 16 du règlement EuGBS prévoit un dispositif dédié permettant aux opérations de titrisation de bénéficier du label EuGBS. À l'exception des prêts finançant des énergies fossiles, il n'y a pas de contrainte sur la base des actifs sous-jacents éligibles. Toutefois, contrairement au mécanisme de titrisation standard, la banque originatrice devra utiliser au moins 85 % du produit de la cession des créances pour financer des activités conformes aux exigences de la taxonomie européenne.

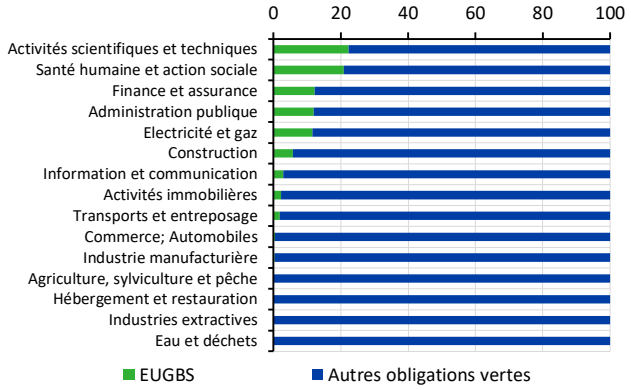
La conformité des obligations vertes existantes à la norme européenne EuGBS apparait très variable selon les types d'émetteurs. D'après les données CSDB, les principaux secteurs émetteurs d'obligations vertes conformes à l'EuGBS seraient les activités scientifiques (R&D, etc.), la santé humaine et l'action sociale, les activités financières, l'administration publique et le secteur de l'électricité et du gaz. En revanche, aucune obligation verte émise par des secteurs tels que l'industrie manufacturière ou l'industrie extractive n'est à ce jour considérée comme conforme à l'EuGBS (cf. graphique 1.78). De nombreux États européens affichent également une adoption significative, avec près de 20 % de leurs obligations vertes partiellement conformes à cette norme, contre une moyenne de 11 % pour l'ensemble du marché. Parmi les émetteurs d'obligations vertes, le taux de conformité apparait particulièrement élevé pour la Commission européenne (80 %) et la Banque Européenne d'Investissement (32 %).

La prime des obligations vertes d'entreprises européennes partiellement conformes à l'EuGBS est plus importante que celle des obligations vertes non conformes, signe que les investisseurs sont sensibles à la qualité de l'information sur les obligations vertes. L'analyse de la prime des obligations vertes cherche à évaluer si les investisseurs acceptent des rendements inférieurs pour financer des projets favorables à la transition écologique. La prime verte évalue la différence entre les rendements des obligations vertes et ceux d'obligations conventionnelles comparables. Alors que la prime des obligations vertes d'entreprises certifiées alignées sur les standards de l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA) ou de la Climate Bond Initiative (CBI) – moins contraignants que ceux de l'EUGBS – diffère peu de la prime de l'ensemble des obligations vertes en circulation sur le marché secondaire, les obligations qui répondent à l'EuGBS s'échangent avec une prime plus importante. Bien que l'intervalle de confiance sur le montant des primes ressorte

particulièrement élevé à ce stade, cela suggère que les investisseurs sont attentifs à la transparence du marché des obligations vertes et à sa contribution au financement de la transition écologique.

Graphique 1.76 : Proportion d'obligations vertes partiellement conformes à l'EUGBS par secteurs émetteurs

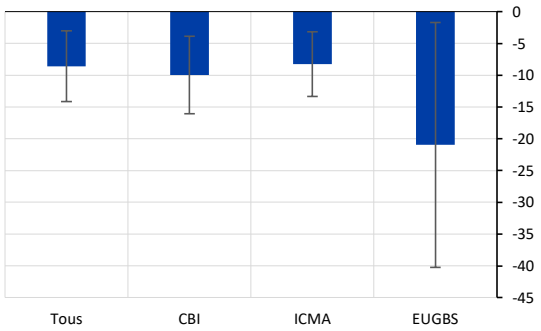
x : pourcentage / y : institutions



Sources : CSDB, Refinitiv, ICE et WMD, calculs Banque de France
Notes : Seules les institutions avec un pourcentage important d'obligations vertes conformes à l'EUGBS sont reportées.
Dernier point : juillet 2024

Graphique 1.77 : Prime verte des obligations vertes d'entreprises en fonction du label obtenu

x : label / y : prime verte (en points de base)



Sources : Bloomberg, Dealogic, Eikon, CSDB, calculs Banque de France[98].
Note : Prime sur les obligations vertes entre 2014 et 2023 pour un même émetteur. La prime verte (histogramme) et les intervalles de confiance à 95 % (barres grises) sont estimés via des régressions en panel qui incluent des effets fixes date, émetteur et date d'émission, ainsi que des variables de contrôle pour les caractéristiques des obligations.
Lecture : Une prime verte négative signifie que les investisseurs demandent un rendement inférieur pour investir dans une obligation verte par rapport à une obligation conventionnelle comparable.

[98]Chouard V. et Jourde T. (2024), « Prime verte : les entreprises peuvent-elles financer leurs projets verts à moindre coût ? », Bloc-notes éco 379, Banque de France.

2. Une vue d'ensemble du système financier français : évolution dans le temps, cartographie comptable et interconnexions avec le reste du monde

Tarik Mouakil, Jonas Heipertz, Edith Stojanovic, François Guinouard

Ce chapitre est d'abord une déclinaison pour le système financier français de la cartographie du système financier de la zone euro proposée par Andersen et Sánchez Serrano (2024)[99]. Il présente une matrice des expositions financières sectorielles en « qui-à-qui » s'appuyant sur l'information sous-jacente aux comptes financiers français publiés par la Banque de France. Ces données offrent un panorama exhaustif des relations financières *bilatérales* entre secteurs pour toutes les catégories d'opérations financières du système européen des comptes (SEC) et notamment pour les prêts, les titres de créance (bons à court terme et obligations), les actions cotées et non cotées, les parts de fonds d'investissement et les produits dérivés[100].

Le système européen des comptes (SEC) permet la désagrégation du secteur financier en huit sous-secteurs (Banque de France, banques, assurances y compris les fonds de pension, fonds monétaires, fonds d'investissement non monétaires, institutions financières captives[101], auxiliaires financiers, et autres intermédiaires financiers) offrant ainsi un niveau de désagrégation des intermédiaires financiers non bancaires (en anglais *non-bank financial intermediaries* – NBFI) qui se rapproche de celui de la taxonomie de référence de ces entités développée par le Conseil de stabilité financière (ou *Financial Stability Board* – FSB)[102].

Ce travail prolonge notre chapitre thématique de décembre 2023, qui proposait une première description des interconnexions entre banques et NBFI sur la base de la taxonomie du FSB[103]. La taxonomie du FSB avait certes l'avantage d'être encore plus désagrégée et d'être harmonisée au niveau international, afin de permettre des comparaisons entre les secteurs financiers des juridictions du FSB, mais les données du FSB n'ont pas encore le niveau de fiabilité des comptes financiers ni leur profondeur historique ou leur périodicité trimestrielle.

Les comptes financiers utilisés ici vont, en outre, au-delà de la comptabilité du secteur financier puisqu'ils couvrent le secteur non financier. Autrement dit, les interconnexions entre institutions financières sont ici appréhendées dans le cadre plus général du circuit financier de l'économie française avec également une description des flux financiers bilatéraux avec (et entre) les différents secteurs non financiers (sociétés non financières, ménages, État). Cette cartographie exhaustive du système financier permet de dégager des faits stylisés qui mettent en lumière le rôle souvent négligé des acteurs non financiers dans les dynamiques du secteur financier.

Le chapitre s'organise en trois parties. La première partie propose, à partir des tableaux des comptes financiers et des comptes de patrimoine tels qu'ils sont publiés trimestriellement par la Banque de France, une description et une analyse de l'évolution du système financier français depuis vingt-cinq ans. Plusieurs faits stylisés en ressortent. D'abord la montée du poids financier relatif des SNF qui sont devenues le premier secteur en matière de patrimoine financier et dont les actions non cotées représentent aujourd'hui le premier type d'actif en termes d'encours en France. Ensuite, le rôle toujours central des banques dans le système financier français. Au contraire, et à la différence ce qui a pu être mis en évidence à l'échelle de la zone euro, les NBFI français n'ont pas connu de dynamisme particulier. L'ouverture croissante du système financier français, étroitement liée à l'intégration de la zone euro, est un autre fait marquant de ces vingt-cinq dernières

[99] Andersen (I.), Sánchez Serrano (A.). (2024), « A map of the euro area financial system », *European Systemic Risk Board Occasional Paper Series*, Nº 26.

[100] Des « qui à qui » sont également fournis pour l'or monétaire et les DTS, le numéraire, les dépôts bancaires, les provisions techniques d'assurance et les « autres comptes à recevoir ou à payer ».

[101] Entités opérant essentiellement au sein de leur groupe (financier ou non financier).

[102] Cf annexe 5 pour le détail de la nomenclature du secteur financier selon le SEC.

[103] Banque de France (2023), « Les intermédiaires financiers non bancaires français : cartographie, risques et encadrement réglementaire », *Évaluation des risques et vulnérabilités du Système financier français*, p. 78-94.

années. Enfin le marché des produits dérivés a connu, comme dans d'autres juridictions, un développement spectaculaire.

La deuxième partie propose une cartographie détaillée des interconnexions entre secteurs du système financier français au deuxième trimestre 2024 à partir d'une matrice comptable qui synthétise les comptes de patrimoine financiers des onze secteurs nationaux et du reste du monde avec des « qui à qui » détaillés. À partir de cet outil, on peut établir d'abord le circuit financier centré autour des banques. Elles en ressortent comme l'acteur toujours central du système financier français alors que les fonds d'investissement français restent, eux, largement rattachés à l'écosystème bancaire. On peut également établir le circuit financier centré autour des SNF qui fait ressortir la complexification croissante de leur organisation. Il en ressort également une croissance apparente de la dépendance des SNF aux NBFI étrangers, qui peut potentiellement s'expliquer par des stratégies d'internationalisation et d'optimisation fiscale.

La dernière partie s'essaie, à partir de la base de données *Securities Holdings Statistics* (SHS) de l'Eurosystème, à une cartographie des interconnexions des secteurs de l'économie française avec les secteurs du reste du monde[104] sur trois marchés financiers : titres de créance, actions cotées, parts de fonds. Il en ressort que l'ouverture croissante du système financier français est en grande partie liée à une exposition croissante des secteurs français aux NBFI étrangers, notamment ceux de la zone euro.

2.1. Les grandes tendances de l'évolution du système financier français depuis 1999

Les secteurs systémiques à l'échelle française

À partir des tableaux des comptes de patrimoine financier trimestriels publiés par la Banque de France on peut établir le classement des douze secteurs du SEC par taille d'encours au deuxième trimestre 2024 et au premier trimestre 1999 (cf. tableau 2.1)[105]. Ce classement permet déjà de dégager quelques grandes tendances de l'évolution du système financier français depuis vingt-cinq ans. Le tableau 2.1 fait ressortir en rouge les secteurs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999. On note d'abord que les SNF et les banques restent de très loin les deux secteurs français à dimension systémique en matière de part des actifs financiers, ce qui justifie les deux focus qui leur sont consacrés dans la suite de cette section. Les SNF sont devenues le premier secteur par la taille du patrimoine financier devant les banques, un fait stylisé qui peut paraître surprenant mais dont on va mieux détailler les ressorts dans cette section.

[104] Le reste du Monde regroupe toutes les unités non résidentes qui effectuent des opérations avec des unités institutionnelles résidentes. De nombreuses filiales de sociétés françaises (financières ou non) se retrouvent dans le reste du monde de sorte qu'il y a des flux intragroupes dans les flux avec le reste du monde

[105] La Banque de France publie les statistiques des comptes nationaux français depuis 1977. Toutefois nous ne sommes pas remontés aussi loin dans ce chapitre, notre objet n'étant pas de revenir sur la période antérieure au passage à l'euro.

Tableau 2.1 : Classement des secteurs du SEC par ordre décroissant de patrimoine financier, T2 2024 vs T1 1999
Patrimoine financier en Mds d'EUR et part dans le total des actifs financiers en %

Classement au T2 2024			Classement au T1 1999		
Rang	Secteur	Patrimoine financier/ Part des actifs	Rang	Actifs par secteur émetteur	Patrimoine financier/ Part des actifs
1	Sociétés non financières (F)	14 667 25,8 %	1	Banques (B)	3 698 26,9 %
2	Banques (B)	13 148 23,2 %	2	Sociétés non financières (F)	3 075 22,4 %
3	Reste du monde (RoW)	11 838 20,9 %	3	Ménages (H)	2 456 17,9 %
4	Ménages (H)	7 078 12,5 %	4	Reste du monde (RoW)	1 899 13,8 %
5	Sociétés d'assurance et fonds de pension (IC+PF)	3 003 5,3 %	5	Sociétés d'assurance et fonds de pension (IC+PF)	806 5,9 %
6	Administrations publiques (G)	1 830 3,2 %	6	Administrations publiques (G)	639 4,6 %
7	Fonds d'investissement non monétaires (IF)	1 556 2,7 %	7	Fonds d'investissement non monétaires (IF)	480 3,5 %
8	Banque de France (CB)	1 326 2,3 %	8	Fonds d'investissement monétaires (MMF)	238 1,7 %
9	Autres intermédiaires financiers (OFI)	1 073 1,9 %	9	Auxiliaires financiers (FA)	190 1,4 %
10	Auxiliaires financiers (FA)	650 1,1 %	10	Banque de France (CB)	140 1,0 %
11	Fonds d'investissement monétaires (MMF)	424 0,7 %	11	Autres intermédiaires financiers (OFI)	104 0,8 %
12	Institutions financières captives et prêteurs non institutionnels (CF)	162 0,3 %	12	Institutions financières captives et prêteurs non institutionnels (CF)	24 0,2 %

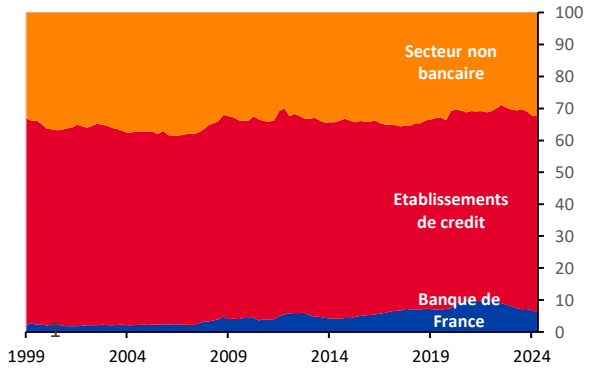
Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Le tableau fait ressortir en rouge les secteurs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999. Les acronymes donnés entre parenthèses sont ceux utilisés dans ce chapitre mais ne sont pas des sigles du SEC

Ce tableau fait ressortir une grande stabilité du secteur des NBFI qui est cohérente avec celle déjà pointée dans notre rapport de stabilité financière l'an dernier pour la période 2008-2022[106]. On note ici que le constat est valable depuis 1999 (cf. graphique 2.1). Les NBFI représentaient 6 868 milliards d'euros au deuxième trimestre 2024[107] soit 32,2 % de l'actif total des institutions financières françaises contre 1 842 milliards d'euros et 32,4% au premier trimestre 1999. Les assurances représentent environ la moitié de cet ensemble avec un encours de 3 003 milliards d'euros (fonds de pension inclus[108]). Les fonds d'investissement représentent quant à eux plus des deux-tiers de la finance non bancaire et non assurantielle française, mais portent des risques différents selon le type de fonds[109].

