



RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE JUIN 2025

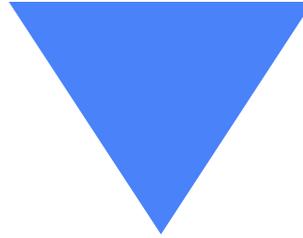
AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ, SOUS-GOUVERNEURE

FRANÇOIS HAAS, DIRECTEUR GÉNÉRAL ADJOINT,
RESPONSABLE DU PÔLE DE STABILITÉ FINANCIÈRE



VUE D'ENSEMBLE

- **Incertitude, imprévisibilité**
 - **Marchés résilients**, mais toujours susceptibles d'ajustements désordonnés
 - La guerre commerciale peut fragiliser les **acteurs non-financiers**
 - même si l'économie française est moins directement exposée que d'autres économies de la Z€
 - **Finances publiques** préoccupantes.
 - **Intermédiaires financiers** davantage exposés au risque macroéconomique qu'aux actifs US
 - **Risque cyber** prégnant dans un environnement géopolitique dégradé
- **Chapitre thématique** : risque de correction des portefeuilles des institutions financières françaises dans le cadre de scénarios de **transition bas-carbone**
- Le secteur financier semble en mesure d'absorber ce risque
 - Mais le **retard dans la transition** renforce également les **risques physiques** qui pourraient générer des pertes bien plus importantes.



1

**LE DÉCLENCHEMENT DE LA
GUERRE COMMERCIALE A
CONDUIT À UNE
CORRECTION D'AMPLEUR
MAIS ORDONNÉE DES
MARCHÉS**

LA HAUSSE DE LA VOLATILITÉ ET LA CORRECTION DES MARCHÉS ACTIONS ONT ÉTÉ IMPORTANTES MAIS TEMPORAIRES

Les **annonces de droits de douane du 2 avril** ont constitué un choc de marché à l'échelle internationale avec notamment une forte correction des **marchés actions**.

Les valorisations, notamment américaines, sont depuis reparties à la hausse et se situent toujours à des **niveaux historiquement élevés** ce qui les rend vulnérables à une correction brutale.

CAC 40

-12,6%
entre le 2 et le 9
avril

+ 3,9%
entre 1er janvier
et le 17 juin

Évolution du S&P500, de l'Eurostoxx50 et du CAC40 depuis le 1er janvier 2024

x : axe temporel / y : indices (base 100 = 1er janvier 2024)



Source : Bloomberg.
Dernier point : 17 juin 2025.

LA DÉTÉRIORATION DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL A ÉGALEMENT AFFECTÉ LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

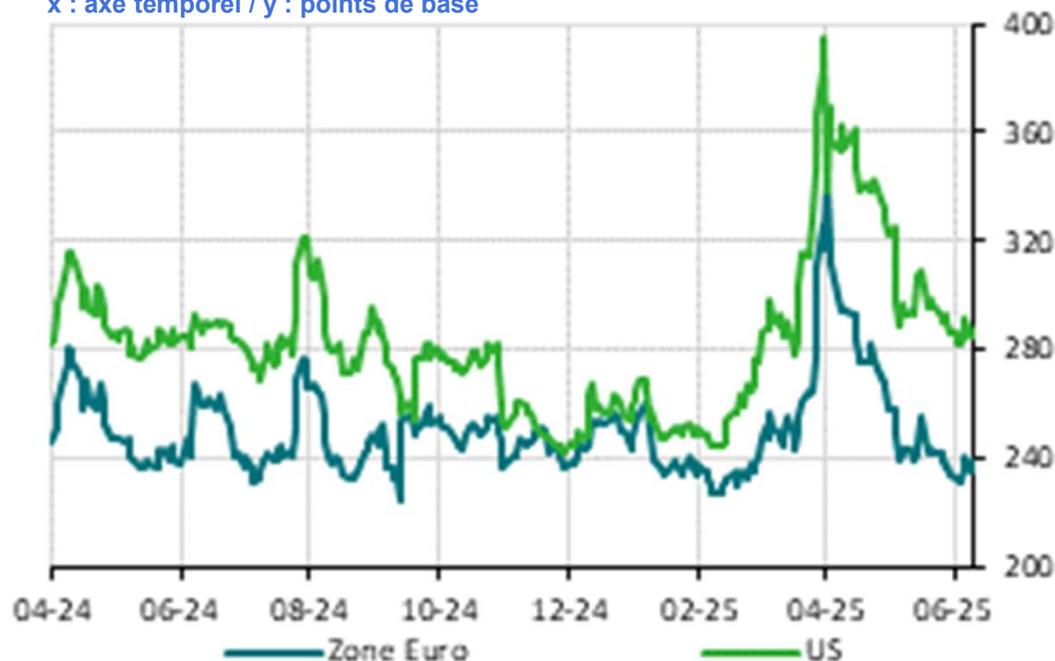
Les annonces de droits de douane ont engendré une **forte hausse des spreads** de crédit particulièrement sur la catégorie *high yield*.

Les **fonds d'investissement** américains et européens spécialisés dans les obligations d'entreprise *high yield* ont connu des sorties très importantes même si le mouvement a corrigé depuis.

-4,2%
de leur encours: la
décollecte des
fonds obligataires
américains HY
entre le 1^{er} et le 23
avril

Spread de crédit moyen entre les obligations de catégorie high yield et investment grade

x : axe temporel / y : points de base



Le spread de crédit moyen HY-IG sur les obligations en euros a augmenté de 65 points de base entre le 2 avril et le 15 avril

Source : Bloomberg, calculs Banque de France.
Dernier point : 17 juin 2025

LES TITRES DU TRÉSOR AMÉRICAIN ET LE DOLLAR N'ONT PAS BÉNÉFICIÉ DE LEUR STATUT TRADITIONNEL D'ACTIF REFUGE

Les *Treasuries* (UST) ont connu une **pentification inhabituelle** en période d'aversion au risque (+ 36 pbs sur le spread 30Y-10Y entre le 2 et 16 avril)

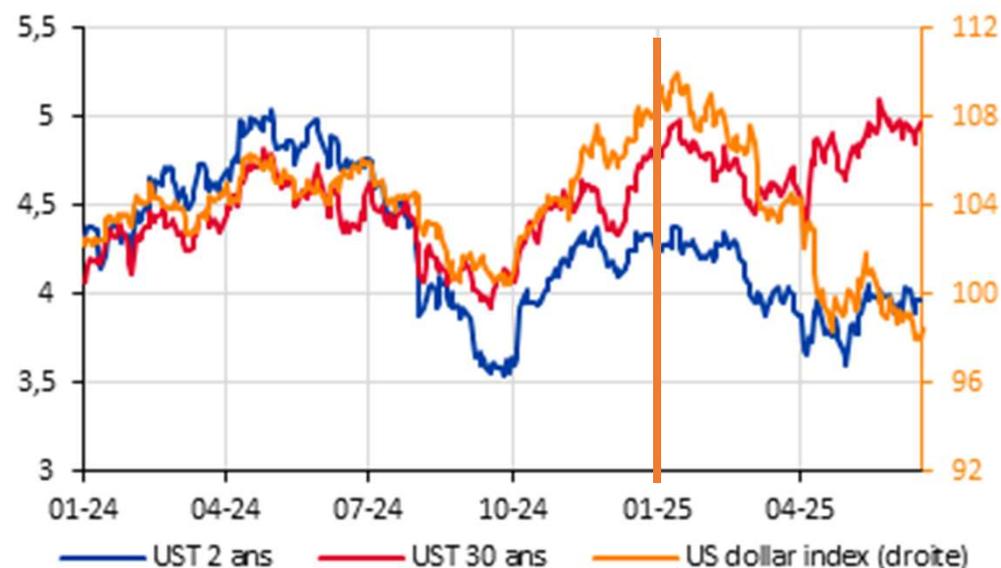
Les **débouclages de positions** sous la forme de *swap spread* par des *hedge funds* semblent avoir joué un rôle déterminant.

Le **dollar s'est déprécié** : plus bas face à l'euro depuis janvier 2022.

3500 dollar l'once, le cours historique de l'or atteint le 22 avril

1,15 \$/€ le cours EUR/USD au 17 juin

Indice US dollar et rendements des Treasuries à 2 et 30 ans
x: axe temporel / y : [droite] : USD index / [gauche] : rendements des UST (en %)



Source : Bloomberg
Dernier point : 17 juin 2025

UNE PRÉSENCE CROISSANTE DES HEDGE FUNDS SUR LA DETTE SOUVERAINE EUROPÉENNE

Les *hedge funds* ont une présence de plus en plus marquée sur les marchés de dette souveraine européens.

En raison de leur **levier élevé**, un choc sur les prix pourrait contraindre ces fonds à déboucler simultanément des positions.

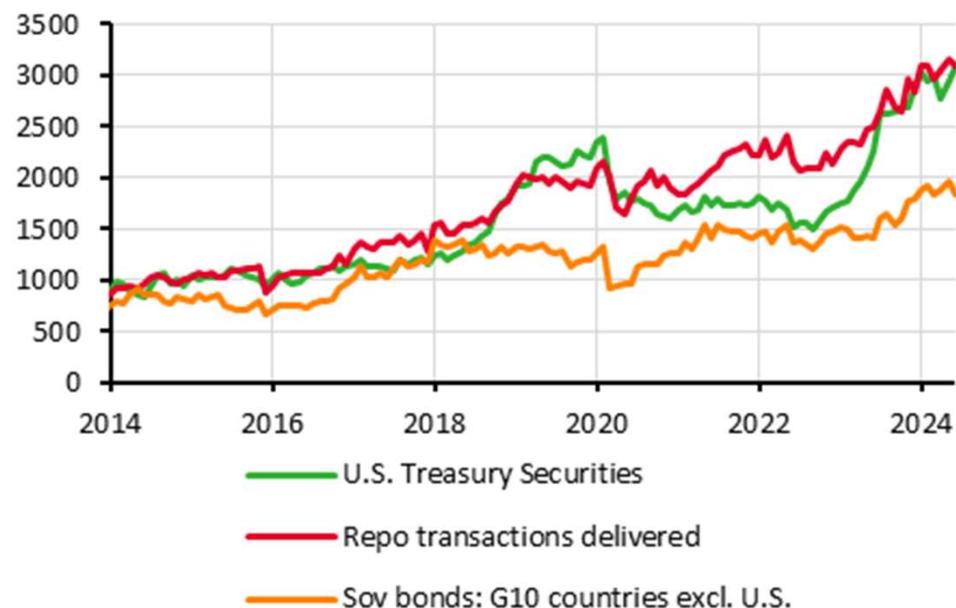
Les données n'indiquent pas de **stratégies systématiques de type *basis trade*** sur les marchés européens.

L'**opacité** des *hedge funds* limite la capacité des autorités à évaluer les risques de stabilité financière associés.

55%
la part des *hedge funds* en 2023 dans les volumes échangés sur les titres souverains de la zone euro

Exposition brute des *hedge funds* enregistrés auprès de la *Security Exchange Commission* sur les titres de dette souveraine et sur le marché repo

x : axe temporel / y : en milliards de dollars



Source: SEC Private Fund Statistics, calculs Banque de France.

LE DÉVELOPPEMENT DES STABLECOINS PRÉSENTE DES RISQUES DE CONTAGION VERS LE SECTEUR FINANCIER

La **valorisation** du marché des stablecoins est en forte hausse depuis fin 2024; fortement concentrée autour du Tether qui représente 64% du marché.

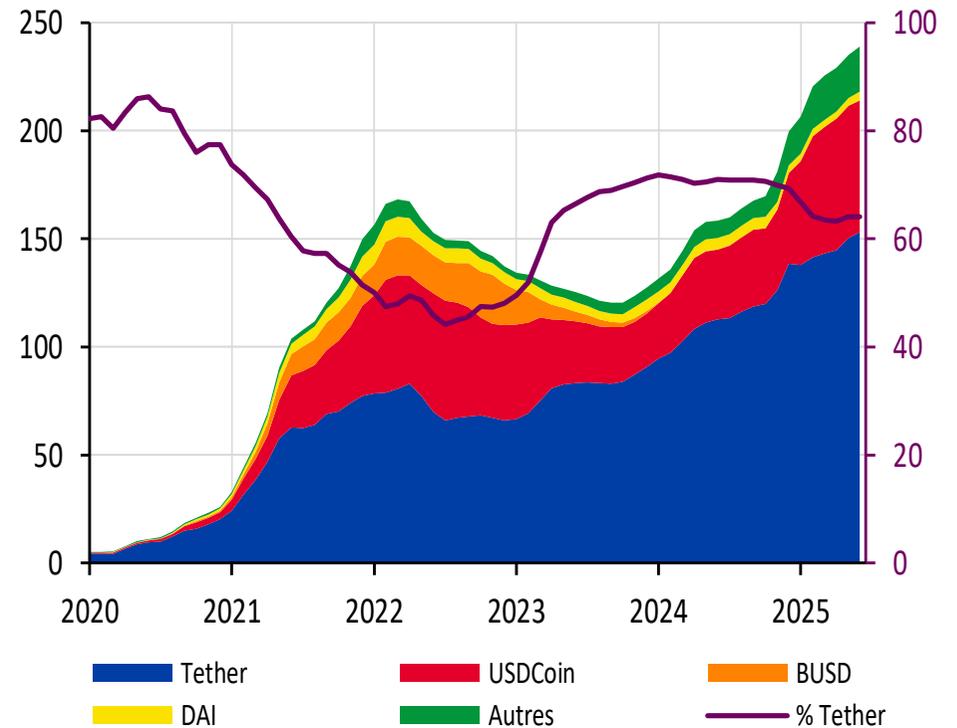
La taille du marché est encore limitée mais une perte de parité des stablecoins en cas de fuite des investisseurs pourrait engendrer un **risque de liquidité** pour les marchés financiers.

Aux États-Unis, le **projet de loi Genius Act**, pourrait se traduire par une accélération de la croissance du marché de nature à renforcer la demande pour le dollar US.