[106] Banque de France (2023).
[107] Soit la somme des lignes 5, 7, 9, 10, 11 et 12.
[108] Les fonds de pension ont un encours très limité en France : 186 milliards d'euros au deuxième trimestre 2024 (Stat Info, Placements financiers des sociétés d'assurances et des fonds de pension, Banque de France, T2 2024) ce qui reflète la prédominance très large du modèle de retraites par répartition. De plus leur développement est relativement récent, lié à la possibilité de créer des ORPS (organismes de retraite professionnelle supplémentaire) offerte par la loi Pacte depuis 2019.
[109] Ibid.

Graphique 2.1 Évolution de la répartition des avoirs financiers par secteur financier résident

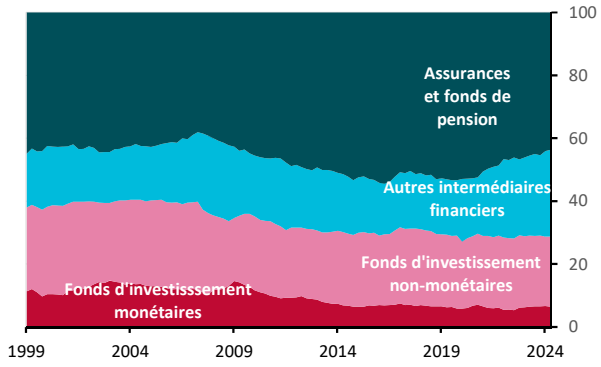
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.2 : Évolution de la répartition des avoirs financiers au sein du secteur non bancaire résident

x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Un dernier fait stylisé qui ressort de l'évolution du classement des secteurs du SEC est l'ouverture à l'international du système financier français. Le « secteur » du reste du monde est désormais le troisième par la taille des comptes de patrimoine financier et son « patrimoine » représente 21 % des actifs circulant au niveau du système financier français, contre seulement 14 % au premier trimestre 1999. On s'essaiera dans ce chapitre à désagréger autant que possible ce secteur, d'abord sur le plan géographique entre la zone euro (dont l'intégration croissante est le facteur explicatif principal de cette ouverture de l'économie française) et le reste du monde mais aussi, autant que possible, au niveau sectoriel. La grande stabilité du secteur des NBFI français s'explique en effet en grande partie par « l'externalisation » de ce secteur et le développement des interconnexions des secteurs nationaux (banques et SNF notamment) avec des entités NBFI établies à l´étranger par des entreprises financières ou non financières françaises.

Les principaux actifs financiers en circulation en France

De la même façon que pour les secteurs, on peut établir, à partir des comptes de patrimoine financier (tableau des passifs), un classement des principaux actifs financiers en circulation *selon le secteur émetteur* au deuxième trimestre 2024 et au premier trimestre 1999 (cf. tableau 2.2). Ce classement permet déjà d'offrir un premier éclairage sur les grandes tendances de l'évolution du système financier français depuis vingt-cinq ans qui ressortaient du tableau 2.1. Ce tableau fait ressortir en rouge les actifs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999.

On peut d'abord noter la montée de la part des actions non cotées et des autres participations des SNF (essentiellement entre SNF elles-mêmes) qui ont désormais détrôné les dépôts bancaires et représentent la première catégorie d'actifs financiers en France (15,9 % du total des actifs financiers contre 13,1 % au premier trimestre 1999) et dont la croissance a contribué à l'augmentation relative du patrimoine des SNF. Le poids croissant des actions non cotées et participations représente d'abord des effets de valorisation et il est d'ailleurs à relever que la méthodologie appliquée par la France conduit à attribuer une valeur relativement élevée aux actions non cotées dans les comptes nationaux, par rapport à d'autres pays[110]. Mais le poids croissant des actions non cotées traduit également la complexification croissante de l'organisation des entreprises[111]. Les actions non cotées et autres participations en provenance du reste du monde voient

[110] Le SEC 2010 propose trois méthodes pour évaluer la valeur de marché des actions non cotées : une évaluation basée sur celle des action cotées (tout en tenant compte de leur moindre liquidité), la valeur des fonds propres ou l'actualisation des bénéfices escomptés. La France applique la première de ces méthodes tandis que les autres pays appliquent plus souvent la deuxième (qui donne des évaluations plus basses).

[111] Cf. Bidaud (F.), Fontaine (G.) (2023), « Quatre décennies de patrimoine et d'endettement en France », *Bulletin de la Banque de France,* bulletin 248, article 8, septembre-octobre.

d'ailleurs également leur poids légèrement augmenter (de la 8e à la 6e place avec désormais 4,3 % du total des actifs financiers circulant en France). Les actions cotées émises par les SNF résidentes, en revanche, ont vu leur poids reculer alors qu'elles ont pourtant également bénéficié d'effets de valorisation (4,5 % du total contre 5,5 % en 1999).

On note par ailleurs sans surprise dans le tableau 2.2 l'apparition dans le classement des dépôts auprès de la Banque de France (dépôts transférables et réserves obligatoires) qui ont notamment été portés ces dernières années par les programmes d'achats d'actifs conduits par l'Eurosystème, l'assèchement du marché interbancaire et le placement par les banques de leurs liquidités excédentaires auprès de la banque centrale. Cette hausse des dépôts auprès de la Banque de France a notamment contribué à l'augmentation du poids relatif de son patrimoine financier entre 1999 et 2024 qui ressortait du tableau 2.1.

Toujours en ligne avec les enseignements du tableau 2.1, il ne ressort pas de dynamisme particulier des actifs financiers émis par les NBFI résidents. La catégorie générale des provisions techniques d'assurances a ainsi vu son poids légèrement reculer de 4,9 % du total des actifs financiers à 4,2 %. Le poids des parts de fonds d'investissement a également reculé, qu'il s'agisse des fonds non monétaires (2,8 % du total des actifs contre 3,4 % en 2002 1999) comme monétaires (29e place désormais avec 0,8 % contre 1,3 % en 1999).

Un autre fait stylisé notable qui se confirme avec le tableau 2.2 est l'ouverture à l'international du système financier français. Outre la montée du poids des produits dérivés issus par le reste du monde (cf infra), on peut noter que d'autres titres émis par le reste du monde ont vu leur poids augmenter en vingt-cinq ans : actions cotées ou non cotées, prêts et autres comptes à payer. La section 2 de ce chapitre propose une désagrégation géographique (notamment entre zone euro et hors zone euro) et sectorielle du reste du monde qui permet d'analyser plus précisément cette tendance.

Le nouveau fait stylisé qui ressort du tableau 2.2 est la forte augmentation du poids des produits dérivés (qui comprennent en particulier les options, contrats à terme et *swaps*) dans les actifs financiers en circulation, qu'ils soient émis par le reste du monde ou par les banques françaises. Leur part globale est passée à 6,6 % du total des actifs financiers circulant en France contre 1,5 % en 1999[112]. Le poids réel des produits dérivés est difficile à estimer car la comptabilisation des produits dérivés est particulièrement complexe et délicate à mettre en œuvre. Certains produits dérivés fonctionnent sur la base de versements de dépôts de garantie appelés *marges*. Mais ces marges sont pour la majorité invisibilisées dans les compte financiers car incluses dans les crédits et dépôts[113]. Pour cette raison la cartographie à l'échelle européenne d'Andersen et Sanchez Serano (2024) intègre, en sus des données issues des comptes financiers, des données en « qui-à-qui » sur les *marges initiales* issues de la base *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR). Ces données en « qui-à-qui » n'ont toutefois pas la fiabilité des données issues des comptes financiers et peuvent être difficiles à réconcilier avec les chiffres sur les encours de produits dérivés.

[112] Dans le tableau 2.2 la part des dérivés émis par les OFI (0,8 %) n'apparaît pas.

[113] Les crédits et dépôts comprennent toutes les marges initiales et les marges de variations *remboursables*. Cependant certains contrats à terme et options fonctionnent sur la base de marges de variation *non remboursables* « *qui diminuent ou éliminent les positions actifs/passifs pouvant émerger au cours de la durée du contrat* [et qui] *sont considérées comme des règlements dans le cadre du contrat et classées comme des opérations sur produits financiers dérivés* » (Système européen des comptes 2010, paragraphe 5.220).

Tableau 2.2 : principaux actifs financiers en circulation selon le secteur émetteur, classés par ordre décroissant d'encours
Encours en Mds d'EUR et part dans le total des actifs financiers en %, T2 2024 vs T1 1999

Classement au T2 2024			Classement au T1 1999		
Rang	Actifs par secteur émetteur	Encours/ Part des actifs	Rang	Actifs par secteur émetteur	Encours/ Part des actifs
1	Actions non cotées et autres participations des SNF	8 968 15,9 %	1	Dépôts bancaires	2 324 17,7 %
2	Dépôts bancaires	8 392 14,9 %	2	Actions non cotées et autres participations des SNF	1 725 13,1 %
3	Prêts bancaires	4 337 7,7 %	3	Prêts bancaires	1 241 9,4 %
4	Titres de créance de l'État	2 709 4,8 %	4	Titres de créance de l'État	733 5,6 %
5	Actions cotées des SNF	2 530 4,5 %	5	Actions cotées des SNF	723 5,5 %
6	Actions non cotées et autres participations du reste du monde	2 423 4,3 %	6	Provisions techniques d'assurances	634 4,8 %
7	Prêts des SNF	2 408 4,3 %	7	Prêts des SNF	626 4,8 %
8	Provisions techniques des assurances	2 386 4,2 %	8	Actions non cotées et autres participations du reste du monde	499 3,8 %
9	Titres de créance du reste du monde	2 147 3,8 %	9	Dépôts auprès du reste du monde	492 3,8 %
10	Dépôts auprès du reste du monde	1 709 3,0 %	10	Titres de créance des banques	473 3,6 %
11	Produits dérivés du reste du monde	1 647 2,9 %	11	Parts de fonds non monétaires	448 3,4 %
12	Titres de créance des banques	1 625 2,9 %	12	Autres comptes à recevoir ou à payer des SNF	437 3,3 %
13	Produits dérivés des banques	1 572 2,8 %	13	Titres de créance du reste du monde	347 2,6 %
14	Parts de fonds non monétaires	1 566 2,8 %	14	Autres comptes à payer de l'État	193 1,5 %
15	Autres comptes à payer des SNF	1 405 2,5 %	15	Parts de fonds monétaires	174 1,3 %
16	Autres comptes à payer des banques	1 041 1,8 %	16	Titres de créance des SNF	170 1,3 %
17	Dépôts auprès de la banque centrale	972 1,7 %	17	Autres comptes à payer des ménages	164 1,3 %
18	Actions cotées du reste du monde	779 1,4 %	18	Autres comptes à payer des banques	157 1,2 %
19	Autres comptes à payer du reste du monde	776 1,4 %	19	Autres comptes à payer du reste du monde	153 1,2 %
20	Prêts du reste du monde	684 1,2 %	20	Actions cotées du reste du monde	137 1,0 %

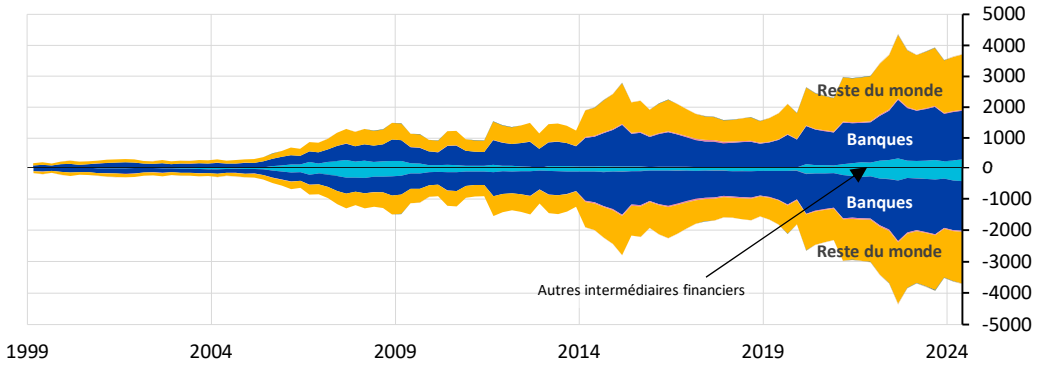
Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Le tableau fait ressortir en rouge les actifs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999.

La croissance du marché des produits dérivés

La croissance des encours de produits dérivés depuis vingt-cinq ans est spectaculaire. Les encours sur instruments dérivés ont été pratiquement multipliés par 20 entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2024. Ce succès des marchés de produits dérivés est lié en premier lieu à la demande de couverture contre la volatilité des taux d'intérêt et des cours de change. Selon le dernier rapport sur les dérivés de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF; en anglais *European Securities and Markets Authority* – ESMA), les produits dérivés sur taux d'intérêt et sur devises représentaient respectivement 78 % et 15 % du montant notionel des produits dérivés de l'UE au quatrième trimestre 2022 (5 % pour les dérivés sur actions, 2 % pour les dérivés sur crédit et 1 % pour les dérivés sur matières premières). On peut noter deux ruptures dans l'évolution des encours de produits dérivés en France. D'abord, la crise de 2007- 2008 qui a conduit à l'échelle mondiale à une réduction des encours de dérivés. Ensuite une autre baisse survenue autour de 2015 et qui s'est étalée jusqu'à début 2019. Cette dernière s'explique *a priori* en grande partie par la mise en œuvre du règlement EMIR en Europe avec les obligations de *reporting* à des référentiels centraux (devenue obligatoire à partir de février 2014) et de compensation centrale (qui a débuté en juin 2016). Ces obligations ont renchéri le cout en capital des positions sur produits dérivés. Cela a conduit les établissement bancaires à procéder à de la compensation et à la compression de leurs encours notionnels de produits dérivés[114]. Mais la politique monétaire a vraisemblablement également été un facteur explicatif, la baisse de l'encours des contrats à court et à long terme sur le marché des dérivés de taux d'intérêt libellé en euros observée à partir de 2015 ayant sans doute au moins en partie été liée au fait que les acteurs de marché et notamment les banques ne s'attendaient pas à des changements de taux avant plusieurs années[115].

Graphique 2.3 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) de produits dérivés

x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Les comptes financiers comptabilisent à l'actif la juste valeur positive et au passif la juste valeur négative des contrats.

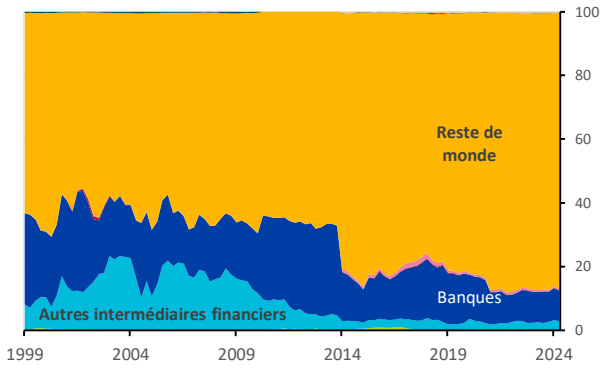
On notera, par ailleurs, que le principal fait saillant qui ressort de l'évolution dans le temps des données de « qui-à-qui » issues des comptes financiers sur les produits dérivés est l'assèchement des transactions entre banques et OFI (*other financial institutions*) résidents. Autrement dit, les banques françaises comme les OFI français échangent désormais presque exclusivement avec le reste du monde ce qui reflète la tendance

[114] Pour plus de détails, on peut se reporter à Demange (G.), Piquard (T.). & Vuillemey (G.). (2023), « Régulation des marchés de produits dérivés : bilan et perspectives », Institut Louis Bachelier, Opinions & Débats, N° 27.
[115] Cf. Ehlers (T.) &. Eren (E.).(2016), « The changing shape of interest rate derivatives markets », *Bank of International Settlements Quarterly Review*, December.

croissante à l'internationalisation, la compensation et la concentration géographique (notamment sur le marché londonien pour l'Europe) des marchés de produits dérivés.

Graphique 2.4 : Évolution de la détention par secteur des produits dérivés émis par les banques résidentes

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

L'évolution de la liquidité du système financier français depuis 1999

Pour terminer ce panorama de l'évolution des marchés financiers français depuis vingt-cinq ans on peut, à la manière d'Andersen et Sánchez Serrano (2024)[116], proposer un suivi de la liquidité du système financier français centré sur les concepts de *liquidité d'un produit financier* et *liquidité de marché*. En reprenant cette taxonomie[117], les principaux produits financiers liquides présents dans le système financier français seraient :

- le numéraire ;
- les dépôts bancaires et auprès de la banque centrale ;
- les titres de créance à l'exclusion de ceux sur les SNF ;
- les actions cotées ;
- les parts de fonds monétaires.

Évidemment cette catégorisation des produits financiers liquides reste très schématique puisqu'elle ne tient pas compte de la décomposition de chaque classe d'actifs, par exemple suivant la maturité pour les dépôts bancaires (*i.e.* tous les dépôts bancaires sont ici considérés comme également liquides en faisant fi de la décomposition entre dépôts à vue et dépôt à terme). De la même façon les spécificités intra sectorielles ne sont pas prises en compte. Par exemple, toutes les parts de fonds non monétaires sont exclues mais il aurait pu faire sens de retenir les parts de fonds actions, généralement considérées comme plus liquides que les parts de fonds obligataires ou mixtes. Le manque de désagrégation au niveau des parts de fonds étrangers conduit de façon similaire à toutes les exclure ici de la mesure de la liquidité, ce qui peut altérer passablement la mesure de la liquidité réelle.

Néanmoins, à partir des comptes financiers trimestriels (dont les flux excluent les effets de valorisation), on peut se faire une première idée de l'évolution de la liquidité dans le système financier français

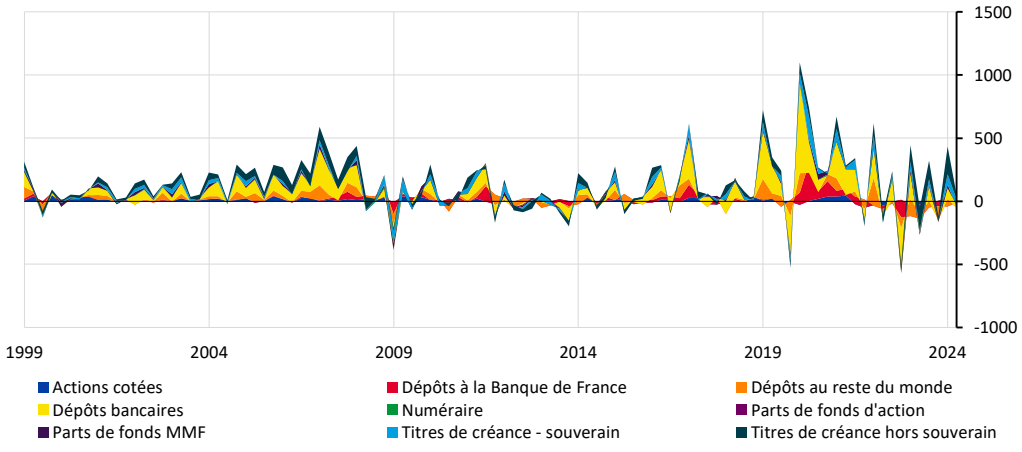
[116] Andersen (I.), Sánchez Serrano (A.) (2024), « A map of the euro area financial system », *European Systemic Risk Board Occasional Paper Series*, N° 26.

[117] Pour plus de détails sur les différents concepts de liquidité on peut se reporter à Banque de France (2008), « Vue d'ensemble », *Revue de la stabilité financière,* N° 11, numéro spécial *Liquidité*, février, pp I-VI.
La *liquidité d'un produit financier* reflète la facilité avec laquelle il peut être échangé contre du numéraire sans perte de valeur.
La *liquidité de marché* est un concept connexe qui désigne la capacité du marché à absorber des transactions sur un volume donné d'actifs ou de titres, sans effets significatifs sur leurs cours.

(cf. graphique 2.5). Les flux nets de produits financiers liquides, dont les dépôts restent la composante majeure, ont eu tendance à augmenter à un rythme croissant les premières années qui ont suivi la mise en œuvre de l'euro avant de connaître un brusque coup d'arrêt avec la crise financière de 2008. Celle-ci a d'abord conduit à une réduction de la liquidité au premier trimestre 2009, puis à des flux nets de création de liquidité réduits jusqu'à fin 2010. Par la suite, la crise des dettes souveraines de 2011-2013, et plus récemment le *dash for cash* consécutif à la crise Covid ont également conduit, au moins temporairement, à des flux nets trimestriels de liquidité négatifs qui ressortent assez nettement du graphe. Inversement, les programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème à partir de 2014, et de nouveau à partir de mars 2020 en réponse à la crise sanitaire, ont permis de nettement augmenter la liquidité présente dans le système financier, ce qui s'est traduit principalement ici par la hausse des dépôts bancaires et des dépôts auprès de la banque centrale. La période de resserrement quantitatif qui s'est ouverte depuis 2022 s'est, en revanche, traduite par une forte baisse des flux nets de liquidité. Ces derniers semblent aujourd'hui essentiellement portés par les émissions de titres souverains et d'actions cotées.

Graphique 2.5 : Flux net des secteurs français dans les actifs liquides

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

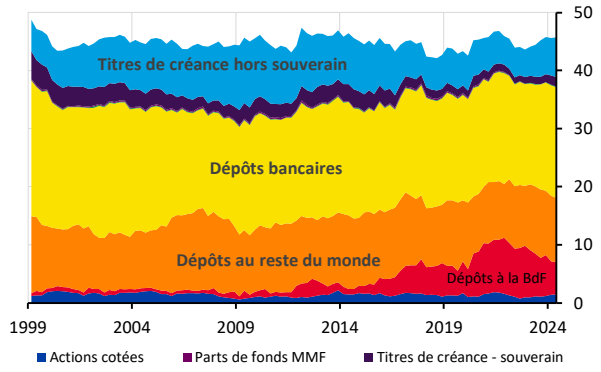
De la même façon on peut brosser à grand traits un portrait de l'évolution de la liquidité au niveau des principaux secteurs de l'économie française[118]. On note ainsi une grande stabilité de la part des actifs liquides dans le bilan des banques françaises. Les dépôts interbancaires et les titres de créance sur les (autres) banques ou les NBFI ont eu tendance sur la période récente à servir de variable d'ajustement et à absorber la baisse des dépôts auprès de la banque centrale résultant du resserrement quantitatif (cf. graphique 2.6). À l'inverse, la liquidité des fonds non monétaires paraît à première vue suivre une tendance à la baisse depuis plusieurs années (cf. graphique 2.8) notamment du fait de la baisse de la part des actions cotées à leur actif, une évolution qui pourrait être principalement liée à l'évolution de l'actif des fonds mixtes (la part des fonds actions et des fonds obligataires étant *a priori* restée relativement stable dans le total de l'encours des fonds non monétaires[119]). Cette dégradation sectorielle de la liquidité des fonds non monétaires est néanmoins à nuancer : elle serait nettement moins marquée si on prenait, par exemple, en compte dans les actifs liquides les parts de fonds émises par le reste du monde (cf. graphique 2.9).

[118] Cette description macroéconomique ne prétend en aucun cas se substituer aux ratios de liquidité calculés et publiés par les autorités de supervision respectives de ces différents secteurs.

[119] Pour la décomposition de l'encours des fonds non monétaires on peut se référer à Banque de France (2023).

Graphique 2.6 : Évolution des actifs liquides en part de l'actif total – banques

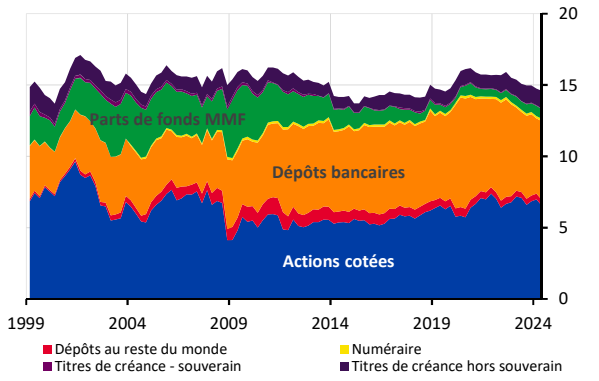
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.7 : Évolution des actifs liquides en part de l'actif total – Sociétés non financières

x : axe temporel / y : pourcent

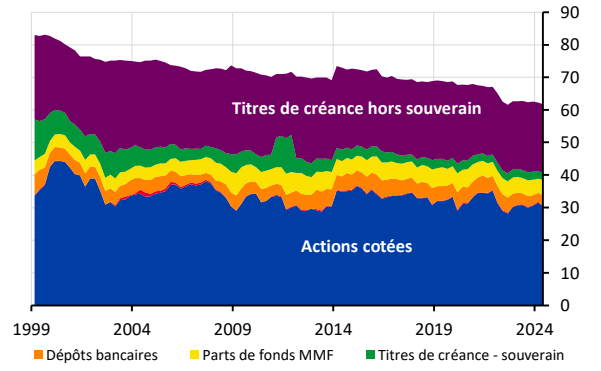


Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Pour les SNF (cf. graphique 2.7), on note également une tendance plus récente à la baisse de la part des actifs liquides qui semble résulter avant tout à la compression de leur trésorerie sous forme de dépôts bancaires. La liquidité de ce secteur reste toutefois très supérieure à son niveau des années 2000.

Graphique 2.8 : Évolution des actifs liquides en part de l'actif total – fonds d'investissement non monétaires

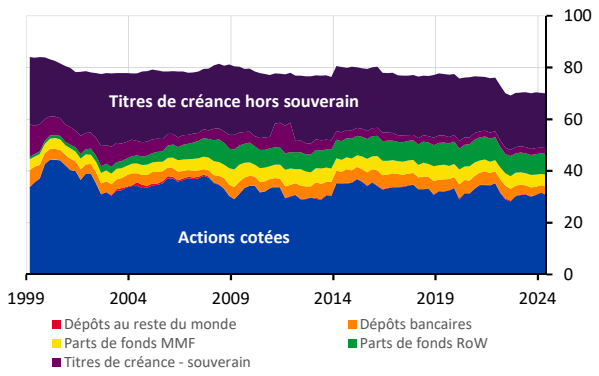
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.9 : Évolution des actifs liquides (y compris parts de fond du reste du monde) en part de l'actif total – fonds d'investissement non monétaires

x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

2.2. Une cartographie comptable du système financier français au deuxième trimestre 2024

La matrice des stocks financiers

Les comptes de patrimoine financier, tels qu'ils sont publiés trimestriellement par la Banque de France, présentent l'inconvénient de ne pas proposer de données en « qui-à-qui » par type de secteur émetteur. Autrement dit, si on sait par exemple combien les SNF françaises détiennent de dépôts, on ne sait pas exactement quelle est la part de ces dépôts qui est détenue auprès des banques nationales et celle qui est détenue auprès du reste du monde. Les comptes de patrimoine financier, tels qu'ils sont présentés habituellement, ne permettent ainsi pas d'établir une cartographie des *interconnexions* entre les différents secteurs du système financier français.

Pour y remédier on peut présenter les données sous-jacentes des comptes de patrimoine financiers sous la forme d'une matrice de *stocks financiers*[120] (cf. tableau 2.3). Dans cette matrice chaque colonne correspond au compte de patrimoine financier d'un secteur donné et chaque ligne à une catégorie d'actifs financiers désagrégée par secteur de contrepartie. Par rapport aux tableaux de comptes de patrimoine financiers tels qu'ils sont habituellement publiés par la Banque de France, elle correspond à la combinaison des deux tableaux « actifs » et « passifs et valeurs financières nettes ». Les actifs financiers prennent un signe positif tandis que les passifs financiers ont un signe négatif. Les actifs financiers figurent à l'actif d'une unité et au passif d'une autre unité : chaque ligne a une somme nulle. Enfin, suivant l'usage comptable, le compte de patrimoine financier de chaque secteur est équilibré, c'est-à-dire que chaque colonne a une somme nulle. Pour cela on inscrit comme un passif (donc *en inversant son signe*) le solde, qui est la différence entre l'actif financier et le passif, appelé *valeur financière nette* (ou *patrimoine financier net*) du secteur. Ainsi, le chiffre de 2 692 inscrit au pied de la première colonne du tableau 2.3 signifie que, au deuxième trimestre 2024, les sociétés non financières françaises ont un passif financier net de 2 692 milliards d'euros. De la même façon, dans la *matrice des flux nets* présentée en annexe, chaque colonne correspond au compte financier d'un secteur donné et chaque ligne à un compte d'opérations financières sur la période considérée.

La matrice des stocks, présentée ici pour le deuxième trimestre 2024, a l'avantage de permettre de présenter sur un seul tableau les données intersectorielles en « qui-à-qui » pour chaque ligne d'actif financier (ou de flux net d'actif financier). Alors que, dans les tableaux des comptes de patrimoine financiers de la Banque de France, les sous-catégories des opérations financières sont celles du système européen de comptabilité, ici les opérations financières sont désagrégées par secteur émetteur de l'actif financier. Le seul inconvénient de la « fusion » dans ces matrices des tableaux d'actifs et de passifs est que seules les positions nettes du secteur apparaissent, ce qui invisibilise les connexions intra sectorielles. Par exemple, les actions des SNF détenues par d'autres SNF ne sont pas visibles dans le tableau 2.2.