241 Mds USD
La capitalisation totale du marché des stablecoins au 17 juin 2025

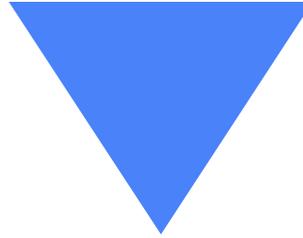
Valorisation de marché des stablecoins et part du Tether

x: axe temporel / y [gauche] : Mds \$; [droite] : %



Source : IntoTheBlock.

Dernier point : Juin 2025



2

L'IMPRÉVISIBILITÉ DES POLITIQUES DES ÉTATS-UNIS ACCROÎT LES RISQUES POUR LE SECTEUR NON FINANCIER

LA GUERRE COMMERCIALE ACCROÎT LE RISQUE MACROÉCONOMIQUE À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

L'exposition directe de l'économie française aux droits de douane étatsuniens est faible.

De multiples scénarios sont possibles.

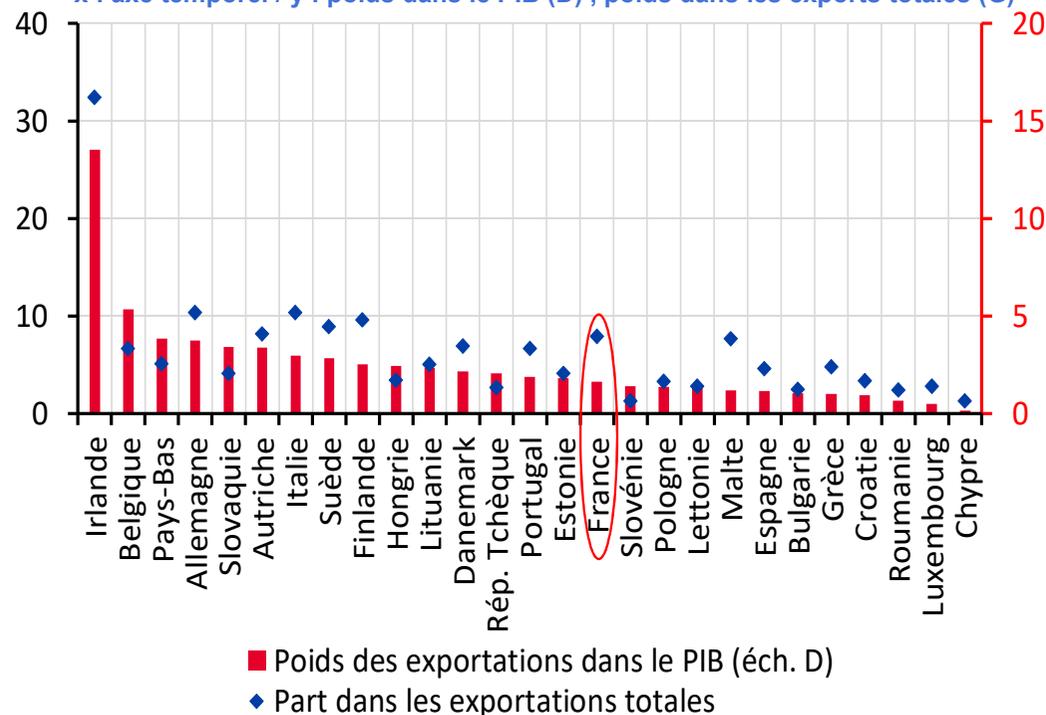
Dans son **scénario central** (droits de douane US de 10 % sur les exportations de l'UE à partir du T2 2025, sans mesures de représailles + incertitude sur la politique commerciale en baisse) la Banque de France prévoit une croissance de 0,6 % pour 2025, et 1 % pour 2026

Dans le **scénario dégradé** (droits de douane US de 20 % sur l'UE à partir du T2 2025 avec mesures de représailles de même ampleur + incertitude sur la politique commerciale durablement élevée) les projections sont de 0,3% en 2025 et 0,7% en 2026

-0,5 pp
la révision à la baisse depuis décembre 2023 des prévisions de croissance Banque de France pour 2025

Poids des exportations vers les États-Unis

x : axe temporel / y : poids dans le PIB (D) , poids dans les exports totales (G)



Source : Eurostat

Note : PIB à prix courant

Dernier point : 2024

En 2024, la France a exporté pour 47 Mds EUR de produits vers les États-Unis soit moins de 2% du PIB

QUEL IMPACT D'UNE HAUSSE DES DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS SUR LA SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES FRANÇAISES ?

Bilans 2023 des SNF françaises

Deux scénarios de chocs douaniers d'intensité croissante.

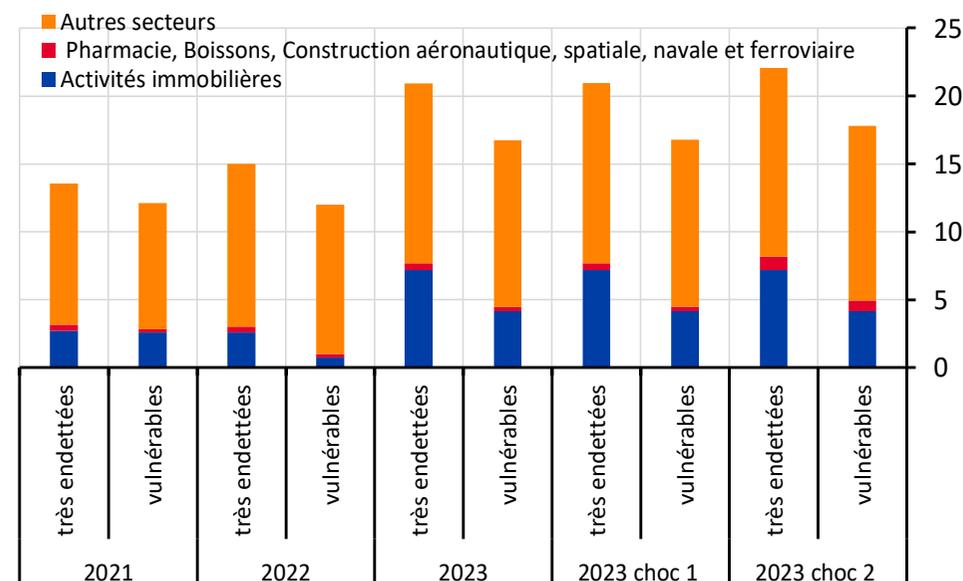
La construction aéronautique et spatiale, les boissons et l'industrie pharmaceutique sont les secteurs manufacturiers les plus exposés mais la situation financière de ces secteurs est aujourd'hui très bonne.

L'immobilier, qui représente en France la majeure partie de la dette à risque, ne devrait pas pâtir directement de la hausse des droits de douane US. Ce secteur reste toutefois sensible aux fluctuations des taux longs.