[120] Ce type de matrice a été développé à l'université de Cambridge à partir des travaux de Richard Stone, l'un des fondateurs de la comptabilité nationale moderne. Pour une présentation plus développée de ces matrices, utilisées dans un cadre théorique, on peut se référer au manuel d'économie monétaire de Godley (W.), Lavoie (M.) (2007), « An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth », Palgrave Macmilan.

Tableau 2.2 : Matrice des stocks financiers de la France au T2 2024 en Mds EUR

Actifs financiers	Sociétés non financières	Banque de France	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Inst. financières captives et prêteurs non institutionnels	Auxiliaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	Reste du monde	Σ
(F1) Or et DTS		**174**										**-174**	**0**
(F21) Numéraire	**24**	**-291**	**10**						**3**		**133**	**121**	**0**
(F2M) Dépôts auprès de :	**885**	**-806**	**-3 750**	**61**	**51**	**212**		**1**	**45**	**63**	**1 975**	**1 262**	**0**
Banque de France		-960	720							7	3	230	0
Banques	810	33	-5 916	51	47	171			43	97	1 937	2 726	0
Administrations publiques	15	4	8							-42	1	14	0
Reste du monde	60	117	1 438	10	4	41		1	2	2	34	-1 709	0
(F3) Titres de créance émis par :	**-488**	**962**	**-498**	**338**	**412**	**-255**	**-2**	**-97**	**1329**	**-2 640**	**48**	**891**	**0**
Sociétés non financières	-674	89	21	38	57	2		1	91	4	1	369	0
Banques	18	72	-1 381	125	27	6		5	156	5	15	953	0
Autres intermédiaires financiers			220		6	-357			8	1		121	0
Auxiliaires financiers	2	2	10	2	7			-108	26	1	2	57	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			2				-2						0
Sociétés d'assurance et fonds de pension		1	3		4				-38	1		29	0
Administrations publiques	5	605	215	7	32	4		1	299	-2 678		1 510	0
Reste du monde	160	192	412	165	280	90		4	786	27	30	-2 147	0
(F4) Prêts octroyés par :	**-1 333**		**4 274**	**11**	**-24**	**113**	**-13**	**-178**	**-91**	**-195**	**-1 748**	**-815**	**0**
Sociétés non financières	581					-1	-18	-141		-16		-404	0
Banque de France		1											0
Banques	-1 342		4 297		-11	-74		-68	-67	-231	-1 554	-950	0
Fonds monétaires				11	-11								0
Fonds d'investissement non monétaires					1							-1	0
Autres intermédiaires financiers	-33		-9			286					-182	-62	0
Auxiliaires financiers	-19					-4		66	-24			-18	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.							10	-10					0
Sociétés d'assurance et fonds de pension	-6								12		-1	-4	0
Administrations publiques	-34		-5						-1	106	-6	-59	0
Ménages	-8				-1	-2				-1	12		0
Reste du monde	-470		-9		-3	-91	-5	-25	-11	-53	-16	684	0
(F511) Actions cotées émises par :	**-1 575**	**1**	**68**		**467**	**89**	**28**	**-9**	**15**	**112**	**309**	**495**	**0**
Sociétés non financières	-1 747		38		152	5	2	14	39	108	227	1 161	0
Banques	2		-122		14		26		2	1	9	69	0
Auxiliaires financiers	6		11		1			-26		1	2	5	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			2		7			1	-55	1	5	39	0
Reste du monde	164		138		293	84		3	30	2	65	-779	0
(F51M) Actions non cotées et autres participations émises par :	**-1 146**	**-61**	**98**		**175**	**-13**	**14**	**53**	**166**	**480**	**1 409**	**-1 175**	**0**
Sociétés non financières	-3 291		122		110		82	225	48	239	1 279	1 187	0
Banque de France		-63								63			0
Banques	10		-276		11			8	40	106	88	13	0
Autres intermédiaires financiers	2					-14	2	1				7	0
Auxiliaires financiers	66		31		25		9	-220	52		19	19	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			83				-102					18	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			15		1				-65	25	21	3	0
Reste du monde	2 067	2	123		28		24	39	92	47		-2 423	0
(F52) Parts de fonds émises par :	**257**	**19**	**50**	**-408**	**-1 183**	**24**	**2**	**34**	**889**	**144**	**388**	**-215**	**0**
Fonds monétaires	99		1	-409	72		1	15	105	10	16	91	0
Fonds d'investissement non monétaires	80	18	31		-1 380	6		17	639	114	319	157	0
Reste du monde	78	1	18	1	125	18		3	146	20	53	-463	0
(F7) Produits dérivés émis par :	**-2**	**-2**	**2**		**-2**	**-123**			**-3**	**-1**		**132**	**0**
Sociétés non financières	-15		6			2						6	0
Banque de France		-3			3								0
Banques	6		-1 421	1	8	43			1	1		1 360	0
Fonds monétaires			1	-5							1	3	0
Fonds d'investissement non monétaires			11		-29	1						17	0
Autres intermédiaires financiers	1		41		1	-437						393	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			8						-8				0
Administrations publiques			3							-3			0
Ménages				1							-2		0
Reste du monde	6	1	1 352	3	15	267			4			-1 647	0
(F6) Provisions techniques d'assurances émises par :	**49**		**3**						**-2 224**	**5**	**2 144**	**24**	**0**
Sociétés d'assurance et fonds de pension	49		2						-2 247	6	2 144	47	0
Administrations publiques			1							-1			0
Reste du monde									24			-24	0
(F8) Autres comptes à recevoir ou à payer	**637**	**3**	**-413**		**-7**	**18**		**2**	**-28**	**26**	**223**	**-462**	**0**
Sociétés non financières	-620		207		1	29		23		92	88	179	0
Banques	504	3	-958		1	1		5	1	7	331	104	0
Fonds monétaires				-1									0
Fonds d'investissement non monétaires			1		-14						13		0
Autres intermédiaires financiers	9		1			-37					2	25	0
Auxiliaires financiers	23		3					-26					0
Sociétés d'assurance et fonds de pension	14								-29	15			0
Administrations publiques	131		7							-294	149	6	0
Ménages	78		82		5	2				193	-361		0
Reste du monde	497		244			22				12		-776	0
(BF90) Valeur financière nette	**2 692**	**2**	**157**	**-1**	**111**	**-64**	**-29**	**193**	**-102**	**2 005**	**-4 881**	**-82**	**0**
Σ	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

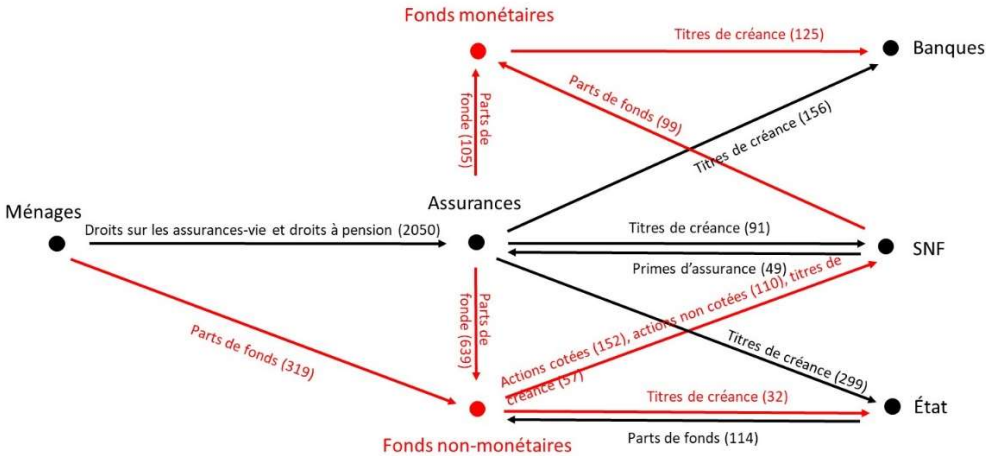
Note : L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.
Sources : Banque de France, comptes de patrimoine financier trimestriels.

Cette matrice des stocks, qui est donc une version désagrégée par secteur de contrepartie des comptes de patrimoine financier de la Banque de France, offre une cartographie complète des interconnexions entre secteurs français. Pour reprendre l'exemple précédent, il est désormais possible d'identifier que sur les 885 milliards d'euros de dépôts que détenaient les SNF au deuxième trimestre 2024, 810 l'étaient auprès des banques domestiques, 15 auprès des administrations publiques et 60 auprès du reste du monde. On pourrait alors à partir de cette matrice, et sur le modèle d'Andersen et Sánchez Serrano (2024), construire un graphe fléché qui présente de façon exhaustive toutes les interconnexions entre secteurs. Ce type de graphe, qui s'inscrit dans la tradition des représentations graphiques de la comptabilité nationale[121], peut néanmoins présenter l'inconvénient de n'être pas toujours évident à démêler et de mettre sur le même plan des flux financiers d'ampleur très différente. Nous avons opté ici plutôt pour des graphes fléchés plus limités qui offrent un « zoom » sur le circuit financier propre aux secteurs systémiques français qui ressortaient du tableau 2.1, soit les SNF et l'écosystème banques-fonds d'investissement.

L'écosystème banques-fonds d'investissement

À partir de la matrice de stocks on peut établir le schéma du circuit financier simplifié des fonds d'investissement. Les pôles y représentent les secteurs économiques, et les flèches les encours financiers. Le secteur ayant *versé* les flux financiers détient un encours d'*actifs* dont le montant au deuxième trimestre 2024 est précisé. Inversement le secteur ayant *reçu* ces flux financiers porte un *passif*. Ainsi, les fonds monétaires détiennent des titres de créance bancaires pour 125 milliards d'euros, ce qui correspond à un passif net pour le secteur bancaire. À la différence des graphiques exhaustifs présentés dans la cartographie de Andersen et Sánchez Serrano (2024), le schéma proposé est centré sur un seul secteur, ici les fonds d'investissement dont les flux financiers ressortent en rouge. Les flux/encours relatifs aux autres secteurs ne sont pas exhaustifs[122] et le reste du monde est, pour l'instant, volontairement laissé de côté. En outre, même pour les fonds d'investissement, seuls les flux relatifs aux encours les plus importants de l'actif et du passif sont apparents ici, afin de les rendre plus visibles.

Schéma 2.1 : Le circuit financier simplifié des fonds d'investissement. Encours au T2 2024 en Mds EUR



[121] Pour un panorama historique des représentations sous forme de graphiques ou de tableaux de la comptabilité nationale on pourra se référer à Vanoli (A.) (2002), « Une histoire de la comptabilité nationale », Paris : La Découverte.

[122] Pour les assurances que ne sont représentés que les flux perçus des ménages qui s'apparentent à des *flux d'épargne* (soit la somme des *droits sur les assurances-vie et rentes* et *droits à pension*), lesquels représentent 96 % des *provisions techniques d'assurance* perçues des ménages telles qu'elles apparaissent dans la matrice des stocks (cf. tableau 2.1). En revanche, les *provisions techniques d'assurance-dommages*, qui correspondent aux montants qu'elles estiment devoir prévoir pour faire face aux sinistres qu'elles assurent n'apparaissent pas ici.

Ce circuit permet d'illustrer simplement le type intermédiation financière opérée par les fonds d'investissement. On voit que les *fonds monétaires* collectent essentiellement des fonds en provenance des assurances (qui les tirent elles-mêmes majoritairement des ménages) et des SNF. Les fonds monétaires sont ainsi des placements concurrents aux dépôts bancaires[123] mais ces fonds investissent ensuite majoritairement en titres de créances des banques. Les fonds monétaires sont en outre très majoritairement gérés par des sociétés de gestion de portefeuille qui sont elles-mêmes affiliées à des groupes bancaires[124].

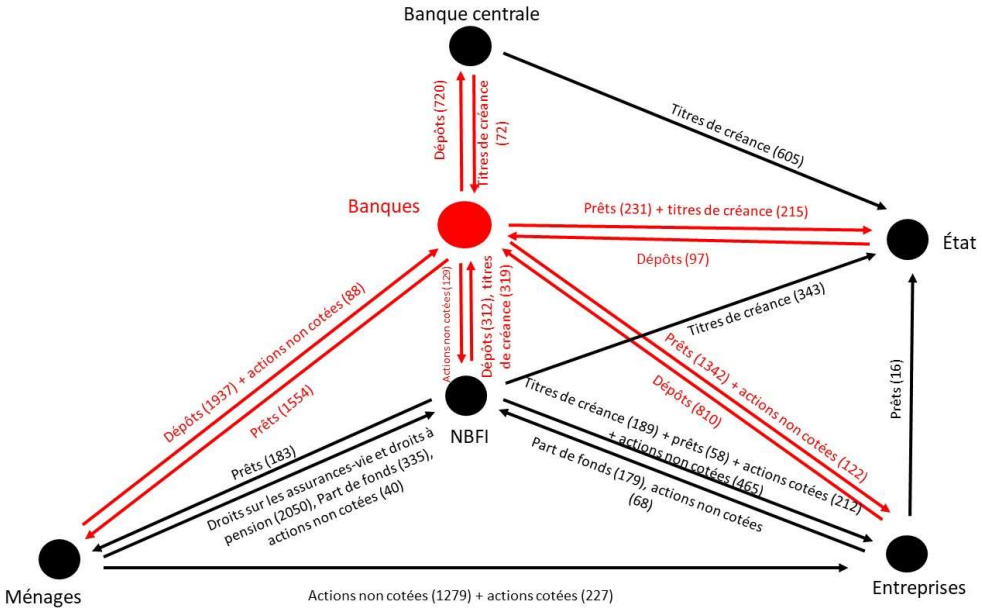
Le circuit financier des *fonds non monétaires* est légèrement différent : s'ils tirent eux aussi l'essentiel de leurs fonds des assurances, ils captent néanmoins une partie non négligeable d'épargne directe (des ménages, des SNF[125] mais aussi de l'État et des administrations de sécurité sociale) sans passer par l'intermédiaire des assureurs et ils investissent principalement leur fonds dans les actions et les titres de créance des sociétés non financières. Les fonds non monétaires sont eux aussi majoritairement gérés par des sociétés de gestion affiliées à des banques[126].

Comme détaillé dans Banque de France (2023)[127], si le risque de crédit attaché aux fonds d'investissement est sans commune mesure avec celui porté par les banques, leur recours au *levier* et leur *risque de liquidité* sont néanmoins non négligeables. En outre l'affiliation de leur sociétés de gestion à une institution bancaire ou assurantielle ne permet pas, en Europe, un soutien « actif » d'une institution « sponsor » ou d'un tiers en cas de besoin de liquidité[128]. Les fonds *monétaires* par exemple peuvent être fragilisés par une asymétrie de liquidité entre l'actif et le passif. Les investisseurs peuvent retirer leurs parts quotidiennement. Mais honorer des demandes de rachat en période de stress peut s'avérer coûteux pour les fonds monétaires, notamment s'il est nécessaire de vendre des actifs à des prix dégradés. Ce risque de liquidité explique notamment les exigences appliquées aux fonds monétaires en matière de détentions d'actifs liquides (ratios d'actifs qui arrivent à maturité dans un jour et dans une semaine). Ces poches de liquidité doivent permettre au fonds de faire face à des demandes de rachat sans vendre de titres. Les fonds d'investissement non monétaires *obligataires* (détenant une large majorité de titres de dette) et *mixtes* (dont l'actif est composé d'au moins deux classes de titre), bien que les parts de ces fonds ne soient pas considérées ici comme des actifs liquides, sont eux aussi exposés au risque d'asymétrie de liquidité en raison de la faible liquidité de certains titres de dette, en particulier d'entreprises de notation *high yield*. À l'image des fonds *actions*, leur levier reste néanmoins contenu en France.

De la même façon que pour les fonds, on peut à partir de la matrice des stocks représenter le circuit financier simplifié des banques, en précisant ses liens avec la sphère des NBFI : fonds monétaires et non monétaires, assurances et fonds de pension, institutions financières captives, auxiliaires financiers et autres intermédiaires financiers (cf. schéma 2.2)[129].

[123] Les parts de fonds sont juridiquement des instruments financiers (cf. MIFiD) et même des titres financiers (cf. CoMoFi Article L 211-1).)
[124] En 2024, selon nos estimations à partir de la base de données commerciales Lipper, 81 % des fonds monétaires français étaient gérés par des sociétés de gestion de portefeuille affiliées à une banque (sur les 367 milliards d'euros d'encours identifiés dans Lipper).
[125] Pour des raisons de lisibilité, l'encours de 80 milliards des SNF en parts de fonds non monétaires n'apparaît pas dans le graphique.
[126] En 2024, selon nos estimations à partir de la base de données commerciales Lipper, 64 % des fonds obligataires français étaient gérés par des sociétés de gestion de portefeuille affiliées à une banque (sur les 151 milliards d'euros d'encours identifiés dans Lipper).
[127] On peut se référer à ce rapport de 2023 pour une analyse plus détaillée des risques spécifiquement associés à chaque type de NBFI.
[128] En Europe, le règlement MMFR encadrant les fonds monétaires empêche le soutien par des tiers, contrairement aux Etats-Unis où l'institution « sponsor » peut injecter des liquidités en cas de choc.
[129] Le schéma 2.2 présente d'évidentes similitudes avec le circuit « de la monnaie » traditionnellement exposé dans certains manuels d'économie monétaire, la différence principale étant la présence ici du secteur des NBFI. Cf. par exemple Marchal (J.) et Poulon (F.) (1987), « Monnaie et crédit dans l'économie française », Cujas, Tome 2.

Schéma 2.2 : Le circuit financier simplifié des banques (et des NBFI). Encours au T2 2024 en Mds EUR



Ce circuit confirme le rôle central des banques qui financent, grâce au privilège de la création monétaire, l'ensemble des autres secteurs français. Comme indiqué dans le graphique 2.1, les banques représentent déjà 61,3 % de l'actif total des institutions financières françaises. Si on devait y rajouter les fonds d'investissement dont les sociétés de gestion sont affiliées à des banques, la part de la sphère bancaire se situerait plutôt entre 65 % et 70 %.

Tous les secteurs représentés dans ce circuit apparaissent majoritairement financés par le secteur bancaire, (hors flux intrasectoriels) à l'exception du secteur des administrations publiques. Pour ce dernier c'est la Banque de France qui est encore aujourd'hui, au niveau national, le premier créancier (605 milliards d'euros, soit 22,6 % du passif des administrations publiques contre seulement 1,4 % au premier trimestre 1999), une conséquence des programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème, néanmoins en cours de résorption. C'est enfin dans ce circuit simplifié pour l'État et pour les SNF (cf. infra) que le poids du financement issu de la sphère non bancaire apparaît le plus significatif, à hauteur d'environ respectivement trois-quarts et deux-tiers du financement bancaire.

Pour les banques elles-mêmes, le financement en provenance des NBFI *français*, assurances incluses, ne représente qu'une part marginale de leur passif (731 milliards d'euros, soit seulement 6,0 % du passif de l'ensemble du secteur bancaire français au deuxième trimestre 2024). Mais environ les deux-tiers du financement des banques françaises par les NBFI seraient le fait des NBFI étrangers[130].

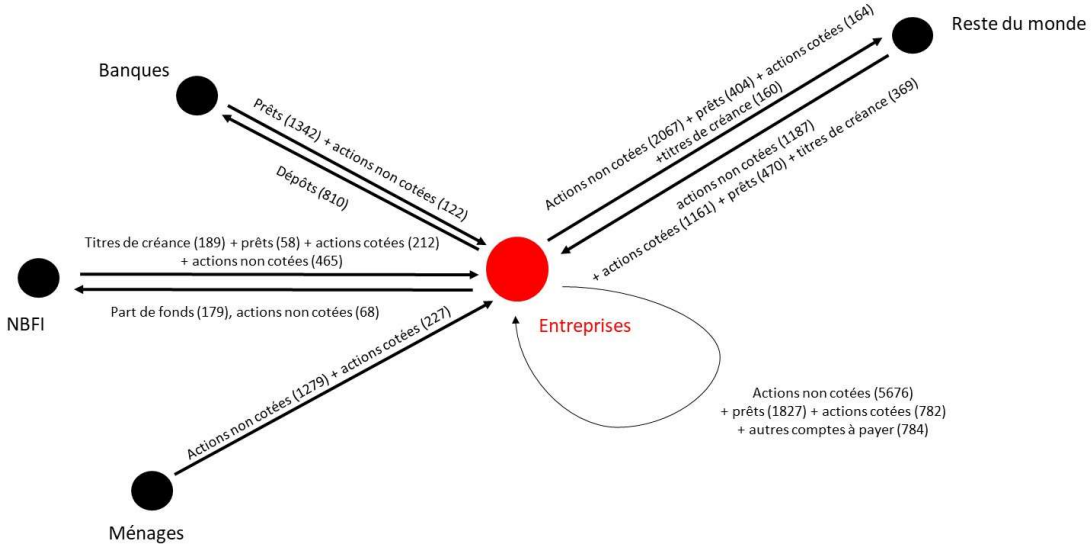
Le circuit financier des sociétés non financières

À partir de la matrice de stocks (cf. tableau 2.3) on peut de la même façon que pour les fonds et les banques établir le schéma du circuit financier simplifié des entreprises. Par rapport au schéma 2.2 où le circuit des SNF était déjà partiellement représenté, la première différence du schéma 2.3 tient à la présence du secteur du reste du monde. Ce dernier ressort comme un partenaire majeur des SNF mais avec une position nette plus

[130] À partir des données de supervision, la part totale du financement des 7 principaux groupes bancaires français en provenance des NBFI (résidents et étrangers) ressort à environ 16,5 % de leur passif, un degré de financement non bancaire légèrement supérieur à ce qui est observé au sein des banques d'importance systémique de la zone euro (14 %) (Banque de France, 2023).

équilibrée qu'avec les secteurs résidents. Cette dernière reflète, davantage qu'une dépendance des SNF au financement étranger, la complexité et la dimension internationale de l'organisation des entreprises françaises. En effet, la possession d'une filiale étrangère par une société mère française (ou inversement) se traduit par la détention par cette dernière de participations au capital de cette filiale tandis que les différentes entités d'un même groupe s'octroient également des liquidités par l'intermédiaire de prêts.

Schéma 2.3 : Le circuit financier simplifié des SNF. Encours au T2 2024 en Mds EUR



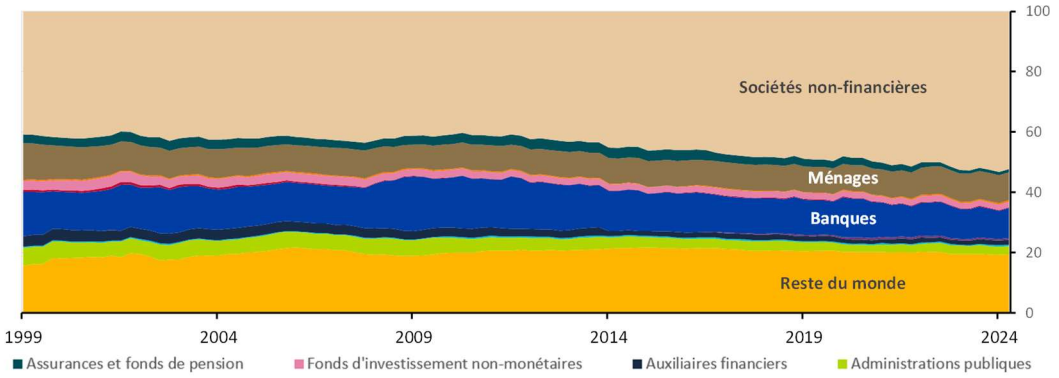
La seconde différence du schéma 2.3 avec le schéma 2.2 tient précisément à la représentation des flux intra SNF[131]. Il est important de les faire réapparaître dans le circuit financier des SNF car l'évolution de la composition du passif des SNF françaises qui ressort des comptes financiers est vraisemblablement le reflet d'un essor de flux intragroupe des SNF, lequel est porteur, au-delà du traditionnel risque de crédit, de deux autres types de risques : le *risque opérationnel interne aux entreprises* et le *risque d'accroissement des asymétries d'information*[132].

L'analyse de l'évolution du passif des SNF désagrégé par secteur de détention fait effectivement ressortir la montée du financement en provenance des SNF elles-mêmes. La part des SNF au passif d´autres SNF est aujourd'hui majoritaire (52,3 %), alors que les créances intra SNF ne représentaient que 40,8 % de leur passif au premier trimestre 1999. Inversement la part des banques dans le financement des SNF tend à diminuer depuis quinze ans : elles représentaient seulement 10 % des postes de passif au deuxième trimestre 2024 contre 14,6 % au premier trimestre 1999.

[131] Comme déjà indiqué ils sont invisibilisés dans la matrice des stocks.
[132] Mouriaux (F.), Sabatini (M.), Levy-Garboua (V.) (2019), « Le système financier de la zone euro après la crise : une mise en perspective (1999-2018) », *Bulletin de la Banque de France*, N° 226, article 8, novembre-décembre.

Graphique 2.10 : Évolution des postes de financement des SNF (en % du passif)

x : axe temporel / y : pourcent

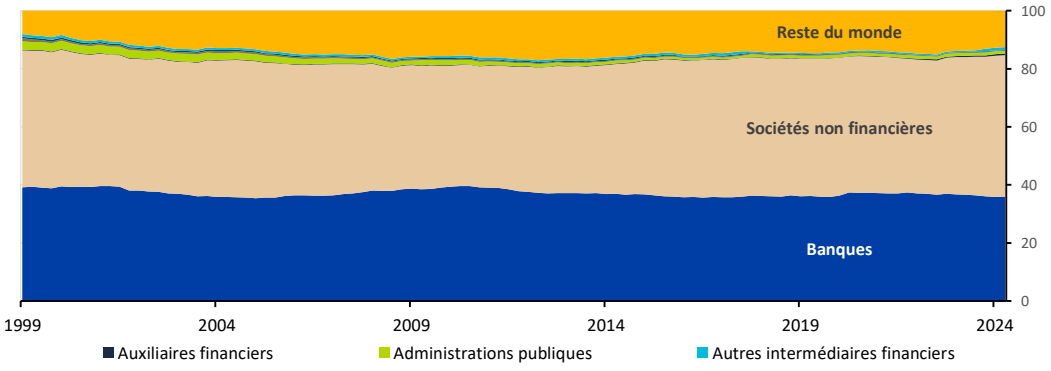


Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Les mêmes tendances sont observables au niveau du sous-ensemble des prêts : les SNF fournissent, elles-mêmes, désormais la moitié des encours de leurs prêts et cette proportion a augmenté dans le temps. Cette source de crédit semble principalement liée au développement de prêts entre entités de groupes de plus en plus complexes[133]. De leur côté, les banques n'assurent plus que 35,9 % du financement par crédit des SNF, une proportion qui a eu tendance à diminuer sur longue période[134]. Mais cette diminution est sans doute plus apparente que réelle si on considère que les prêts intra SNFs ne sont souvent que de la redistribution de prêts bancaires au sein d'un même groupe.

Graphique 2.11 : Sources des prêts aux SNF (en % de l'encours de prêts)

x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

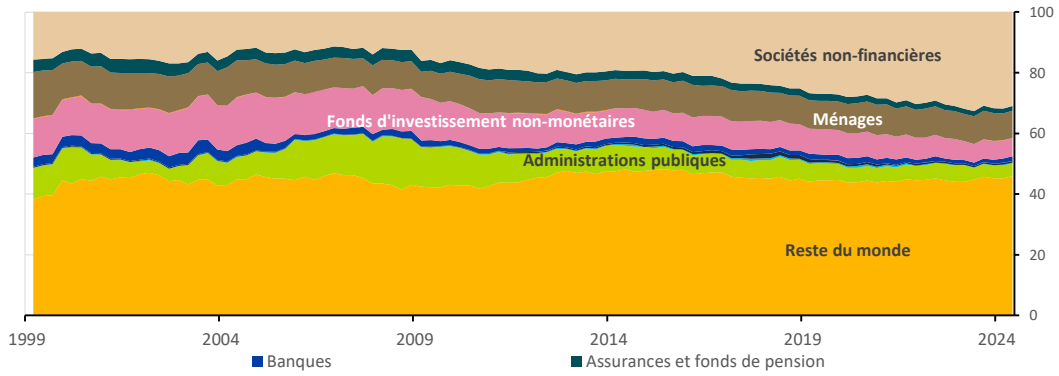
Enfin, le financement par actions est assuré majoritairement par les SNF et le reste du monde. Ce dernier est prépondérant dans la part d'actions cotées avec 45,9 % des détentions. À l'inverse, pour les actions non cotées, les SNF sont majoritaires avec 63,3 % des détentions, et leur part a crû sur longue période.

[133] En revanche, dans les comptes financiers, les délais de paiement se matérialisent dans un autre instrument (F81, crédits commerciaux) que les prêts classiques (F4).

[134] Si on exclut tous les prêts intra SNF on trouve que les banques assurent 70,2% des prêts souscrits par les SNFs auprès d'autres secteurs (et la proportion de financement bancaire est encore plus élevée du fait des prêts bancaires inclus dans les prêts issus du reste du monde).