1%
la part de la dette à risque des SNFs correspondant aux secteurs les plus exposés aux US

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

x : axe temporel / y : dette à risque en % de la dette totale



Sources : Douanes, Banque de France

Échantillon : Environ 4000 groupes

Choc 1 : hausse des droits de douane à 25%

Choc 2 : arrêt des exportations vers les Etats-Unis

- Entreprises très endettées: EBITDA/dépenses d'intérêts < 3 + dette totale / EBITDA > 4
- Entreprises vulnérables: entreprises très endettées & qui disposent de moins de 30 jours de trésorerie

LES SNF SUBISSENT LE POIDS DES CHARGES D'INTÉRÊT

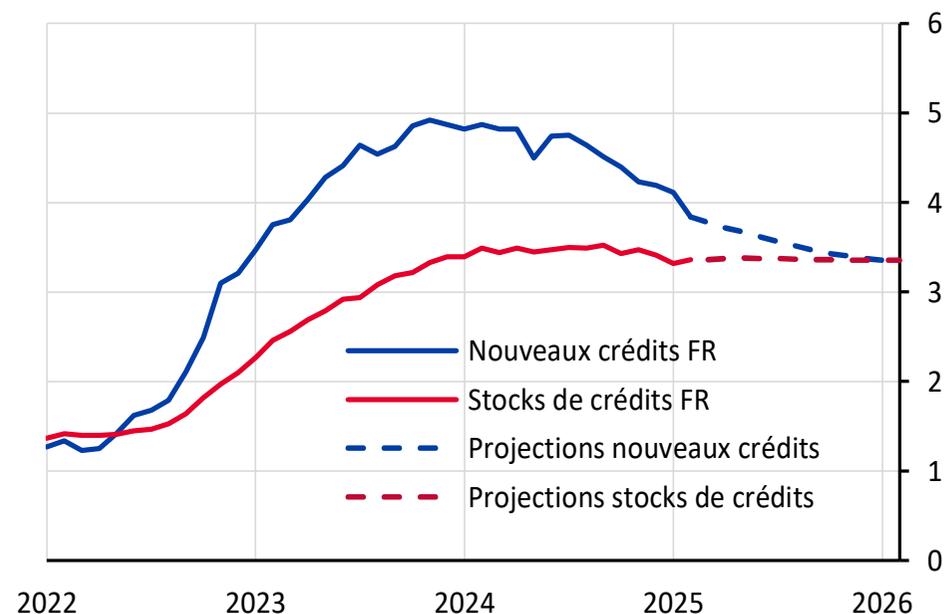
Le **taux d'intérêt moyen** des nouveaux crédits baisse mais il y a une inertie du taux moyen sur le stock de dette en raison de la structure des financements principalement à taux fixe et du remplacement des dettes anciennes.

En France, comme dans les grand pays européens, **les ratios de couverture des charges d'intérêt se sont dégradés en 2023 avant de se stabiliser en 2024**. Le ratio de service de la dette, est stable à un niveau légèrement supérieur à son niveau pré-Covid.

Au cours des premiers mois de l'année 2025, le niveau des **défaillances** s'est stabilisé dans tous les secteurs et pour toutes les tailles d'entreprises

Taux des crédits aux sociétés non-financières françaises

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



Source : MIR, calcul Banque de France

Dernier point : février 2026

LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE DEMEURE UN POINT DE VIGILANCE FACE À DES CHARGES D'INTÉRÊT EN HAUSSE

Le niveau de dette publique est préoccupant dans le contexte de remontée du **taux d'intérêt moyen du stock de dette**.

Le spread de l'OAT par rapport au Bund allemand reste plus élevé que pour certains pays de notation inférieure, témoignant d'une sensibilité à **l'incertitude sur la trajectoire** de la dette souveraine française.

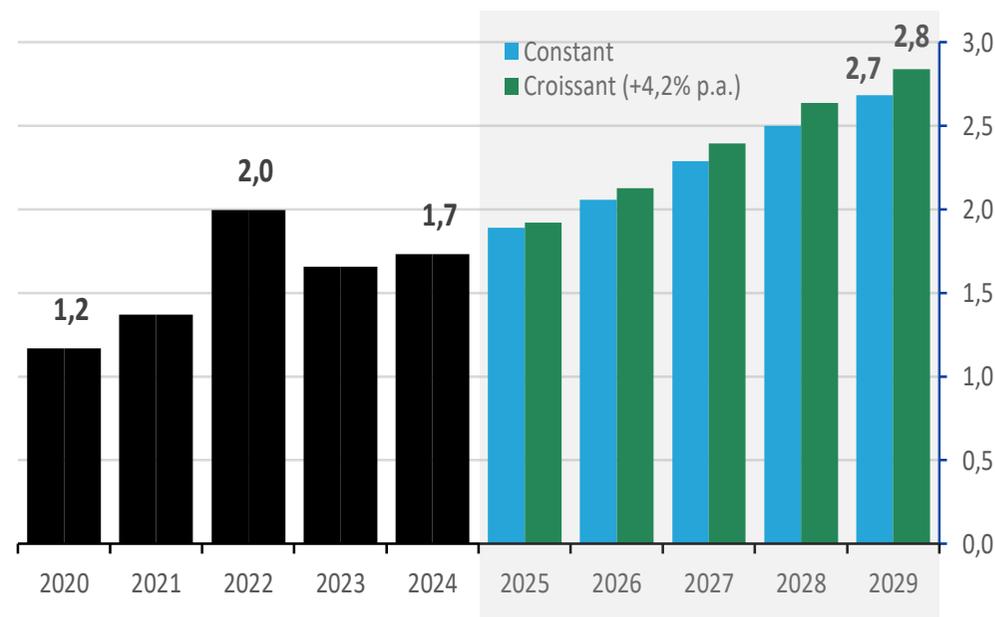
La profondeur et la diversité de sa **base d'investisseurs** garantissent néanmoins le bon fonctionnement du marché de la dette souveraine française.

113,2%
le niveau de la dette publique française ramenée au PIB en 2024

72 pbs
Le spread OAT-Bund au 17 juin

Projection à 5 ans du taux annuel moyen sur la dette d'État française

x: axe temporel / y: taux annuel (en %)



Source : Banque de France.

Constant = trajectoire à encours de dette constant.

Croissant = trajectoire avec une croissance de l'encours de dette de l'Etat de + 4,2% par an reprise du scénario macro-économique 2025-27 de la Banque de France extrapolé jusqu'à 2029

Ne correspond pas à une projection officielle de la Banque de France.

LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL ENTAME SA REPRISE TANDIS QUE LA SITUATION DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL SE STABILISE.

Le marché de l'immobilier résidentiel ancien est en phase de reprise et la production de **crédits à l'habitat** continue son redressement.