Graphique 2.12 : Détenteurs des actions cotées émises par les SNF françaises (en % de l'encours de capital)

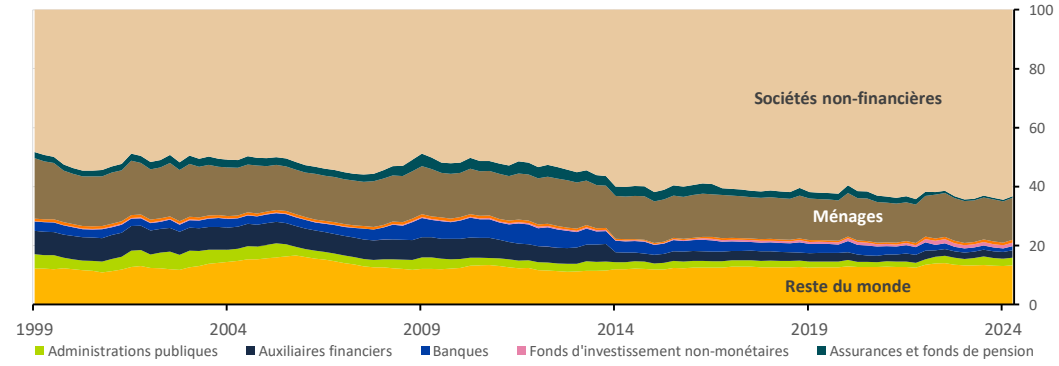
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.13 : Détenteurs des actions non cotées émises par les SNF françaises

x : axe temporel / y : pourcent du total des détentions



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Mouriaux *et al* (2019) observaient aussi à partir des données des comptes financiers de la zone euro que la part du secteur des « autres institutions financières » du SEC (ou *other financial institutions* – OFI) dans les crédits octroyés aux SNF de la zone euro a continuellement augmenté depuis 1999. Selon eux, ce constat, et celui d'une part croissante des flux financiers internationaux des SNF européennes, seraient « *cohérents avec l'hypothèse selon laquelle une part de l'évolution du secteur financier non bancaire observée depuis la crise [de 2008] pourrait s'expliquer par le développement de flux intragroupe et transfrontières impliquant la création de filiales mais aussi de structures spécialisées (institutions captives) et pouvant répondre à différents motifs d'optimisation*[135] *».*

La pertinence de cette hypothèse dans le cas français peut toutefois ne pas paraître immédiate. La part des prêts octroyés aux SNF françaises en provenance des OFI français (incluant les institutions financières captives et les auxiliaires financiers) françaises est en effet restée stable et à un niveau marginal, passant de 1,1 % au premier trimestre 1999 à 1,4 % au deuxième trimestre 2024. Cependant cette hypothèse est surtout liée au développement du crédit en provenance des OFI étrangers. Or, la part du reste du monde dans les crédits octroyés aux SNF a effectivement augmenté assez significativement entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2024 passant de 8 % à 12,6 % du total. Par ailleurs, comme on va le voir, la part des OFI

[135] Une analyse des entités créées par les groupes multinationaux a été menée par le Comité des statistiques de balance des paiements du FMI : *BOPCOM 18/03 - Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities*, qui cite par exemple les entités chargées d'émettre des titres pour le compte de leur groupe, des entités de leasing ou des entités détenant les brevets et licences de leur groupe.

au sein des financements en provenance du reste du monde a, elle aussi, significativement augmenté (cf. section 2). **Autrement dit, il est vraisemblable que les stratégies d'optimisation et d'internationalisation des SNF françaises aient eu une influence non négligeable dans le développement des liens du système financier français avec les NBFI étrangers.**

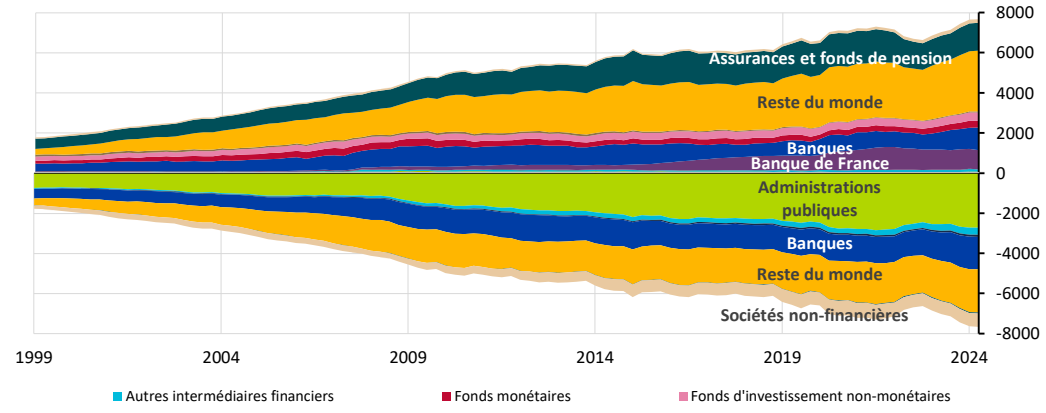
2.3. Les interconnexions financières avec le reste du monde

Comme déjà indiqué, une limite importante des données en « qui-à-qui » de la matrice des stocks financiers tient à l'absence de désagrégation sectorielle du secteur du reste du monde. Cela est particulièrement contraignant puisqu'on a vu qu'un des faits stylisés principaux de l'évolution du système financier français au cours des vingt-cinq dernières années était son ouverture à l'international. Le reste du monde apparaît, en outre, comme le principal vecteur de l'exposition des secteurs français aux NBFI.

Pour tenter de désagréger autant que possible le secteur du reste du monde nous intégrons à notre cartographie trois tableaux (annexes 2 à 4) construits à partir de la base de données SHS qui proposent des « qui-à-qui » complets entre les secteurs français et leurs contreparties des autres pays de l'Eurosystème pour les titres de créances, les actions cotées, et les parts de fonds d'investissement[136]. Ces trois tableaux proposent également des données sectorielles fiables sur les détentions des secteurs nationaux pour les mêmes catégories de produits financiers émis par des secteurs du reste du monde hors Eurosystème. La désagrégation des NBFI permise par SHS y est néanmoins un peu moins fine que celle du SEC, le secteur des OFI y regroupant aussi les institutions financières captives et les auxiliaires financiers. À partir de ces tableaux on peut s'essayer à décrire et analyser les interconnexions du système financier français avec le reste du monde.

Graphique 2.14 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des titres de créances

x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives.

[136] La cartographie à l'échelle de l'Eurosystème d'Andersen et Sánchez Serrano (2024) utilise également les données issues de SHS pour compléter les données issues des *quarterly sector accounts* de l'Eurosystème.

Les interconnexions avec le reste du monde sur le marché des titres de créance

Avant de rentrer dans le détail des interconnexions avec l'étranger on peut déjà noter, de façon générale à partir des données des comptes financiers, l'importance croissante du reste du monde, notamment côté détenteur, pour les titres de créance (bons de court terme et obligations de long terme) échangés au niveau du système financier français[137] (graphe 2.14). Le reste du monde représente ainsi 28 % des émissions et 40 % des détentions au deuxième trimestre 2024 (contre respectivement 20 % et 16% au premier trimestre 1999). On peut également noter que les administrations publiques (35,3 % des encours) et les banques (21,2 % des encours) sont les secteurs émetteurs résidents les plus importants de ce marché. Les émissions des banques ont de leur côté connu une évolution plus saccadée, le rythme d'augmentation de leurs émissions ayant stagné à partir de la crise financière de 2007-2008, pour ne se remettre à accélérer que très récemment à partir de 2022 avec la période de hausse des taux et la relative réduction de la liquidité. Les SNF ne représentent que 8,8 % des émissions.

En revanche, le rythme d'augmentation des émissions de l'État a eu tendance à s'accélérer à partir de la crise de 2007-2008 et ce jusqu'à la crise Covid-19 avant de devenir négatif, en apparence, avec la hausse des taux d'intérêt de 2022-2023. Mais cette baisse récente des émissions qui explique, avec la baisse concomitante des encours au passif du reste de monde, l'essentiel du recul récent des encours de ce marché est essentiellement lié à des effets de valorisation, la hausse des taux ayant mécaniquement induit une baisse de la valeur de marché des titres de dettes publics d'autant plus marquée que leur maturité moyenne est élevée[138]. Côté actif, on peut relever l'augmentation des encours détenus par la Banque de France, de façon concomitante aux programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème, la tendance s'étant inversée depuis début 2022 avec la fin des achats nets d'actifs puis avec la mise en place de la politique de *quantitative tightening* à partir de mars 2023.

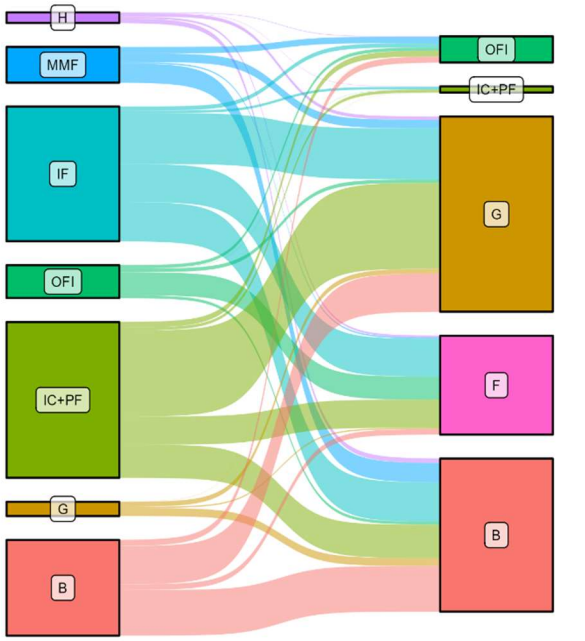
Les graphiques 2.15 et 2.16 proposent, à partir des données en « qui-à-qui » tirées de SHS, une représentation des interconnexions des secteurs résidents avec les secteurs du reste du monde pour les titres de créance français et étrangers. Pour les titres domestiques, comme déjà indiqué, on note l'importance des fonds d'investissement au passif des banques françaises puisqu'ils représentent 38 % des détentions de titres de créance des banques françaises par la zone euro. Pour les SNF on notera que les parts des NBFI et des OFI étaient de, respectivement 90 % (179 milliards d'euros), et 23 % (45 milliards d'euros) des engagements vis-à-vis de la zone euro au deuxième trimestre 2024, contre seulement 76 % et 3 % au premier trimestre 2014, ce qui est en ligne avec l'hypothèse de Mouriaux, Sabatini et Levy-Garboua. De façon générale on peut noter la montée du financement en provenance des NBFI et notamment des fonds monétaires européens qui sont passés de 4,9 % des détentions de la zone euro au premier trimestre 2014 à 7,3 % au deuxième trimestre 2024. De la même façon, la part des OFI de la zone euro est passée de 3,2 % à 6,8 % des détentions des secteurs de la zone euro.

[137] Les titres de créances échangés au niveau français et représentés dans le graphe 2.4 sont tous les titres de créance enregistrés par les comptes de patrimoine financier soit tous les titres de créance émis par des secteurs résidents et également les titres étrangers détenus par des secteurs résidents.

[138] À titre d'exemple les titres émis par les banques, dont la maturité est beaucoup plus faible, ont été nettement moins impactés par ces effets de valorisation.

Graphique 2.15 : Secteurs détenteurs de la zone euro (hors France) des titres de créances émis par les secteurs résidents

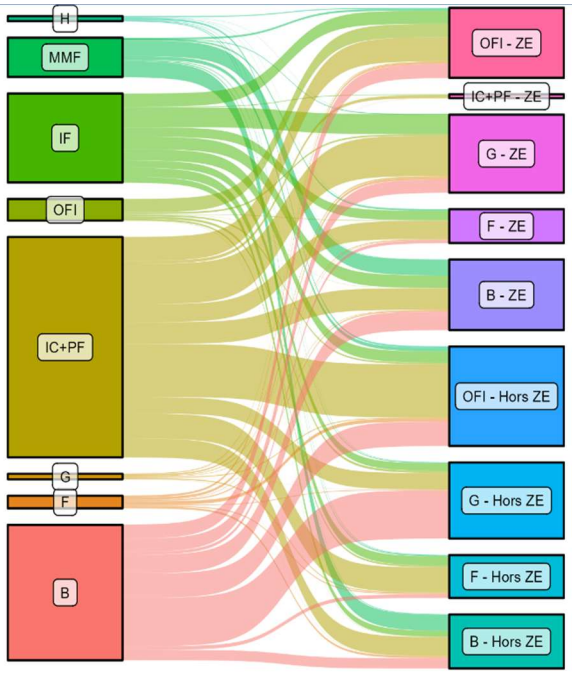
957 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages.

Graphique 2.16 : Secteurs détenteurs résidents des titres de créances émis par les secteurs du reste du monde

1 683 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages, ZE = zone euro.

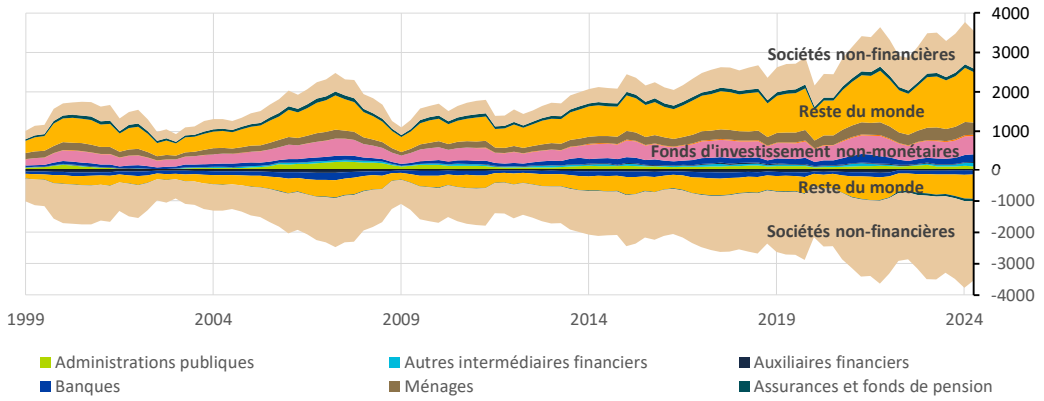
Pour ce qui est inversement des titres de créance étrangers détenus par les secteurs résidents, (cf. graphique 2.16) **on note le poids prépondérant des assureurs français mais aussi la grande diversification sectorielle et géographique de leur portefeuille**. Il avait d'ailleurs été souligné dans Banque de France (2023) que les portefeuilles de titres des assureurs français apparaissent plus diversifiés que la moyenne des assureurs européens. Les investissements en titres de créance étrangers des banques françaises ressortent comme plus concentrés vers les titres de dette publique et les titres de créance des autres institutions financières et principalement tournés vers des institutions hors zone euro.

Les interconnexions avec le reste du monde sur le marché des actions cotées

Pour ce qui est des actions cotées et non cotées échangées au niveau du système financier français, le fait le plus notable depuis vingt-cinq ans qui ressort des données des comptes de patrimoine financier apparaît également comme la montée du reste du monde au passif (côté émetteur) où il est passé de 18 % des émissions d'actions (cotées et non cotées) détenues par des institutions françaises à 20,1 % au deuxième trimestre 2024. La part du reste du monde dans la détention d'actions cotées françaises est, par ailleurs, passée de 31,3 % en 1999 à 36 % au deuxième trimestre 2024.

Graphique 2.17 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des actions cotées

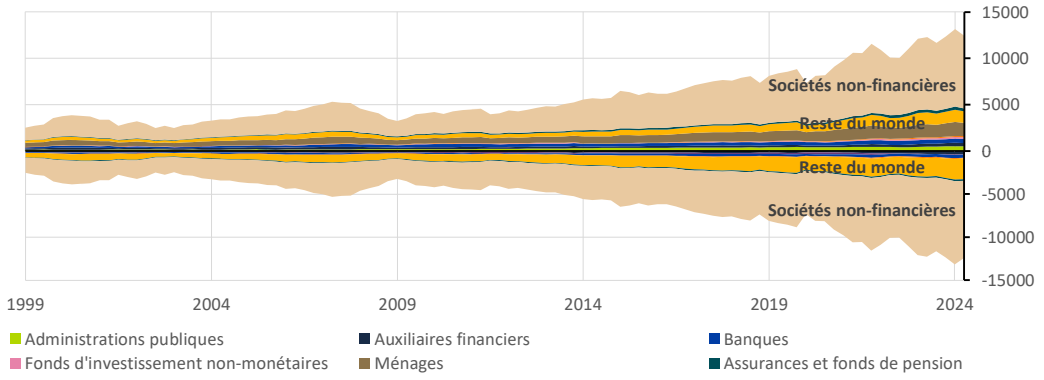
x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives.

Graphique 2.18 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des actions non cotées

x : axe temporel / y : encours (milliards)

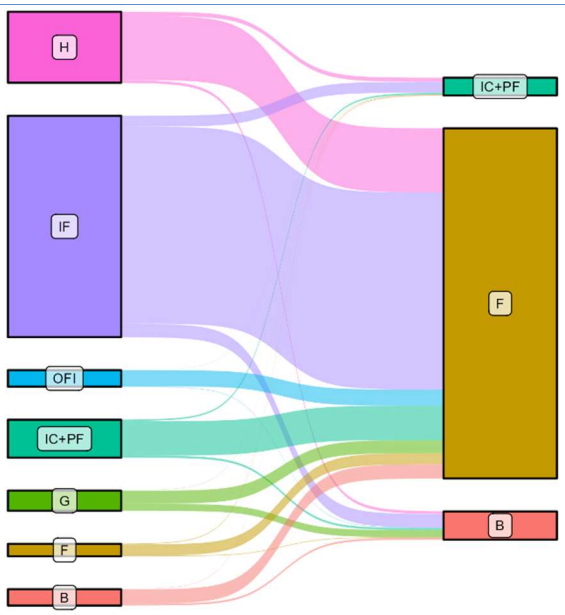


Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives.

Les graphiques 2.19 et 2.20 proposent, à partir des données en « qui-à-qui » tirées de SHS, une représentation des interconnexions des secteurs résidents avec les secteurs du reste du Monde pour les actions cotées françaises et étrangères. Pour les titres domestiques, comme déjà indiqué, on note l'importance des fonds d'investissement. Au niveau des actions cotées émises par les secteurs résidents et détenues par la zone euro, on peut relever surtout côté détenteurs la montée des fonds d'investissement non monétaires européens passés de 51,8 % des avoirs de la zone euro au premier trimestre 2014 à 56,2 % au deuxième trimestre 2024. À noter que pour les SNF résidentes on retrouve une prépondérance des NBFI pour cette source de financement, même si l'augmentation de leur part et de celle des OFI dans la détentions d'actions cotées françaises a été plus modeste que pour les titres de créance. Les parts des NBFI et des OFI étaient de respectivement 71,2 % (156 milliards d'euros) et 4,6 % (10 milliards d'euros) des engagements vis-à-vis de la zone euro au titres des actions cotées des SNF françaises au deuxième trimestre 2024, contre respectivement 69,6 % et 1,8 % au premier trimestre 2014.

Graphique 2.19 : Secteurs détenteurs de la zone euro (hors France) des actions cotées émises par les secteurs résidents

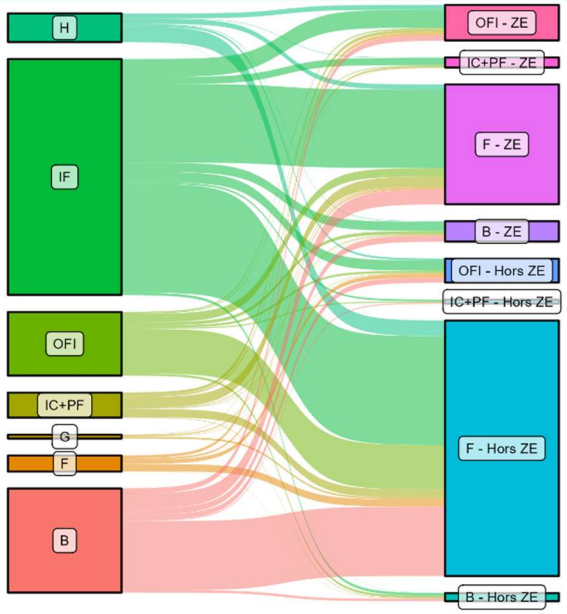
249 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages.

Graphique 2.20 : Secteurs détenteurs résidents des actions cotées émises par les secteurs du reste du monde

598 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages, ZE = zone euro.

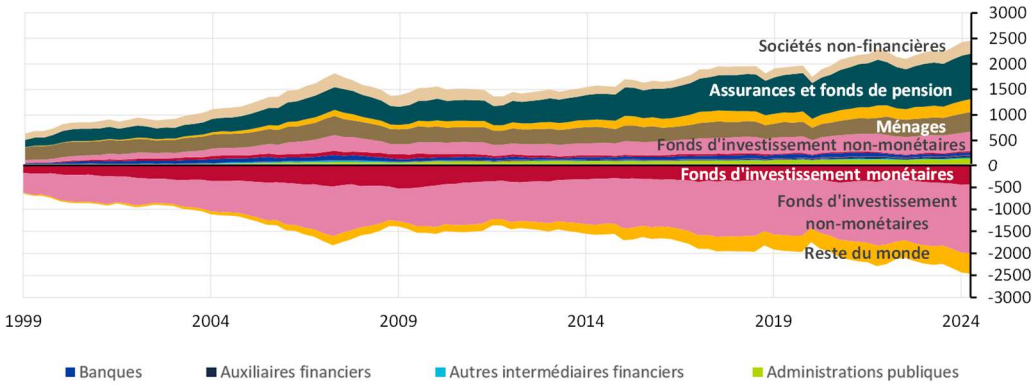
Inversement, pour ce qui est des actions cotées étrangères détenues en France (cf. graphique 2.21), la part détenue par les fonds non monétaires français est passée de 56,6 % des avoirs des secteurs résidents au premier trimestre 2014 à seulement 49,5 % au deuxième trimestre 2024, une diminution qui explique en partie la baisse de part d'actifs liquides des fonds non monétaires résidents relevée dans la première section de ce chapitre.

Les interconnexions avec le reste du monde sur le marché des parts de fonds d'investissement

Sur le marché des parts de fonds échangées en France, on observe en premier lieu une augmentation de la part relative occupée par le reste du monde, que ce soit au niveau des détentions ou des émissions. Il représente ainsi aujourd'hui 10,1 % des détentions soit une proportion dix fois plus élevée qu'en 1999. Au niveau des émissions de parts de fonds détenues par les secteurs résidents, la part du reste du monde a également augmenté pour passer de 3 % en 1999 à 18,8 % au T2 2024.

Graphique 2.21: Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des parts de fonds

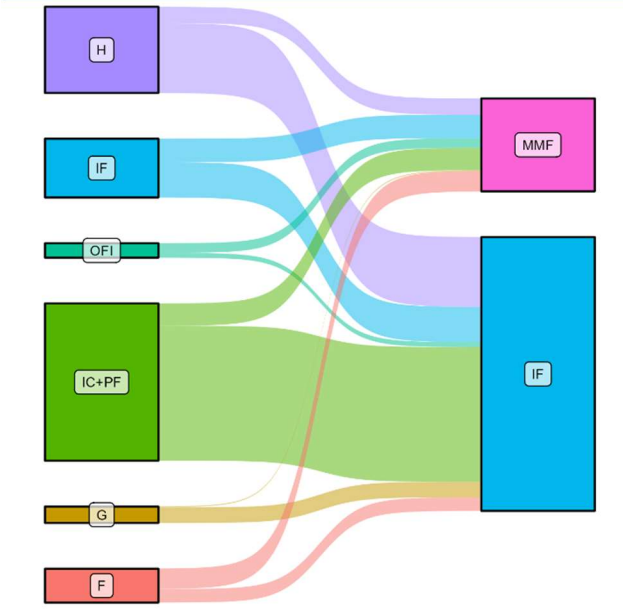
x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives

Graphique 2.22 : Secteurs détenteurs de la zone euro (hors France) des parts des fonds d'investissement résidents

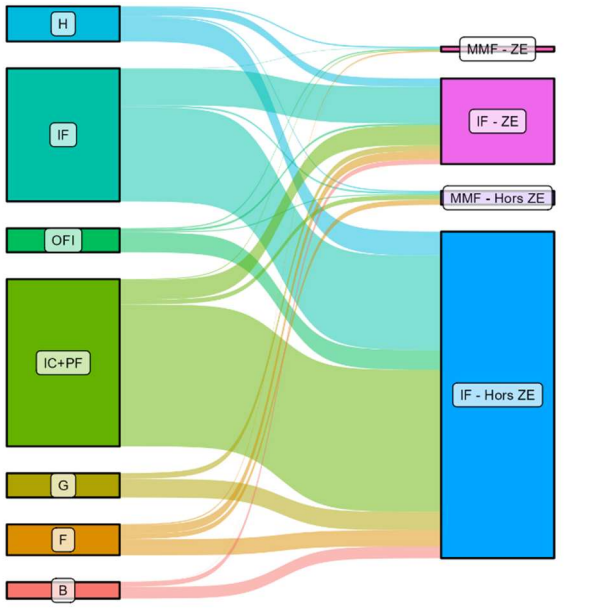
167 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages.

Graphique 2.23 : Secteurs détenteurs résidents des parts de fonds d'investissement étrangers

371 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages, ZE = zone euro .

Si on s'intéresse aux parts émises par les fonds d'investissement résidents et détenues à l'étranger (cf. graphique 2.22), on note pour les émetteurs une montée du poids des parts de fonds monétaires français au détriment de celles de fonds non monétaires : les parts des fonds monétaires représentent ainsi désormais 36,8 % des parts de fonds résidents détenus à l'étranger au deuxième trimestre 2024 contre

seulement 11,3 % au premier trimestre 2014. **Côté détenteurs on note, pour ce qui est de la zone euro, une montée du poids des assureurs et des fonds de pension européens** qui représentaient 42,5 % des avoirs de la zone euro en parts de fonds français au deuxième trimestre 2024 contre seulement 25,8 % au premier trimestre 2014.

Enfin, pour ce qui est des parts de fonds étrangers détenus en France (cf. graphique 2.23) on n'observe pas la même montée du poids relatif des parts de fonds monétaires. Côté secteurs détenteurs résidents, le principal fait observable depuis dix ans tient à la montée du poids des assureurs qui est passé de 32,9 % du total des avoirs résidents en parts de fonds étrangers au premier trimestre 2014 à 38,5 % au deuxième trimestre 2024. On semble donc avoir eu, à l'échelle de la zone euro, un attrait ces dernières années des assureurs pour les parts de fonds d'investissement, ce qui transparaît effectivement dans la composition de leur bilan[139].

Conclusion

Ce chapitre s'est efforcé de proposer une cartographie détaillée des interconnexions du système financier français, essentiellement à partir des données des comptes financiers et de patrimoine français. Pour remédier à l'absence de désagrégation sectorielle du « reste du monde » en comptabilité nationale nous avons tâché d'intégrer également à notre cartographie des « qui-à-qui » entre les secteurs français et leurs contreparties des autres pays de l'Eurosystème sur ces différents marchés à partir de la base de données SHS de l'Eurosystème. Une autre limite des comptes financiers tient toutefois à ce que certaines opérations financières complexes comme celles sur produits dérivés ou les pensions-livrées (repos) restent peu détaillées, voire sont invisibles dans les comptes financiers[140]. Pour y remédier, une extension de ce travail pourrait être de proposer, sur le modèle d'Andersen et Sánchez Serrano (2024), un « qui-à-qui » sur les paiements de marges initiales sur produits dérivés à partir des données *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) et un autre sur les prêts relatifs à des titres pris en pension à partir de la base européenne *Securities Financing transactions datastore* (SFTDS).

[139] Cf. Banque de France (2023) pour une analyse plus détaillée du bilan des assureurs français.

[140] Invisibilisées ne signifie néanmoins pas absentes, car les flux qu'elles induisent sont alors inclus dans les chiffres des autres catégories d'opérations financières (notamment les dépôts et les crédits).

Annexe 1 : Matrice des flux financiers nets de la France au T2 2024

Flux financiers nets	Sociétés non financières	Banque de France	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Institutions financières captives et prêteurs non institutionnels	Auxiliaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	Reste du monde	Σ
(F1) Or et DTS													**0**
(F21) Numéraire	**1**	**-2**									**4**	**-3**	**0**
(F2M) Dépôts auprès de :	**3**	**13**	**-35**	**-5**	**6**	**13**			**2**	**13**	**20**	**-30**	**0**
Banque de France		39	-21							7		-24	0
Banques	4	-19	15		6	13			2	9	20	-49	0
Administrations publiques	1									-3		2	0
Reste du monde	-2	-6	-29	-5								41	0
(F3) Titres de créance émis par :	**-16**	**-16**	**68**	**-8**	**4**	**-22**	**-1**	**-12**	**9**	**-57**		**51**	**0**
Sociétés non financières	-19	-1	1	4					-2	-1		18	0
Banques	2	-2	1	-10	-1	-2			1		-1	12	0
Autres intermédiaires financiers			14		-1	-7		-1	-1			-4	0
Auxiliaires financiers			1		1			-8	1			4	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			1				-1						0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			2					-1				-1	0
Administrations publiques	-1	-6	14	2	-2	3		-1	5	-55		42	0
Reste du monde	1	-8	35	-4	6	-14			4	-1	1	-21	0
(F4) Prêts octroyés par :	**-14**		**4**	**1**		**-10**		**-6**	**-2**	**2**	**1**	**25**	**0**
Sociétés non financières	-3						-1	-6		5		5	0
Banques	-14		-1			-5		-7	3		7	16	0
Fonds monétaires				1	-1								0
Autres intermédiaires financiers	-0		4			-23					-7	26	0
Auxiliaires financiers	-1							3	-3			1	0
Administrations publiques	3									-3			0
Reste du monde	1					19		4	-1			-23	0
(F511) Actions cotées émises par :	**-22**		**13**		**2**	**15**	**1**			**1**	**4**	**-15**	**0**
Sociétés non financières	-11		2		-2	-4				1	4	11	0
Banques	2				-1		1					-2	0
Auxiliaires financiers								-1		1		1	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension	-3								2			1	0
Reste du monde	-10		10		5	20					1	-25	0
(F51M) Actions non cotées et autres participations émises par :	**-3**		**-7**				**2**	**9**	**1**		**2**	**-5**	**0**
Sociétés non financières	-103		13		9		5	32	4	1	13	25	0
Banques	27		-13		-2			-1			-8	-4	0
Autres intermédiaires financiers	6											-5	0
Auxiliaires financiers	58		-7		-7		-3	-25	-7		-3	-6	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			2									-2	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			-1						3	-1		-1	0
Reste du monde	9		-1		1			3	1			-13	0
(F52) Parts de fonds émises par :	**-8**		**-1**	**11**	**-16**	**4**	**1**	**4**	**-2**		**11**	**-2**	**0**
Fonds monétaires	-10			11	7		1	-1	-4		1	-4	0
Fonds d'investissement non monétaires	1				-22	1		4	4		9	4	0
Reste du monde	1		-1			3		1	-2	-1	1	-2	0
(F7) Produits dérivés émis par :		**-1**	**-3**		**2**							**2**	**0**
Sociétés non financières	-1		1										0
Banque de France		-1			1								0
Banques	1		-93	-1	1	-3						95	0
Fonds monétaires			-1	-1								1	0
Fonds d'investissement non-monétaires			2		-2	-1						1	0
Autres intermédiaires financiers			-10		-1	15						-4	0
Reste du monde			98	1	2	-11			-1			-91	0
(F6) Provisions techniques d'assurances émises par :									**-19**		**14**	**5**	**0**
Sociétés d'assurance et fonds de pension									-18		14	4	0
Reste du monde									-1			1	0
(F8) Autres comptes à recevoir ou à payer	**5**	**2**	**25**		**-1**	**1**			**1**	**-7**	**3**	**-30**	**0**
Sociétés non financières	10		-3			-5				-9	1	5	0
Banques	-8	2	26			-1					-9	-10	0
Fonds d'investissement non monétaires					-1	-0					1		0
Autres intermédiaires financiers						6					-1	-6	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension									1	-1			0
Administrations publiques	-12									-16	27		0
Ménages	1		-3			-1				19	-17		0
Reste du monde	13		5			2				-1		-20	0
(BF90) Capacité/Besoin de financement	**54**	**3**	**-63**	**2**	**3**	**-1**	**-4**	**6**	**10**	**47**	**-59**	**2**	**0**
Σ	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Note : Cette matrice correspond à la fusion des deux tableaux « Flux nets d'acquisitions d'actifs financiers » et « Flux nets d'engagements contractés et capacité/besoin de financement » des comptes financiers publiés par la Banque de France. Les flux nets d'acquisitions d'actifs financiers prennent un signe positif tandis que les Flux nets d'engagements contractés prennent un signe négatif. Chaque compte d'opération étant nécessairement équilibré, chaque ligne a zéro pour somme. Suivant l'usage en comptabilité nationale, on inscrit comme un flux net d'engagements contractés (donc avec un signe négatif) le solde, qui est la différence entre les augmentations nettes d'actifs et de passifs, appelé la capacité de financement du secteur (ou le besoin de financement si ce solde est négatif). De cette façon chaque colonne a également zéro pour somme.
Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

.

Annexe 2 : Avoirs et engagements des secteurs français (hors Banque de France) vis-à-vis des secteurs non-résidents pour les titres de créances au T2 2024 en Mds EUR

	Sociétés non financières	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	M
Avoirs sur le reste du monde	**40**	**431**	**125**	**284**	**69**	**702**	**17**	**16**	**1 683**
Secteur émetteur ZE	**18**	**155**	**58**	**177**	**50**	**340**	**10**	**5**	**813**
F^{ZE}	1	10	5	30	2	57	2	1	108
B^{ZE}	3	59	50	40	1	69	2	1	224
OFI^{ZE}	6	44	6	42	43	76	2	3	222
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$				2		9			12
G^{ZE}	7	42		63	5	128	4	1	248
Secteur émetteur hors ZE	**22**	**276**	**67**	**107**	**19**	**362**	**7**	**11**	**869**
F*	3	12	3	29	6	79	3	2	136
B*	6	33	50	18	1	60	1	2	172
OFI*	11	77	11	35	5	169	3	5	316
IC*+PF*						1			2
G*	2	153	2	23	7	52		1	242
Engagements vis-à-vis du reste du Monde	**369**	**953**			**178**	**29**	**1 510**		**3 039**
Secteur détenteur ZE	**199**	**305**			**52**	**12**	**389**		**957**
F^{ZE}	3	3					4		10
B^{ZE}	11	90			12		76		189
MMF^{ZE}	3	38			13		17		70
IF^{ZE}	75	78			8	5	100		266
OFI^{ZE}	45	6			6		7		65
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$	56	66			11	6	169		308
G^{ZE}	2	16					10		28
H^{ZE}	4	9			1	1	7		21
Détention hors ZE	**171**	**648**			**126**	**16**	**1 121**		**2 082**

Sources : BCE SHS-S et Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Notes : Les engagements vis-à-vis les résidents hors zone euro sont identifiés comme la différence entre les engagements vis-à-vis le reste du monde à partir des comptes financiers trimestriels (CFT) et la somme des détentions des résidents de la zone euro ; les détentions de titres français par l'Eurosystème sont comptabilisées dans les détentions hors zone euro ; L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.

Annexe 3 : Avoirs et engagements des secteurs français (hors Banque de France) vis-à-vis des secteurs non-résidents pour les actions cotées au T2 2024 en Mds EUR

	Sociétés non financières	Banques	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	M
Avoirs sur le reste du monde	**20**	**131**	**296**	**80**	**31**	**5**	**36**	**598**
Secteur émetteur ZE	**6**	**33**	**141**	**17**	**20**	**2**	**13**	**233**
F^{ZE}	2	19	99	11	13	1	6	150
B^{ZE}		8	11	4	1		1	25
OFI^{ZE}	3	7	22	1	4		6	45
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$			9	1	2		1	12
Secteur émetteur hors ZE	**14**	**98**	**154**	**63**	**12**	**3**	**22**	**365**
F^{*}	9	87	136	56	10	2	20	320
B^{*}		3	3	3	1			10
OFI*	5	6	13	3	1		2	30
IC*+PF*		1	2	1				5
Engagements vis-à-vis du reste du monde	**1 161**	**69**		**5**	**39**			**1 274**
Secteur détenteur ZE	**219**	**18**		**1**	**11**			**249**
F^{ZE}	7							7
B^{ZE}	9	1						10
IF^{ZE}	124	8		1	7			140
OFI^{ZE}	10							10
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$	22	1			1			24
G^{ZE}	8	4						13
H^{ZE}	40	2			3			45
Détention hors ZE	**941**	**51**		**5**	**28**			**1 025**

Sources : BCE SHS-S et Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Notes : Les engagements vis-à-vis les résidents hors zone euro sont identifiés comme la différence entre les engagements vis-à-vis le reste du monde à partir des comptes financiers trimestriels (CFT) et la somme des détentions des résidents de la zone euro ; les détentions de titres français par l'Eurosystème sont comptabilisées dans les détentions hors zone euro ; L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.

Annexe 4 : Avoirs et engagements des secteurs français (hors Banque de France) vis-à-vis des secteurs non-résidents pour les parts de fonds au T2 2024 en Mds EUR

	Sociétés non financières	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	Σ
Avoirs sur le reste du monde	**26**	**14**	**1**	**114**	**21**	**143**	**21**	**30**	**371**
Secteur émetteur ZE	**8**	**4**		**32**	**3**	**18**	**5**	**8**	**78**
MMF^{ZE}	1				1	1		1	4
IF^{ZE}	7	4		31	2	17	5	7	73
Secteur émetteur hors ZE	**18**	**10**	**1**	**82**	**18**	**126**	**16**	**22**	**293**
MMF^{*}	4		1	2	1	4		1	13
IF^{*}	14	10		81	17	122	16	21	280
Engagements vis-à-vis du reste du monde			**91**	**157**					**247**
Secteur détenteur ZE			**43**	**124**					**167**
F^{ZE}			9	6					15
B^{ZE}			1						1
IF^{ZE}			11	16					27
OFI^{ZE}			4	2					7
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$			10	61					71
G^{ZE}				7					7
H^{ZE}			7	32					39
Détention hors ZE			**48**	**32**					**80**

Sources : BCE SHS-S et Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Notes : Les engagements vis-à-vis les résidents hors zone euro sont identifiés comme la différence entre les engagements vis-à-vis le reste du monde à partir des comptes financiers trimestriels (CFT) et la somme des détentions des résidents de la zone euro ; les détentions de titres français par l'Eurosystème sont comptabilisées dans les détentions hors zone euro ; L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.

Annexe 5 : Nomenclature du secteur financier français selon le SEC

<table>
<tr><th colspan="5">Intermédiaires financiers à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension S12A</th><th rowspan="3">Auxiliaires financiers</th><th rowspan="3">Institutions financières captives</th><th rowspan="3">Sociétés d'assurance et fonds de pension</th></tr>
<tr><th colspan="3">Institutions financières monétaires</th><th rowspan="2" colspan="2">Intermédiaires financiers non monétaires S12AIF</th></tr>
<tr><th rowspan="2">Banque centrale</th><th colspan="2">Autres institutions monétaires financières S12T</th><th rowspan="2">OPC monétaires</th></tr>
<tr><th colspan="2">Établissements de crédit et assimilés</th><th>OPC non monétaires et assimilés</th><th>Autres intermédiaires financiers</th></tr>
<tr><th>S121</th><th colspan="2">S122</th><th>S123</th><th>S124</th><th>S125</th><th>S126</th><th>S127</th><th>S128+S129</th></tr>
<tr>
<td>Banque de France

IEDOM
(Institut d'émission des départements d'outre-mer)</td>
<td>• Banques commerciales

• Banques mutualistes ou coopératives

• Caisses de crédit municipal

• Établissement de monnaie électronique résident

• Institutions financières spécialisées (IFS)
– Euronext Paris
– Caisse de garantie du logement locatif social (CGLS)
– Agence française de développement (AFD)

• Sociétés de développement régional (SDR) y compris les institutions financières des départements d'outre-mer</td>
<td>• Sociétés financières régies par des dispositions législatives ou réglementaires spécifiques
– Sociétés financières affiliées aux banques mutualistes ou coopératives
– Sociétés de crédit immobilier
– Sociétés de crédit foncier
– Sociétés de caution à statut particulier
– Sofergie
– Sociétés de crédit d'outremer (DOM uniquement)
– Société de financement des télécommunications

• Sociétés financières exerçant divers types d'activité
– Crédit-bail
– Autre distribution de crédit
– Société de financement

• Caisse des dépôts et consignations (CDC)

• Société d'affacturage siège métropole</td>
<td>• SICAV monétaires

• FCP monétaires</td>
<td>• SICAV et FCP non monétaires à vocation générale
dont :
– OPC « actions »
– OPC « obligations
– OPC « fonds à formule »
– OPC « de fonds alternatifs »
– OPC diversifiés
– OPC monégasques

• SICAF

• FCP Entreprises :
– OPC d'épargne salariale (FCPE, SICAVAS)
• Fonds commun d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)

• FCP à risques y compris FCPI et FIP

• Sociétés civiles de placements immobiliers (SCPI)

• Organismes de placement collectifs en immobilier (OPCI)</td>
<td>• Entreprises d'investissement
• Action Logement Services (ALS)

Gérés par l'ANPEEC
• Groupements professionnels de répartition d'emprunts collectifs au profit d'agents non bancaires

• Sociétés de caution mutuelle (SCM)

• Organismes de titrisation

• Société de financement de l'économie française (SFEF)

• Entreprises de micro-crédit

• Établissements traités pour l'ACPR</td>
<td>• Sociétés de gestion de portefeuille (AMF)

• Sociétés de courtage

• GIE Carte Bleue

• GIE Carte Bancaire

• Fonds de garantie des dépôts

• Changeurs manuels

• Compagnies financières

•Établissements de paiement</td>
<td>• Sociétés qui détiennent un niveau de capital leur permettant d'assurer le contrôle d'un groupe de sociétés filiales et dont la fonction principale est de posséder ce groupe sans fournir aucun autre service (elles n'administrent pas ou ne gèrent pas d'autres unités)

• Critères de sélection de ces U.L
– U.L avec production < 1 million d'euros
et
– U.L possède plus de 80 % de titres de participation sur l'actif total
et
– U.L emploie entre 0 et 3 salariés
et
– U.L avec un bilan > 1 million d'euros</td>
<td>• Sociétés :
– d'assurance-vie
– d'assurance non-vie
– de réassurance

• Mutuelles

• Institutions de prévoyance

• Coface

• Fonds de pension</td>
</tr>
</table>

Sources : SEC 2010 et Banque de France.

Notes : Le Système européen des comptes (SEC 2010) décline le secteur des sociétés financières (S12) en 9 sous-secteurs : S121, S122,S123, S124, S125, S126, S127, S128 et S129 ; ACPR : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, FCP : fonds commun de placement, FCPI : fonds commun de placement pour l'innovation, FIP : fonds d'investissement de proximité, OPC : organismes de placement collectif, SICAF : société d'investissement à capital fixe, SICAV : sociétés d'investissement à capital variable, U.L : unités légales.

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

Directeur de la publication
Claude PIOT

Directeurs de la rédaction
François HAAS
Édouard VIDON

Coordinateurs
Frédéric GUEVEL, Gabriel CHEMAIN ; Dalia IBRAHIM

Comité éditorial
Frédéric AHADO ; Cyrille AMAND ; Jade AL YAHYA ; Amandine ARAUJO ; Angélique AUBERT ; Ludivine BERRET ; Pierre BERTHONNAUD ; Caroline BIENVENU ; Jean-François BOUSCASSE ; Claire BROUSSE ; Aurore CAMBOU ; Alexandre CHEVALLIER ; Thibauld CHRISTIN ; Lucille COLLET ; Etienne DE L'ESTOILE ; Grégoire DESBROSSES ; Lucas DEVIGNE ; Grégoire DESBROSSES ; Feyrouz DJABALI ; Paul DOMART ; Fanchon DURAND ; Mathieu EL DAHABY ; Aurélien ESPIC ; Laurent FAIVRE ; Thomas FERRIERE ; Vincent GUEGAN ; Raphaël GORRAND ; Déborah HADDAD ; Jonas HEIPERTZ ; Julien IDIER ; Caroline JARDET ; Tristan JOURDE ; Jules JOYEZ ; Lisa KERDELHUE ; Sandrine LECARPENTIER ; Pauline LEZ ; Antoine LHUISSIER ; Tarik MOUAKIL ; Thibaut PIQUARD ; Inès RISPAL ; Martin SAILLARD ; Rachele SANNIER ; Alice SCHWENNINGER ; Matthieu SEGOL ; Pierre SOLA ; Edith STOJANOVIC ; Yann TESTARD ; Louise TUPINIER ; Floris VAN DIJK ; Thao VU THANH ; Raphaël VIVES ; Déborah ZRIBI

Traduction et réalisation
Pôle Data
Direction de la Stabilité Financière
Service de l'Édition et des Langages
Direction de la Communication

Dépôt légal
Décembre 2024
ISSN 2268-5278 (en ligne)

Internet
https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-recherche/nos-principales-publications/rapport-sur-la-stabilite-financiere