Le **pouvoir d'achat** du revenu brut disponible des ménages augmente en 2024 selon l'INSEE (+2,6%) mais ce chiffre peut masquer une certaine hétérogénéité

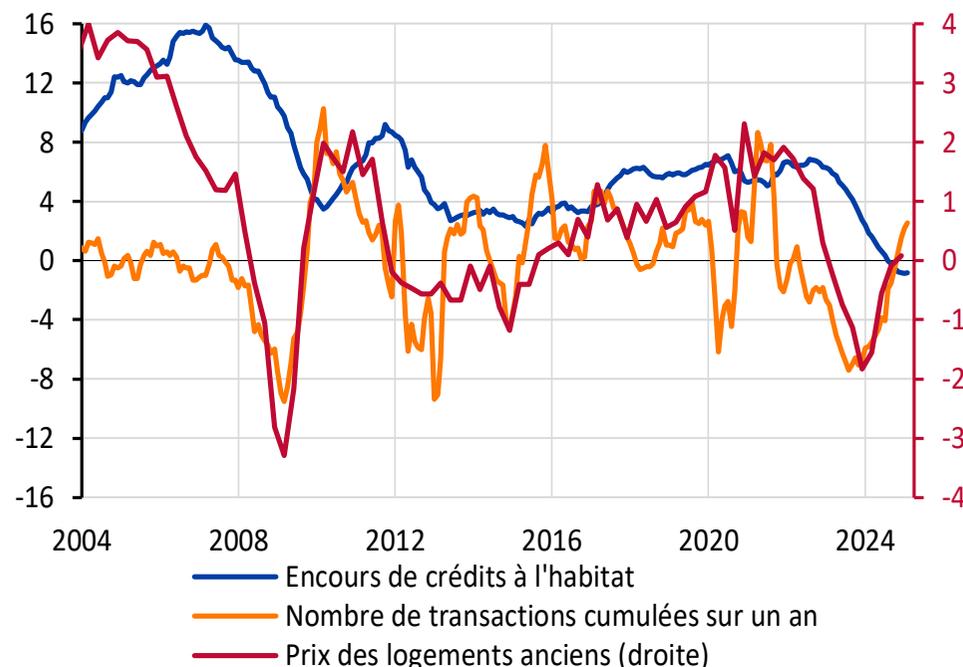
Les principaux indicateurs du marché de **l'immobilier commercial** montrent des signes de stabilisation. Les prix de valorisation n'ont baissé que de 3,3 % en 2024, contre 11 % en 2023.

+1%
Prix de
l'immobilier
ancien au T1
2025

+22%
Investissements en
immobilier
d'entreprise entre
T4 2023 et T4 2024

Dynamique du marché du logement ancien

x: axe temporel / y : % en glissement annuel (prix en encours de crédit) ou trimestriel (transactions)

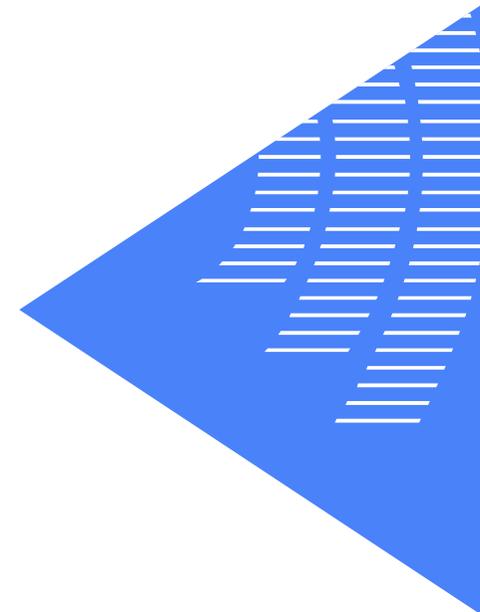


Source: INSEE, IGEDD, Banque de France.

Dernier point : T4 2024.

3

LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS CONFIRMENT LEUR RÉSILIENCE



LES BANQUES DEMEURENT EXPOSÉES À UNE DÉTÉRIORATION DE L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE ET DE LA SITUATION DU SECTEUR NON-FINANCIER

L'exposition directe des banques françaises à l'économie américaine est limitée (un peu moins de 10% de leur actif)

Au T1 2025, le **coût du risque** est en hausse sur les ménages (hétérogénéité du secteur) mais stable sur les encours SNF.

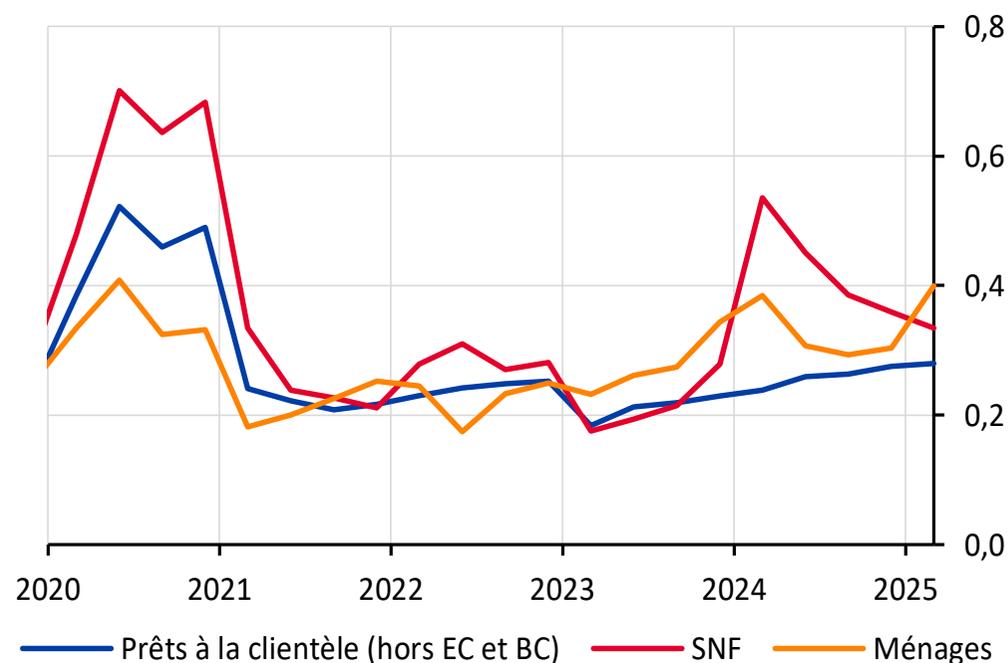
Les banques françaises bénéficient d'une amélioration de leurs **conditions de financement** entre le T1 2024 et le T1 2025, ce qui leur permet d'afficher des revenus historiquement élevés.

116,6
le ratio LCR en dollars des banques françaises à fin mars 2025

+5%
marge nette d'intérêt (MNI) en glissement annuel des banques françaises au T1 2025

Coût du risque des portefeuilles SNF et ménages des 6 groupes bancaires français

x: axe temporel / y : % des encours



Source: Remises réglementaires FINREP, décembre 2024.

Dernier point : T4 2024.

LES ASSUREURS SEMBLENT PEU EXPOSÉS AU CONTEXTE D'INCERTITUDE ACTUEL

L'**exposition** des assurances françaises aux actifs libellés en dollar est limitée.

Les **rendements** des portefeuilles d'investissement s'améliorent, à la faveur de la hausse passée des taux d'intérêt

Les **collectes** nette et brute en assurance-vie sont à des niveaux historiquement élevés

La rentabilité technique en **assurance non vie** reste sous tension, en raison des effets de l'inflation passée et de la multiplication des événements climatiques.

5%

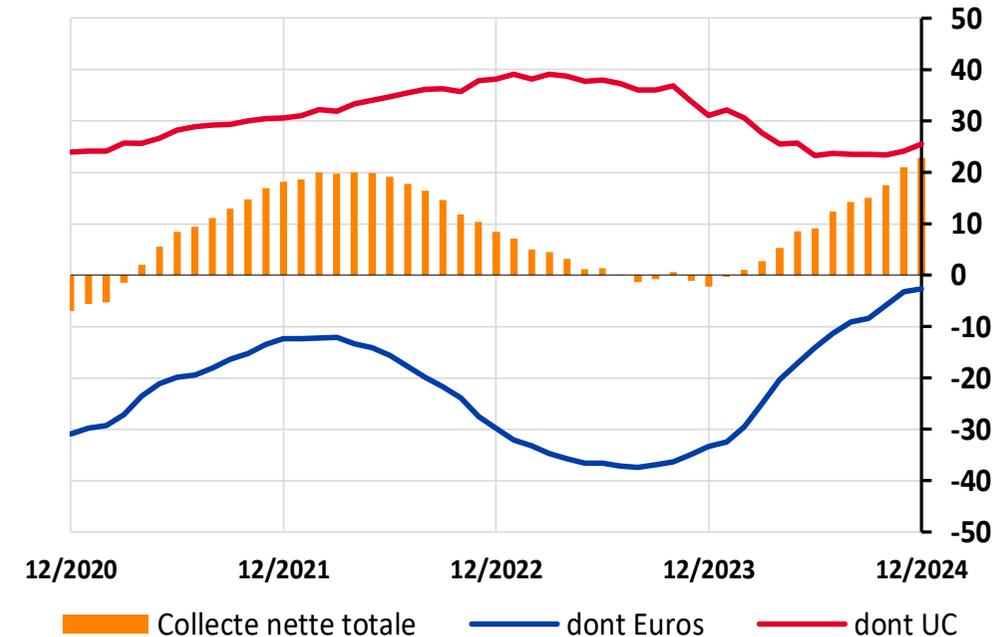
la part des placements des assureurs qui sont libellés en USD (soit 144,9Mds EUR)

2,5%

le taux de rendement de l'actif des assureurs vie en 2024 (contre 2,2% en 2023 et 2,0% en 2022)

Collecte nette d'assurance vie (cumul 12 mois)

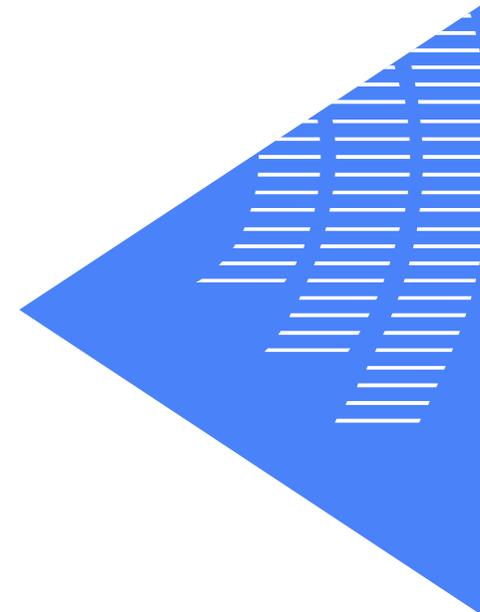
x : axe temporel / y : milliards d'euros

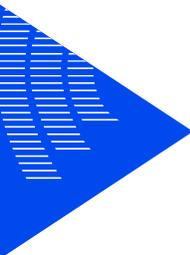


Source : ACPR

4

LES RISQUES CYBER ET CLIMATIQUE DEMEURENT PRÉGNANTS





LE RISQUE CYBER DEMEURE PRÉGNANT DANS UN ENVIRONNEMENT GÉOPOLITIQUE DÉGRADÉ

46%

des cyberattaques sur les services financiers ont visé

des établissements bancaires

46%

des cyberattaques sur les services financiers sont des

attaques par déni de service distribuées (DDoS)

38%

des cyberattaques DDoS ont

causé des pertes financières

Source : ENISA Threat Landscape

Note : Cyberattaques ayant visé le secteur financier rendues publiques entre janvier 2023 et juin 2024.

L'ÉVALUATION DES CONSÉQUENCES DU CHANGEMENT CLIMATIQUE ET DE LA DÉGRADATION DE LA NATURE CONFIRME LA FORTE MATÉRIALITÉ DES RISQUES LIÉS À L'INACTION

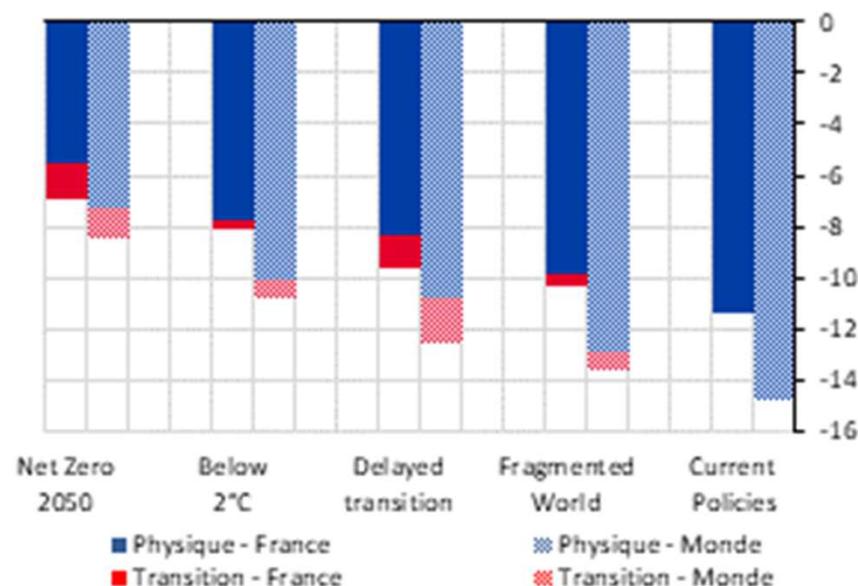
En **novembre 2024**, le Réseau des banques centrales pour le verdissement du système financier (NGFS) a mis à jour ses **scénarios de long-terme**.

Sans effort supplémentaire d'atténuation par rapport aux politiques actuelles, le changement climatique entraînerait une perte de PIB mondial de 15 % d'ici 2050, et une **perte de PIB en France de 11 %**.

Les **scénarios de court-terme** du NGFS, publiés en **mai 2025**, montrent qu'un retard de quelques années dans l'action climatique peut, déjà à court terme, accroître les coûts de la transition, et les risques financiers associés.

Impacts sur le PIB des risques physiques et de transition dans 5 scénarios de long terme du NGFS

x : axe temporel / y : impact en % du PIB

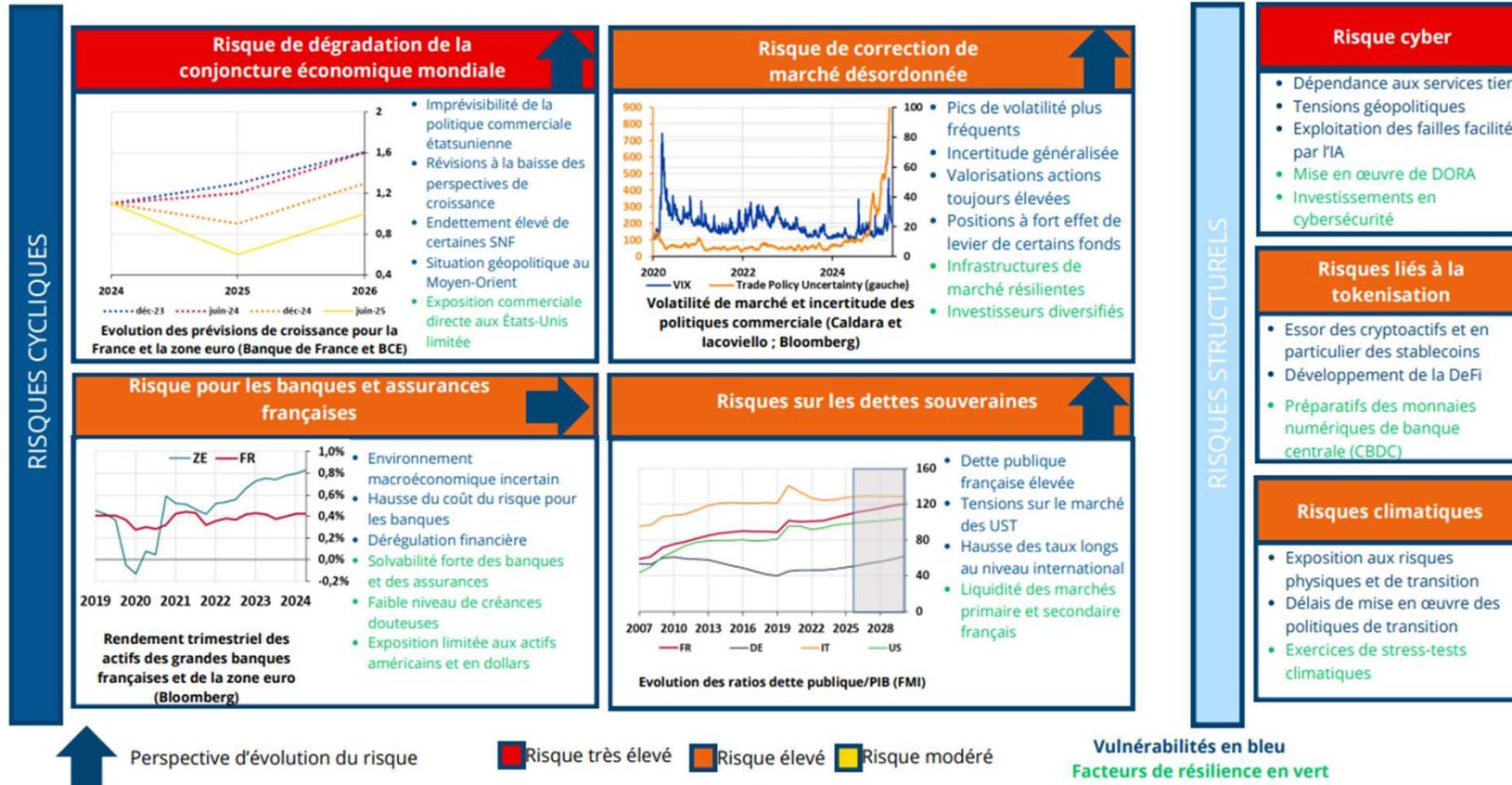


Source : NGFS, Banque de France

Note: « En 2050, dans un scénario Current Policies, le PIB mondial serait près de 15% inférieur à ce qu'il aurait été dans un scénario de référence sans risques physiques ni de transition ».

SYNTHÈSE DES RISQUES

EVALUATION DES RISQUES DU SYSTEME FINANCIER FRANCAIS | Juin 2025





CHAPITRE THÉMATIQUE: ÉVALUATION DU RISQUE DE CORRECTION DES PORTEFEUILLES DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES FRANÇAISES DANS LE CADRE DE SCÉNARIOS DE TRANSITION BAS- CARBONE

JUIN 2025

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ, SOUS-GOUVERNEURE

**FRANÇOIS HAAS, DIRECTEUR GÉNÉRAL ADJOINT,
RESPONSABLE DU PÔLE DE STABILITÉ FINANCIÈRE**



RISQUE DE CORRECTION DES MARCHÉS FINANCIERS SELON LES DEUX SCÉNARIOS DE TRANSITION

Les actions sont les actifs les plus exposés au risque de transition. En moyenne, les corrections potentielles sont de -4,2% dans le cas d'une transition ordonnée, et -6,8% dans le cas d'une transition désordonnée. Importante **hétérogénéité sectorielle**.

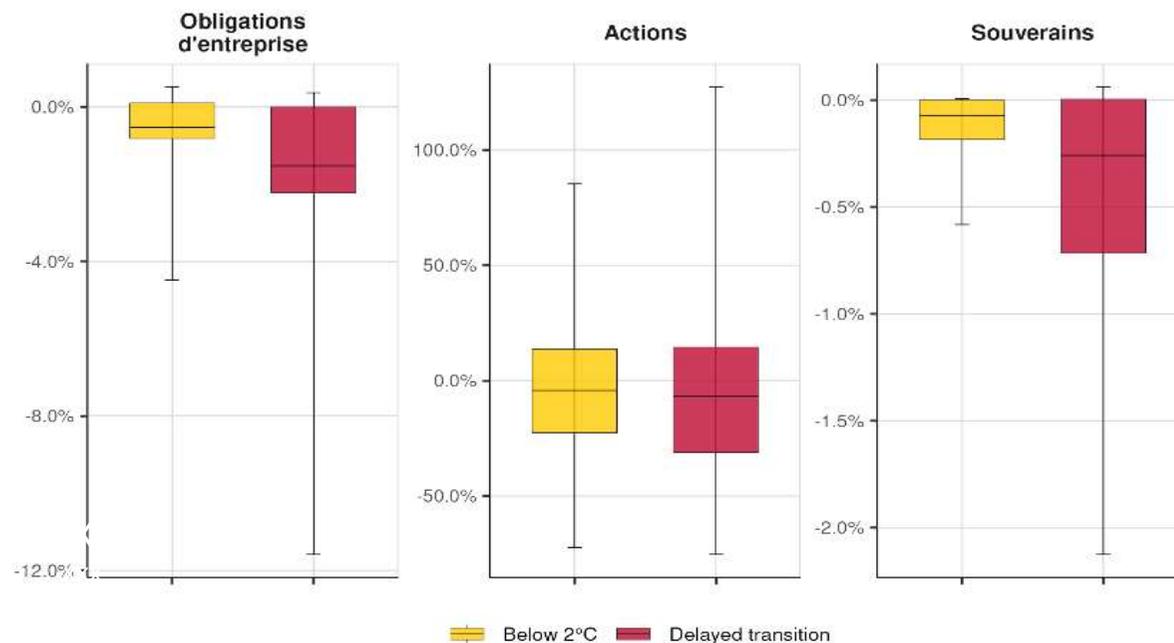
Certaines entreprises feraient faillites tandis que d'autres bénéficieraient de la transition. Les entreprises appartenant au **secteur des combustibles fossiles** sont de loin les plus exposées au risque de transition.

Les obligations d'entreprise (-1,5%) et souveraines (-0,25%) sont moins affectées en moyenne dans le scénario de transition désordonnée.

-2 900€ mds
Perte moyenne estimée sur la capitalisation boursière mondiale en cas de transition désordonnée

Distribution des corrections par classe d'actif

x: scénarios / y : correction de la valorisation (en %)



Source: NGFS phase III, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France.

Notes : La ligne horizontale dans la boîte représente la moyenne pondérée. Les extrémités de la boîte représentent les déciles 1 et 9, et les lignes d'extension indiquent les centiles 1 et 99. Données: T2 2024

RÉÉVALUATION DES PORTEFEUILLES DES ACTEURS FINANCIERS

Les investisseurs français sont exposés à un risque de correction modéré mais non négligeable dans le scénario de transition désordonnée.

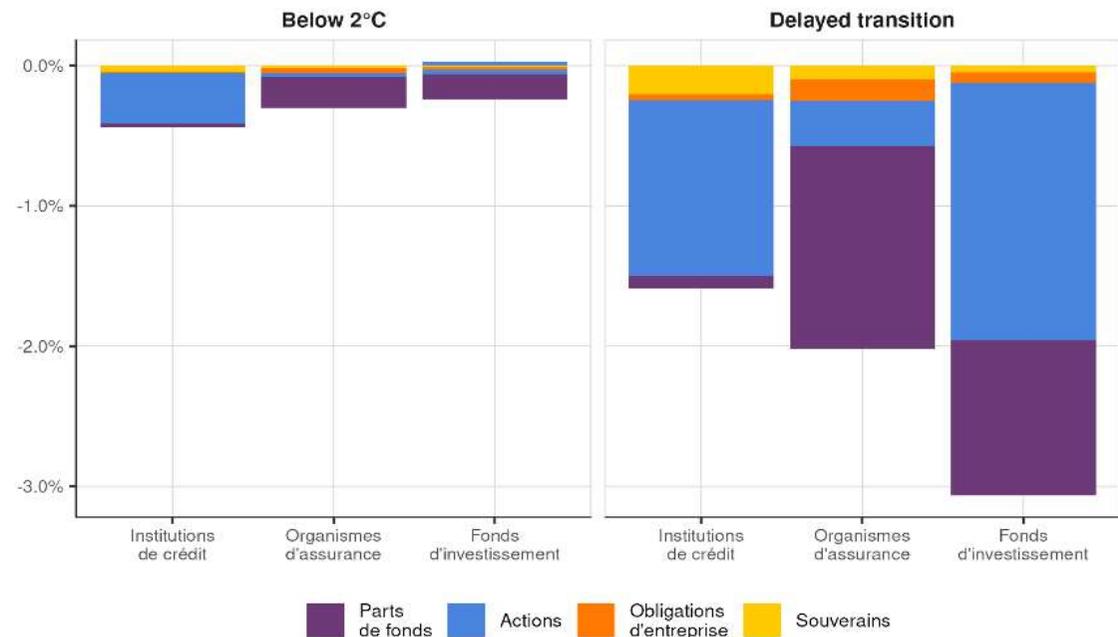
Les fonds d'investissement présentent les pertes moyennes les plus importantes (-3%), principalement en raison de la part élevée d'actions dans leurs portefeuilles.

À l'inverse, les établissements de crédit (-1,5%) et les organismes d'assurance (-2%) sont moins exposés : leurs portefeuilles sont composés majoritairement d'obligations souveraines et d'obligations d'entreprise.

-29€ mds
Dépréciation des encours sous gestion estimée pour les fonds d'investissement français

Correction des portefeuilles de titres des intermédiaires financiers français

x : catégorie d'investisseurs / y : contribution à la réévaluation des portefeuilles (en %)



Source: NGFS phase III, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S, OPC titres, Lipper ; calculs Banque de France.

Note : La réévaluation moyenne est calculée comme la moyenne pondérée des pertes potentielles sur plus de 94 000 titres détenus, en fonction de leur poids dans le portefeuille agrégé de chaque catégorie d'investisseurs. Données : T2 2024

ENCADRÉ SUR LE RISQUE PHYSIQUE – SCÉNARIOS DE COURT-TERME DU NGFS

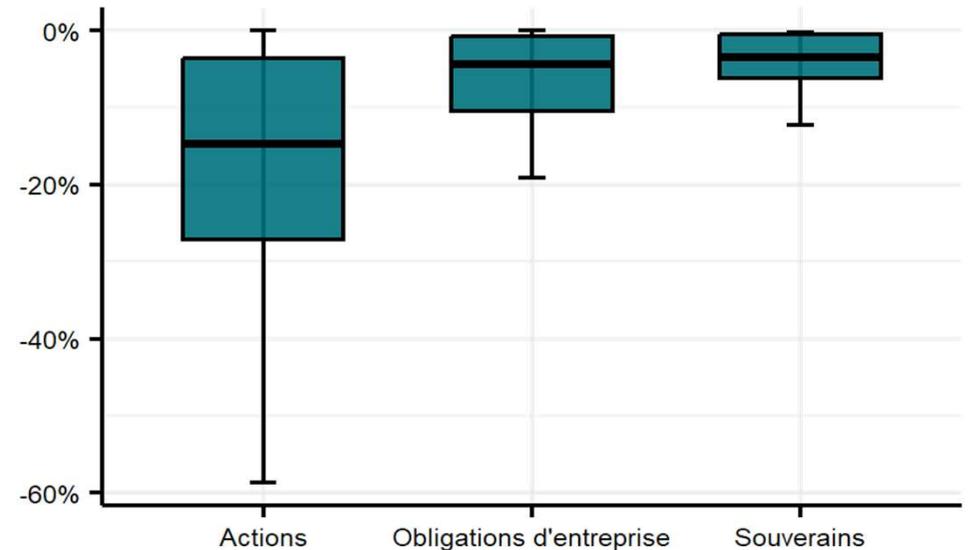
Le NGFS a publié en mai 2025 un premier millésime de scénarios climatiques de court terme, construits sur un horizon de 5 ans. Ces scénarios supposent notamment l'occurrence de catastrophes naturelles extrêmes, calibrées sur des statistiques historiques (par exemple, des événements climatiques se produisant en moyenne tous les 50 ans).

Les chocs physiques extrêmes ont un impact plus important sur les prix des actifs que les chocs de transition. En moyenne, les marchés boursiers régionaux pourraient baisser de 13%, les marchés obligataires d'entreprise de 4%, et les marchés obligataires souverains de 3,4%.

Les secteurs de l'agriculture (-41%), des biocarburants (-37%) et de la construction (-23%) sont particulièrement affectés

Distribution des corrections par classe d'actif

x: classes d'actifs / y : correction de la valorisation (en %)



Source : NGFS – scénarios de court terme : Disasters and Policy Stagnation

Notes : Le graphique illustre la distribution des chocs de marché par classe d'actifs pour l'ensemble des pays et des secteurs couverts par les données du NGFS. Les scénarios du NGFS modélisent les effets combinés de sécheresses, vagues de chaleur et incendies en 2026, suivis d'inondations et de tempêtes en 2027. Les résultats présentés correspondent à l'impact maximal observé sur l'une ou l'autre de ces deux années. La ligne horizontale dans la boîte représente la moyenne de la distribution. Les extrémités de la boîte représentent les déciles 1 et 9, et les lignes d'extension indiquent les centiles 1 et 99. Données : mai 2025



BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME