

Rapport sur la stabilité financière

JUIN 2025



VUE D'ENSEMBLE	2
MESURES DES AUTORITÉS	8
1. ANALYSE TRANSVERSALE DES VULNÉRABILITÉS	12
1.1 Le déclenchement d'une guerre commerciale par les États-Unis a conduit à une correction d'ampleur mais ordonnée des marchés	12
1.2 L'imprévisibilité des politiques des États-Unis accroît les risques pour le secteur non financier	26
1.3 Les intermédiaires financiers confirment leur résilience	40
1.4 Les risques cyber et le risque climatique demeurent prégnants, renforcés par le recul des initiatives multilatérales	56
2. ÉVALUATION DU RISQUE DE CORRECTION DES PORTEFEUILLES DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES FRANÇAISES DANS LE CADRE DE SCÉNARIOS DE TRANSITION BAS CARBONE	61
2.1. Risque de correction des actifs financiers	64
2.2. Réévaluation du portefeuille actuel des institutions financières françaises dans le cadre de scénarios de transition bas carbone	72
2.3 Mise en perspective	75
2.4 Conclusion	77
Annexe méthodologique – Construction de l'indicateur prospectif de risque climatique de transition	78

Vue d'ensemble

Le système financier français est confronté à un environnement macroéconomique international inédit caractérisé par une incertitude très élevée, alimentée par l'imprévisibilité des politiques étatsuniennes. L'annonce par les États-Unis de barrières douanières généralisées et de grande ampleur le 2 avril, partiellement suspendues par la suite, et la mise en œuvre de mesures de rétorsion bilatérales par les juridictions affectées, notamment la Chine, sont intervenues dans un contexte géopolitique déjà fortement dégradé. À la poursuite des guerres en Ukraine et à Gaza, est venu s'ajouter un affrontement direct entre Israël et l'Iran depuis le 13 juin.

Les marchés ont été résilients depuis le déclenchement de la guerre commerciale, mais restent susceptibles d'ajustements désordonnés en cas de nouveau choc adverse

L'exceptionnalisme des actifs financiers émis par les États-Unis, qui prévalait au moment de la parution du Rapport sur la stabilité financière de décembre 2024, est aujourd'hui mis en question. Fin 2024, les actions américaines poursuivaient une appréciation nettement plus rapide que celles des autres économies avancées, portées par l'anticipation d'une accélération de la croissance américaine et leur concentration dans le secteur des technologies du numérique. Ces anticipations se reflétaient également dans une appréciation du dollar et dans une divergence des taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro. Toutefois, dès janvier 2025, des craintes quant à l'existence d'une potentielle bulle autour de l'intelligence artificielle ont entraîné un début de correction avec une dégradation progressive des valorisations du marché des actions américaines. Ce renversement s'est accentué en février et en mars avec la détérioration des anticipations de croissance aux États-Unis qui a accompagné les premières annonces de politique économique de la nouvelle administration, tandis que les annonces budgétaires allemandes ont soutenu les taux obligataires et les valorisations boursières européennes.

Les marchés financiers ont ensuite fortement réagi aux annonces de barrières tarifaires du 2 avril. Le mouvement marqué d'aversion au risque n'a pas épargné les titres du Trésor américain (US *Treasuries*, UST), lesquels n'ont pas joué leur rôle traditionnel de valeur refuge. Le marché des UST a connu une augmentation de la volatilité au début du mois d'avril avec une forte hausse des taux longs. Dans le même temps, le dollar américain s'est fortement déprécié face aux autres devises. À rebours de la corrélation traditionnellement observée, la hausse des rendements des UST à long terme ne s'est donc pas accompagnée d'une appréciation du dollar américain. À l'inverse, l'or a pleinement bénéficié de son statut d'actif sûr pour atteindre un plus haut historique.

La pentification de la courbe des taux américains s'inscrit toutefois dans un mouvement plus général de hausse des taux souverains à long terme à l'échelle internationale depuis 2022. Cette dynamique s'explique en partie par une dégradation des situations budgétaires dans de nombreuses juridictions, caractérisées par des déficits élevés et des stocks de dette importants dans un contexte de croissance mondiale modérée. Parallèlement le marché obligataire se normalisait avec la sortie des politiques monétaires ultra-accommodantes.

Les hedge funds ont en particulier une présence de plus en plus marquée sur les marchés de dette souveraine du G10, y compris en Europe. En 2023, ils représentaient ainsi plus de la moitié des volumes échangés sur les titres souverains de la zone euro mais aussi de la demande agrégée recensée par les principales banques lors des adjudications. En raison de l'effet de levier élevé intégré dans certaines stratégies, un mouvement important sur les prix pourrait contraindre les fonds à déboucler simultanément des positions et accroître la volatilité et peser davantage sur les prix, en particulier si les autres intermédiaires financiers n'étaient pas en mesure d'absorber ces ventes.

Les annonces de droits de douane se sont par ailleurs traduites par une hausse notable de la volatilité sur les marchés actions et obligations internationaux, avec une sous-performance marquée des indices américains. En Europe et en France, les mouvements adverses sur les marchés actions et obligations consécutifs aux annonces du 2 avril sont toutefois demeurés contenus. Les indices des actions ont rattrapé l'essentiel de leurs pertes en juin 2025. Les valorisations sur les marchés actions restent élevées, en particulier aux États-Unis, au regard du climat d'incertitude et de la moyenne historique à long terme. Les primes de risque sur les obligations des entreprises se sont temporairement détériorées aux États-Unis et en Europe, particulièrement pour les titres pâtissant d'une moindre qualité de signature, avant de retrouver des niveaux proches de ceux qui prévalaient avant le 2 avril.

La matérialisation du risque géopolitique est susceptible de désorganiser les chaînes d’approvisionnement et d’entraîner une hausse des primes de risque sur les marchés. La multiplication des conflits armés à l’échelle internationale, et en particulier la détérioration de la situation au Moyen-Orient, peuvent perturber des routes commerciales stratégiques, telles que le détroit d’Ormuz, et conduire à un renchérissement des matières premières énergétiques. Si la date de clôture des données de marchés présentées dans ce rapport est le 17 juin 2025, le déclenchement de la guerre entre Israël et l’Iran le 13 juin et l’implication militaire américaine le 22 juin ont renforcé le climat d’incertitude. Dans ces circonstances, le cours du pétrole a initialement fortement rebondi. Une hausse prolongée du cours des matières premières pourrait alimenter des pressions inflationnistes et une intensification du conflit serait susceptible d’engendrer une aversion au risque accrue sur les marchés et une fuite des investisseurs vers les actifs sûrs.

La guerre commerciale et l’incertitude généralisée peuvent fragiliser les acteurs non-financiers

L’imprévisibilité relative aux nouvelles règles du commerce international encourage l’attentisme de la part des entreprises et des investisseurs et est de nature à pénaliser la croissance mondiale. La quantification des effets macroéconomiques des droits de douane sur l’activité et l’inflation en France reste néanmoins difficile à ce stade et doit tenir compte de la multiplicité des scénarios possibles. Il ressort des études menées par la Banque de France que la nouvelle politique commerciale des États-Unis entraînerait a priori des pertes limitées pour le produit intérieur brut (PIB) français. En outre, bien que les droits de douane soient susceptibles d’entraîner une inflation importée des États-Unis, leur effet global devrait a priori être plutôt désinflationniste du fait d’une baisse de la demande mondiale et d’une réduction des prix importés d’autres régions du monde.

Une relative résilience de l’économie française les premiers mois de 2025 contribue à la stabilité du système financier, malgré des perspectives de croissance qui restent ralenties à court terme. Après 2,3 % en 2024, l’inflation totale connaîtrait un point bas en 2025, à 1,0 %, en raison d’un repli marqué des prix de l’énergie¹, tandis que l’inflation hors énergie et alimentation diminuerait à 1,9 %. À partir de 2026, la normalisation des prix de l’énergie ramènerait l’inflation totale à 1,4 % en 2026 puis à 1,8 % en 2027, encore sous le seuil de 2 %. Ce retour de l’inflation vers sa cible s’opérerait sans récession, tandis que la croissance devrait rester modérée, néanmoins positive, étant attendue à 0,6 % pour 2025 et à 1,0 % pour 2026. Les risques concernant ces prévisions de croissance sont toutefois orientés à la baisse, du fait de l’imprévisibilité de la politique commerciale des États-Unis.

Les entreprises françaises sont dans l’ensemble moins exposées au marché états-unien que leurs homologues allemandes ou italiennes, avec des variations selon les secteurs. Au sein du secteur manufacturier, la construction aéronautique et spatiale, les boissons et, dans une moindre mesure, l’industrie pharmaceutique sont les plus exposées. Mais la situation financière de ces secteurs est aujourd’hui très bonne et le faible niveau d’endettement des entreprises concernées constitue un facteur de résilience. En 2023, la part de la dette à risque portée par des entreprises de ces trois secteurs était ainsi inférieure à 1 % de la dette totale de ces secteurs. Inversement, le secteur de 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 douanes américains. Ce secteur reste toutefois vulnérable car il est particulièrement sensible aux fluctuations des taux longs et à l’activité économique.

Au-delà de l’impact potentiel des barrières commerciales et du climat de forte incertitude, les entreprises françaises continuent de subir le poids des charges d’intérêts. Le coût des nouveaux crédits continue à s’ajuster à la baisse à la faveur de la transmission de l’assouplissement monétaire, mais l’inertie des coûts de crédit reste forte en France en raison de la structure des financements principalement à taux fixe. Toutefois les entreprises françaises, comme ailleurs en Europe, se sont ajustées à la période de taux plus élevés par une réduction de leur levier d’endettement. Par ailleurs, le niveau des défaillances semble s’être stabilisé dans tous les secteurs et pour toutes les tailles d’entreprises au cours des premiers mois de 2025. Cette amélioration se produit après une forte

¹ Hypothèse sous-jacente à la prévision macroéconomique publiée le 12 juin 2025.

progression des défaillances en 2024, qui était en partie liée à un effet de rattrapage à la suite du creux observé pendant la pandémie.

Avec une dette publique à 113,2 % du PIB en 2024, la France est le troisième pays membre de la zone euro avec le ratio de dette publique le plus élevé, derrière l'Italie et la Grèce. Un tel niveau de dette est très préoccupant dans le contexte actuel de remontée du taux d'intérêt moyen du stock de dette publique française. L'espace budgétaire nécessaire à l'atténuation d'un choc adverse apparaît en outre très étroit et pourrait compliquer, au-delà du rôle des stabilisateurs automatiques, la mise en œuvre d'éventuelles mesures budgétaires contracycliques.

La persistance de déficits publics élevés et l'absence de correction de la trajectoire d'endettement influent négativement sur les conditions de marché. Ainsi, l'écart de rendement de la dette française par rapport au Bund allemand se situe toujours en juin 2025 à un niveau supérieur à celui qui prévalait avant l'annonce de la dissolution en juin 2024, avec un *spread* plus élevé que pour certains pays de notation inférieure. Cependant, les conditions de liquidité demeurent bonnes, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

Si la confiance des ménages s'est dégradée en raison du contexte de forte incertitude, les risques associés au crédit immobilier apparaissent contenus. Les ménages considérés dans leur ensemble disposent d'un patrimoine financier alimenté par un taux d'épargne élevé². De plus, avec un taux de chômage historiquement faible et une croissance maintenue du pouvoir d'achat du revenu brut disponible, les risques liés à la situation financière des ménages apparaissent limités mais les indicateurs agrégés pourraient masquer une certaine hétérogénéité selon les niveaux de revenus. Les projections macroéconomiques de la Banque de France de juin prévoient une augmentation contenue du taux de chômage.

Le marché de l'immobilier résidentiel entame sa reprise tandis que la situation de l'immobilier commercial se stabilise. Après un repli ordonné des prix et des volumes de transactions à partir de 2022, l'amélioration progressive du coût du crédit a permis un redémarrage de l'immobilier résidentiel se traduisant par une accélération de la production de crédits à l'habitat, une hausse des volumes de transactions et une légère progression des prix dans l'ancien. Si le marché de l'immobilier commercial montre des signes de stabilisation, il demeure vulnérable à une potentielle détérioration de l'environnement macroéconomique.

Les intermédiaires financiers ont une exposition directe limitée aux actifs américains mais restent exposés à une dégradation de l'environnement macroéconomique

Les banques demeurent exposées à une détérioration de l'environnement macroéconomique et de la situation du secteur non-financier. Le coût du risque des banques a continué d'augmenter au premier trimestre 2025. Si, en 2024, la hausse du coût du risque avait principalement résulté du portefeuille de prêts aux sociétés non financières (SNF), la situation a évolué au premier trimestre 2025, avec un coût du risque en hausse concernant le portefeuille des ménages, ce qui confirme une hétérogénéité des situations au sein de ce secteur malgré une situation financière globalement robuste, mais stable sur les encours du portefeuille des SNF. Toutefois, au niveau de la qualité des actifs, on note une détérioration du portefeuille des prêts bancaires aux petites et moyennes entreprises (PME), qui représente un peu moins de la moitié de l'encours total des prêts aux SNF.

Les banques françaises peuvent s'appuyer sur un modèle d'affaires solide et diversifié et bénéficient d'une amélioration de leurs conditions de financement, ce qui leur permet d'afficher des revenus historiquement élevés. Après un recul en 2023, le produit net bancaire (PNB) des six premiers groupes français avait déjà progressé significativement en 2024 (+8 %), tiré notamment par les revenus de commissions et d'activités de marché. Les chiffres du premier trimestre 2025 montrent une poursuite de cette progression. Celle-ci s'appuie notamment sur la croissance de la marge nette d'intérêts et, dans une moindre mesure, sur un effet volume qui confirme la reprise de l'octroi de crédits en réponse à une demande plus forte.

² Au quatrième trimestre 2024, le taux d'épargne financière des ménages s'établit à 9,7 % de leur revenu brut disponible tandis que le taux d'épargne (incluant notamment les investissements dans le logement neuf et les gros travaux) atteint 18%

Le secteur de l'assurance reste solide, avec une solvabilité largement au-dessus des exigences réglementaires. Les assureurs français disposent d'un niveau de fonds propres nettement supérieur aux exigences en capital, la couverture du capital de solvabilité requis atteignant 238% à fin 2024. Les rendements des portefeuilles d'investissement s'améliorent, à la faveur de la hausse passée des taux d'intérêt, et l'exposition des compagnies d'assurances à l'immobilier commercial demeure très contenue, (7 % des placements fin 2024). Cependant, 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.

Une dégradation de l'environnement macro-financier pourrait également tester la résilience des fonds d'actifs non cotés, qui ciblent généralement des entreprises fortement endettées. Les fonds de capital investissement et de dette privée ont connu une croissance rapide au cours de la dernière décennie, même si celle-ci est moins dynamique depuis 2022. Cette croissance s'est accompagnée d'interconnexions grandissantes avec le reste du système financier, qui restent difficiles à mesurer précisément pour les autorités. Un renforcement de la transparence de ce marché apparaît indispensable afin de mieux en appréhender les risques et d'en assurer une surveillance efficace.

Dans le secteur des cryptoactifs, le développement des *stablecoins* présente des risques de contagion vers le secteur financier. Les *stablecoins* adossés au dollar représentent 99% de l'encours de ces instruments, qui sont par ailleurs fortement concentrés autour de deux principaux émetteurs. En cas de perte de confiance, une fuite soudaine des investisseurs pourrait contraindre les émetteurs de *stablecoins* à liquider rapidement leurs actifs détenus en réserves, au risque de générer des tensions sur les marchés sous-jacents. Les réserves des deux principaux *stablecoins* sont à ce jour majoritairement constituées de titres du Trésor américain à court terme. Une croissance rapide des *stablecoins* renforcerait donc leur influence potentielle sur ce marché de la dette souveraine à court terme. Le développement rapide des *stablecoins* adossés au dollar, encouragé par la nouvelle administration américaine, ne doit en outre pas se faire au détriment de la souveraineté monétaire européenne.

Les tensions géopolitiques et l'affaiblissement des initiatives multilatérales tendent à renforcer les risques cyber et le risque climatique

D'après les données de l'Université du Maryland, le nombre de cyberattaques au niveau mondial s'est stabilisé en 2024, mais la menace persiste. La numérisation croissante, le recours aux prestations de services externes et la détérioration de l'environnement géopolitique pourraient conduire à une recrudescence des cyberattaques. L'Agence européenne pour la cybersécurité a mis en évidence que les établissements bancaires constituent des cibles privilégiées et auraient été touchés par près de la moitié des cyberattaques visant le secteur financier européen entre 2023 et 2024. Cependant, l'entrée en application, en janvier 2025, du règlement européen DORA, qui vient s'ajouter aux autres dispositifs de coordination aux niveaux national, européen et international, devrait permettre de renforcer la résilience du système financier européen face à la cybermenace.

L'évaluation des conséquences du changement climatique confirme que, à court terme comme à long terme, la transition est nettement moins coûteuse que l'inaction. Alors qu'en France, un scénario de statu quo des politiques menées face au dérèglement climatique entraînerait une perte de 11,4 points de PIB à l'horizon 2050, le rendement des politiques d'atténuation apparaît important. À l'inverse, une moindre coordination des politiques de transition et un retard dans leur mise en œuvre augmentent les coûts et risques associés à la transition. Dans ce contexte, le recul des ambitions des États-Unis en la matière et leur retrait de l'accord de Paris pourraient accroître les risques climatiques pesant sur le système financier.

Un chapitre thématique de ce rapport introduit un nouvel indicateur de risque de transition prospectif pour les portefeuilles de marché du secteur financier français. Cet indicateur est fondé sur une modélisation de l'évolution des revenus sectoriels en réponse à la transition climatique, issue des scénarios du Réseau des banques centrales

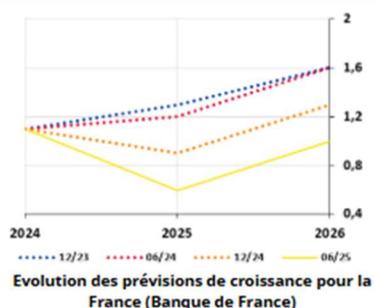
et des superviseurs pour le verdissement du secteur financier (*Network for Greening the Financial System*, NGFS)³. En projetant l'évolution des revenus des entreprises selon la répartition sectorielle de leur chiffre d'affaires, cette approche permet d'identifier de manière prospective les vulnérabilités climatiques à l'échelle microéconomique

³ Pour une présentation de ces scénarios, chapitre transverse, partie 1.4.

EVALUATION DES RISQUES DU SYSTEME FINANCIER FRANCAIS | Juin 2025

RISQUES CYCLIQUES

Risque de dégradation de la conjoncture économique mondiale



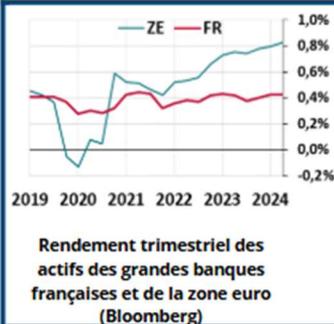
- Imprévisibilité de la politique commerciale étatsunienne
- Révisions à la baisse des perspectives de croissance
- Endettement élevé de certaines SNF
- Situation géopolitique au Moyen-Orient
- Exposition commerciale directe aux États-Unis limitée

Risque de correction de marché désordonnée



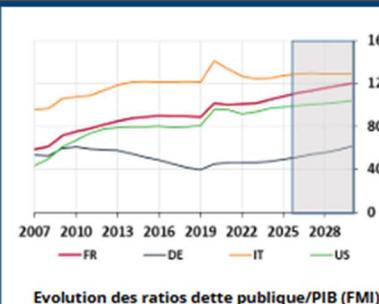
- Pics de volatilité plus fréquents
- Incertitude généralisée
- Valorisations actions toujours élevées
- Positions à fort effet de levier de certains fonds
- Infrastructures de marché résilientes
- Investisseurs diversifiés

Risque pour les banques et assurances françaises



- Environnement macroéconomique incertain
- Hausse du coût du risque pour les banques
- Dérégulation financière
- Solvabilité forte des banques et des assurances
- Faible niveau de créances douteuses
- Exposition limitée aux actifs américains et en dollars

Risques sur les dettes souveraines



- Dette publique française élevée
- Tensions sur le marché des UST
- Hausse des taux longs au niveau international
- Liquidité des marchés primaire et secondaire français

RISQUES STRUCTURELS

Risque cyber

- Dépendance aux services tiers
- Tensions géopolitiques
- Exploitation des failles facilitée par l'IA
- Mise en œuvre de DORA
- Investissements en cybersécurité

Risques liés à la tokenisation

- Essor des cryptoactifs et en particulier des stablecoins
- Développement de la DeFi
- Préparatifs des monnaies numériques de banque centrale (CBDC)

Risques climatiques

- Exposition aux risques physiques et de transition
- Délais de mise en œuvre des politiques de transition
- Exercices de stress-tests climatiques

Perspective d'évolution du risque

■ Risque très élevé
 ■ Risque élevé
 ■ Risque modéré

■ Vulnérabilités en bleu
■ Facteurs de résilience en vert

Dans un contexte de désinflation progressive, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a poursuivi sa politique de baisse des taux directeurs amorcée au second semestre 2024, avec quatre baisses additionnelles de 25 points de base en janvier, mars, avril et juin 2025. Depuis le 11 juin 2025, 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 2,00 %, 2,15 % et 2,40 %. Lors de la réunion de juin, le Conseil des gouverneurs a noté que l'inflation se situe actuellement autour de la cible de 2 % à moyen terme, et que les craintes d'un durcissement des conditions financières, en lien avec l'incertitude et la volatilité des marchés survenues en avril, suite aux tensions commerciales, se sont modérées depuis. Il a réaffirmé le maintien d'une approche « réunion après réunion » (*meeting-by-meeting*) et fonction des données (*data-dependent*), compte tenu notamment du contexte actuel d'incertitude exceptionnelle.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a maintenu sa stratégie de réduction progressive de ses programmes d'achats d'actifs. Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) continue de diminuer, sans réinvestissement des titres arrivant à échéance. L'encours issu du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contracte également à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance depuis décembre 2024.

Le cadre macroprudentiel français a été simplifié tout en continuant d'assurer la résilience du système financier français. Le taux du coussin de fonds propres contracyclique⁴ (*countercyclical capital buffer*, CCyB) est resté stable à 1 %. En juin, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a décidé d'abroger le coussin pour le risque systémique sectoriel (sSyRB). Mis en place en 2023 en remplacement de la mesure dite « grands risques », ce coussin visait à contenir le risque d'une concentration des expositions des banques systémiques françaises aux grandes entreprises très endettées. Les risques spécifiques qui avaient conduit à introduire une telle mesure ont nettement diminué, ce qui se traduit aujourd'hui par des exigences prudentielles non significatives au titre de ce coussin. Sa désactivation est donc sans effet sur la résilience du système financier français et a été jugée souhaitable au titre de la simplification. En outre, le HCSF a adopté des mesures de réciprocité pour les coussins pour les risques systémiques belge⁵ et norvégien⁶. Concernant l'octroi de crédits immobiliers résidentiels, la norme⁷ juridiquement contraignante demeure en application. 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 spécifiques⁸), avec une marge de flexibilité de 20 % de la production trimestrielle des banques⁹. Cette norme a contribué à limiter la dérive des maturités et des taux d'effort depuis son introduction, sans incidence particulière sur les évolutions du crédit à l'habitat et des prix

⁴ [Haut Conseil de stabilité financière \(HCSF\) \(2023\)](#), « Publication relative au coussin contracyclique », décembre.

⁵ [Décision HCSF-2025-1](#)

⁶ [Décision HCSF-2025-2](#)

⁷ [Décision HCSF-2021-7](#)

⁸ 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.

⁹ Cette marge de flexibilité doit être réservée à hauteur de 70 % aux acquéreurs de résidence principale, dont une part de 30 % réservée aux seuls primoaccédants.

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.

de l'immobilier résidentiel observées depuis la hausse des taux d'intérêt. L'utilisation par les banques de la marge de flexibilité pour l'octroi de crédits immobiliers progresse légèrement, restant toutefois nettement en deçà du plafond de 20 %¹⁰.

La nouvelle Commission européenne, entrée en fonctions en décembre 2024 pour un mandat de cinq ans, a présenté en janvier 2025 sa première initiative majeure, intitulée « boussole pour la compétitivité »¹¹. Celle-ci fournit un cadre stratégique clair pour orienter les travaux de la Commission au cours du mandat et transforme les recommandations du rapport Draghi¹² en une feuille de route opérationnelle, structurée autour de trois grands axes d'action : l'innovation, la décarbonation et la sécurité. Ces priorités, identifiées comme impératives pour stimuler la compétitivité européenne, sont complétées par cinq catalyseurs horizontaux, destinés à renforcer l'ensemble des secteurs économiques. Parmi ces catalyseurs figurent notamment le financement de la compétitivité (grâce à l'Union pour l'épargne et l'investissement) ainsi que la simplification réglementaire.

À propos de ce volet du financement de l'économie, la Commission a mis en ligne, le 19 mars 2025, une publication relative à l'Union pour l'épargne et l'investissement¹³. Les actions annoncées visent d'abord à renforcer l'intégration financière afin de permettre à l'Union européenne de financer les besoins d'investissements supplémentaires liés aux défis actuels (changement climatique et évolutions technologiques, notamment), estimés à 750 milliards d'euros supplémentaires par an d'ici 2030 dans le rapport Draghi. Cette stratégie vise aussi à renforcer la prospérité des citoyens et la compétitivité économique de l'Union, en mobilisant davantage l'épargne privée au service de l'économie réelle. Elle s'articule autour de quatre axes complémentaires : faciliter l'accès des citoyens aux marchés financiers pour leur offrir des produits avec de meilleurs rendements (*Citoyens et épargne*) ; encourager l'investissement des entreprises, en particulier des petites et moyennes entreprises (PME) et des start-up, grâce à un meilleur accès aux financements par les marchés de capitaux (*Investissement et financement*) ; lever les obstacles à l'intégration afin de bâtir un véritable marché unique des capitaux en Europe (*Intégration et échelle*) ; et renforcer la convergence et l'efficacité de la supervision financière au sein du marché intérieur (*Surveillance efficace au sein du marché unique*). Ces orientations correspondent aux priorités identifiées par la Banque de France et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), détaillées dans leur réponse à une consultation lancée par la Commission au premier trimestre 2025¹⁴.

La Commission européenne souhaite également renforcer la compétitivité des entreprises européennes en développant un calendrier de simplification réglementaire et administrative. Elle s'est ainsi engagée à réduire de plus de 25 % la charge administrative pesant sur les entreprises européennes. À titre d'exemple, cette volonté s'est matérialisée par la publication en février 2025 du paquet législatif dit « omnibus », qui vise à réduire la charge administrative et réglementaire pesant sur les PME et les entités de taille intermédiaire en matière de reporting environnemental, social et de gouvernance (ESG). La proposition prévoyait également de repousser certaines obligations de publication en matière ESG – ce volet a fait l'objet d'une procédure accélérée et a été voté le 14 avril 2025¹⁵.

¹⁰ [Communiqué de presse du HCSF du 4 mars 2025](#)

¹¹ [Communiqué de presse de la Commission européenne du 29 janvier 2025.](#)

¹² [Commission européenne \(2024\), *The Draghi report on EU competitiveness*, septembre.](#)

¹³ [Commission européenne \(2025\), « Savings and investments union », mars.](#)

¹⁴ [Commission européenne \(2025\), « Feedback from: Banque de France / ACPR », mars.](#)

¹⁵ [Directive \(UE\) 2025/794 du Parlement européen et du Conseil du 14 avril 2025 modifiant les directives \(UE\) 2022/2464 et \(UE\) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité \(Texte présentant de l'intérêt pour l'Espace économique européen\)](#)

Face aux tentations d'alléger la réglementation du secteur financier qui se manifestent aux États-Unis, les autorités françaises et européennes ont clairement rappelé que le calendrier européen de simplification ne serait pas synonyme de déréglementation. Autrement dit, il s'agit de simplifier le cadre réglementaire pour le rendre plus efficace, en en diminuant la complexité mais sans pour autant en réduire les exigences. Si les nouvelles autorités américaines n'ont pas encore fait part de leur calendrier de finalisation de la mise en œuvre des accords de Bâle 3, certaines déclarations laissent entendre qu'elles pourraient proposer une baisse des exigences de capital pour les banques américaines. Face à ces incertitudes, la Banque d'Angleterre a d'ailleurs annoncé retarder d'un an (à 2027) la mise en œuvre de ces mêmes accords¹⁶. Le gouverneur de la Banque de France a quant à lui rappelé être « un fervent partisan » de la mise en œuvre des accords de Bâle 3, à une exception près : compte tenu de l'incertitude au niveau international, il semble opportun de reporter d'une année supplémentaire, à 2027, la mise en œuvre de la réforme du cadre sur les risques de marché. Au-delà de la réglementation prudentielle bancaire, une dérégulation financière dans certaines juridictions pourrait également se concrétiser en matière de cryptoactifs (y compris les jetons stables, *stablecoins*), mais aussi par une moindre ambition s'agissant des défis relatifs au climat ou au secteur des intermédiaires financiers non bancaires (*non-bank financial intermediaries*, NBFi). Une telle évolution porterait de nouveaux risques financiers et seraient sources de vulnérabilités systémiques ; cela renforcerait également les risques d'arbitrage réglementaire.

Encadré : L'exercice pilote de stress-test « systémique » de la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF)

Les interconnexions croissantes entre les banques et les autres acteurs financiers non bancaires, tels que les fonds d'investissement et les organismes d'assurance, complexifient le système financier et accroissent les risques de contagion qui ne sont actuellement pas pris en compte dans les tests de résistance individuels. Les stress-tests à l'échelle de tout le secteur financier (*system-wide* en anglais) apparaissent donc comme des outils prometteurs pour identifier et quantifier ces interconnexions, et mieux évaluer ces risques de contagion et améliorer leur gestion.

Ainsi, la Banque de France et l'ACPR finalisent-elles actuellement, conjointement avec l'AMF, les modalités d'un exercice pilote de stress-test « systémique » associant banques, assureurs et fonds d'investissement. Cet exercice exploratoire et facultatif - qui sera joué au second semestre 2025 - n'aura pas de visée réglementaire. Il est principalement un exercice d'apprentissage mutuel tant pour les autorités que pour les participants et la Place de Paris dans son ensemble. La méthodologie, en cours de finalisation, est d'ailleurs co-construite avec les participants à l'exercice.

Le recul des ambitions climatiques américaines s'est manifesté par le (nouveau) retrait de l'administration Trump de l'accord de Paris en janvier 2025, et par de nouvelles perspectives données aux projets fossiles. L'action de l'administration américaine conduit également à un affaiblissement des mécanismes de financement climatique internationaux : l'administration a ainsi retiré son soutien au Fonds pour les pertes et dommages, et annulé en février 2025 un engagement de 4 milliards de dollars envers le Fonds vert pour le climat (Green Climate Fund, GCF). En outre, l'accroissement des tensions commerciales pourrait aggraver les risques climatiques : l'augmentation des droits de douane et les mesures de rétorsion perturbent la chaîne de valeur des énergies bas carbone, comme l'illustrent les contrôles à l'exportation vers les États-Unis d'une série de minéraux critiques, de terres rares et d'aimants mis en place par la Chine en avril 2025. Plus généralement, les tensions commerciales accroissent l'incertitude réglementaire pour les entreprises – y compris l'incertitude relative aux réglementations environnementales – et peuvent avoir des effets

¹⁶ [Banque d'Angleterre \(2025\), « The PRA announces a delay to the implementation of Basel 3.1 », janvier.](#)

macroéconomiques défavorables à la transition écologique, tels que le ralentissement de la diffusion du progrès technologique.

1. Analyse transversale des vulnérabilités

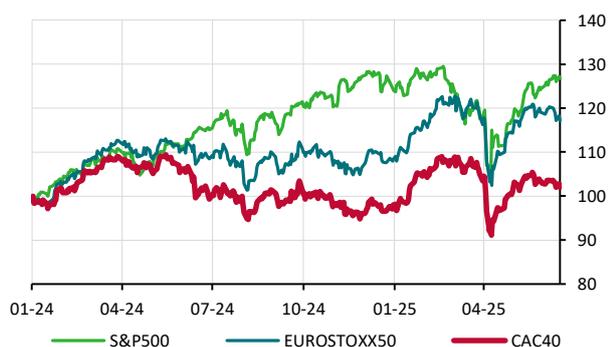
1.1 Le déclenchement d'une guerre commerciale par les États-Unis a conduit à une correction d'ampleur mais ordonnée des marchés

La hausse de la volatilité et la correction des marchés actions ont été importantes mais sont restées contenues

L'exceptionnalisme des États-Unis qui semblait prévaloir sur les marchés financiers fin 2024 apparaît aujourd'hui remis en question. Le marché des actions américain poursuivait fin 2024 une croissance nettement plus rapide que les marchés des actions européens et des autres pays avancés, porté par les anticipations d'une accélération de la croissance et la domination du pays dans le secteur du numérique. Les acteurs de marché anticipaient alors le renforcement d'une divergence transatlantique, avec une dynamique de croissance plus favorable aux États-Unis qu'en Europe et des risques de hausse de l'inflation aux États-Unis. Cela se reflétait également dans une appréciation du dollar par rapport à l'euro et une divergence croissante des taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro. L'investiture du nouveau président étatsunien, le 20 janvier 2025, a toutefois marqué un début de correction de cette dynamique avec une stagnation du marché action américain puis une dégradation progressive des valorisations de marché et des anticipations de croissance qui ont accompagné les premières annonces de politique économique de la nouvelle administration en février et mars (graphique 1.1).

Graphique 1.1 : Évolution du S&P500, de l'Euro Stoxx 50 et du CAC40 depuis le 1^{er} janvier 2024

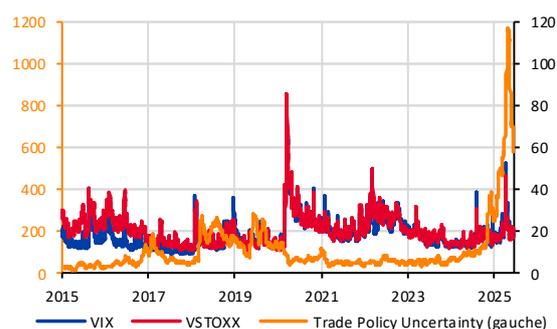
x : axe temporel / y : indices (base 100 : 1^{er} janvier 2024)



Note : Source : Bloomberg
Dernier point : 17 juin 2025

Graphique 1.2 : Volatilité des marchés actions et incertitude des politiques commerciales

x : axe temporel / y : indices



Note : Données quotidiennes pour le VIX et le VSTOXX, mensuelles pour l'indice Trade Policy Uncertainty (TPU) ; dernier point le 17 juin 2025.
Sources : Bloomberg, Caldara (D.), et al. (2020).

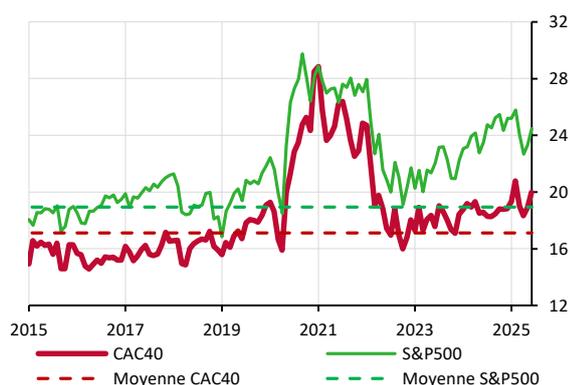
Les annonces étatsuniennes de droits de douane du 2 avril ont ensuite surpris par leur ampleur, déclenchant un choc de marché et des mesures de représailles, de la part de la Chine notamment. La montée des risques pour le commerce mondial a engendré une forte hausse de la volatilité sur l'ensemble des marchés financiers. L'annonce, le 9 avril 2025, d'une suspension temporaire des droits de douane étatsuniens (qui excluait encore la Chine début mai), puis des progrès dans les négociations commerciales bilatérales courant mai ont permis d'atténuer les tensions, mais le sentiment des investisseurs reste dégradé dans un contexte d'incertitude économique très élevée et de forte sensibilité aux annonces de politique commerciale. Sur les actions américaines, l'indice de volatilité VIX, qui s'était montré peu réactif à la montée des tensions commerciales depuis le début de l'année, a brusquement augmenté, et même brièvement dépassé 60 au cours de la journée du 7 avril à la suite des annonces de rétorsion de certaines juridictions. La volatilité sur les marchés actions européens a enregistré des mouvements similaires (cf. graphique 1.2), mais, dans l'ensemble, ce pic de volatilité reste largement inférieur à ce qui avait pu être observé lors de la pandémie de Covid-19.

Les marchés actions ont enregistré une forte correction à l'échelle internationale consécutive à la révision à la baisse des anticipations de croissance: - 12,6 % entre le 2 et le 9 avril sur le CAC 40, - 12,85 % sur l'Eurostoxx 50, - 12,14 % pour le S&P500. Les principaux indices actions ont ensuite rebondi dans le sillage de l'annonce de la suspension temporaire des principales mesures tarifaires mais n'ont toujours pas retrouvé, le 17 juin 2025, leurs plus hauts historiques atteints en début d'année. Les secteurs les plus exposés aux droits de douane et les secteurs cycliques, comme le secteur bancaire, ont été particulièrement affectés. Le ratio entre cours boursier et valeur comptable des valeurs bancaires étatsuniennes a fortement baissé, passant de 1,6 environ début mars à 1,2 après les annonces tarifaires, et n'a que partiellement rebondi depuis, réduisant sensiblement l'écart avec les valeurs bancaires européennes moins affectées.

Malgré la correction sur les marchés actions, qui a annulé les gains enregistrés au premier trimestre, les valorisations restent historiquement élevées. Aux États-Unis, au 17 juin, le S&P500 a progressé de 1,95 % depuis le début de l'année tandis que le CAC 40 affiche une progression de 3,92 % et l'Eurostoxx 50 de 7,54 %. Les ratios cours/bénéfices ont quant à eux diminué de 3% aux États-Unis (passant de 25,2 à 24,5) et ont progressé de 3% en France (graphique 1.3), mais ces niveaux demeurent supérieurs à leurs moyennes historiques, en particulier pour les actions de l'indice S&P 500. Les primes de risque des actions, représentant le rendement excédentaire exigé par les investisseurs par rapport au taux d'intérêt sans risque, restent, elles aussi, à des niveaux historiquement bas (graphique 1.4). Ces valorisations élevées rendent toujours les marchés actions vulnérables à une dégradation brutale de l'aversion pour le risque en cas de choc adverse.

Graphique 1.3 : Ratio prix-bénéfices des actions françaises et étatsuniennes

x : axe temporel / y : ratio



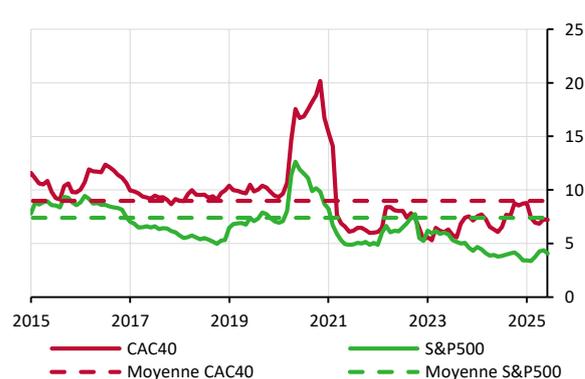
Note : Le ratio prix / bénéfices est calculé à partir du prix des actions au 1^{er} mai 2025 et des bénéfices attendus au cours des prochaines années par les analystes financiers. Les moyennes historiques sont calculées pour la période 1995-2025.

Dernier point le 1^{er} juin 2025.

Sources : Eikon Refinitiv, IBES, calculs Banque de France.

Graphique 1.4 : Prime de risque sur les actions françaises et étatsuniennes

x : axe temporel / y : prime de risque en %



Note : Les primes de risque sont estimées à partir du modèle d'actualisation des dividendes de Fuller (R.J.) et Hsia (C.) (1984)¹⁷. Les moyennes historiques sont calculées pour la période 1995-2025.

Dernier point le 1^{er} juin 2025.

Sources : Eikon Refinitiv, IBES, FMI WEO, calculs Banque de France.

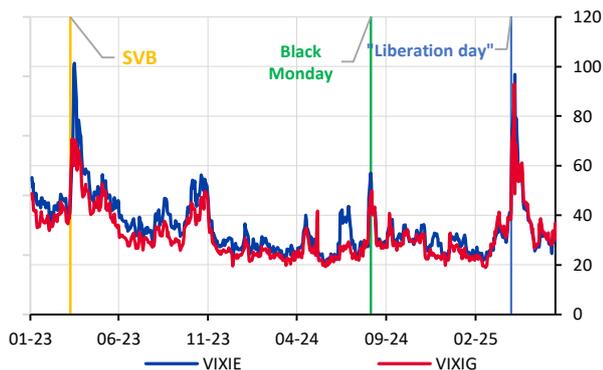
¹⁷ Fuller (R.J.) et Hsia (C.) (1984), « A simplified common stock valuation model », *Financial Analysts Journal*.

La détérioration de l'environnement international a également affecté les conditions de financement sur le marché des obligations d'entreprises

La volatilité consécutive aux annonces de barrières douanières n'a pas été cantonnée aux marchés actions : elle a notamment fortement augmenté sur les marchés des obligations d'entreprises aux États-Unis et en Europe, dans des proportions similaires à ce qui avait été enregistré lors de la faillite de la Silicon Valley Bank aux États-Unis en mars 2023 (graphique 1.5).

Graphique 1.5 : Volatilité des obligations de catégorie *investment grade* en Europe et aux États-Unis

x : axe temporel / y : indice



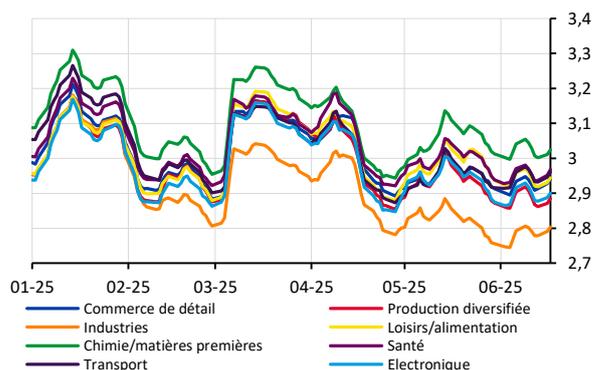
Note : L'indice VIXIE correspond à la volatilité des obligations européennes de catégorie Investment Grade ; l'indice VIXIG correspond à la volatilité des obligations de catégorie Investment Grade aux États-Unis.

Dernier point le 17 juin 2025.

Source : Bloomberg.

Graphique 1.6 : Taux sur les obligations européennes de catégorie *investment grade*, par secteur

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



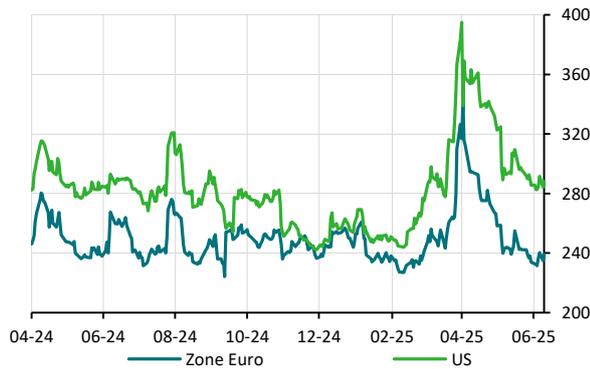
Note : Dernier point le 17 juin 2025.

Source : Eikon Refinitiv, calculs Banque de France.

Le développement le plus important du marché obligataire d'entreprise a été la forte hausse des écarts de crédit, particulièrement dans la catégorie *high yield* (HY), alors qu'ils étaient demeurés comprimés jusqu'au mois de mars. Le spread de crédit moyen sur les obligations HY en euros est ainsi passé de 335 points de base le 2 avril à 400 points de base le 15 avril, soit un plus haut depuis fin 2023, toutefois nettement en-dessous des pics observés à l'été 2022 (650 points de base) ou en mars 2020 (900 points de base). Le spread moyen est depuis redescendu pour atteindre 288 points de base le 17 juin. Dans l'ensemble, après avoir temporairement augmenté à la suite des annonces du 2 avril, les coûts de financement de marché des entreprises, en France comme dans le reste de la zone euro, évoluent en juin 2025 à des niveaux légèrement inférieurs à ceux de 2024, dans le sillage de la baisse des taux souverains européens au cours de la période. On ne note pas de forte différenciation des rendements en fonction des secteurs d'activité, même si les activités industrielles continuent à bénéficier de conditions légèrement plus favorables que les autres secteurs (cf. graphique 1.6).

Graphique 1.7 : Spread HY-IG sur les obligations européennes et étatsuniennes

x : axe temporel / y : points de base



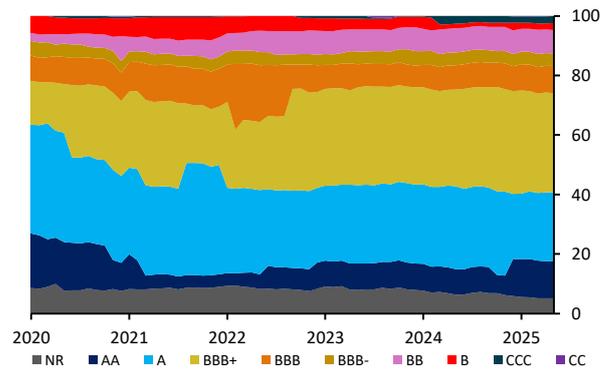
Note : Dernier point le 17 juin 2025.

HY : high yield ; IG : investment grade.

Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Graphique 1.8 : Encours de dette des sociétés non financières françaises, par notation

x : axe temporel / y : % de l'encours total



Note : Dernier point le 31 mai 2025.

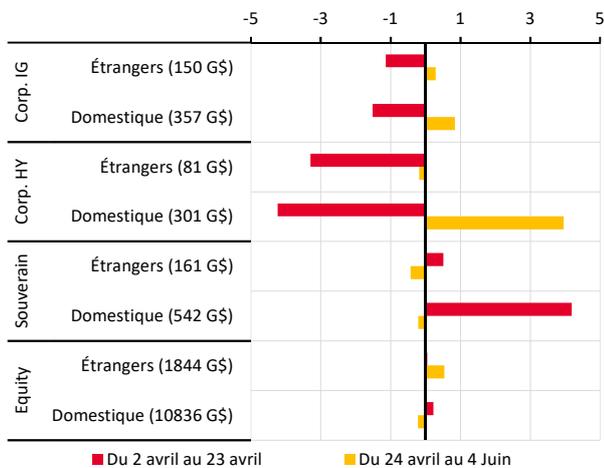
Source : CSDB, calculs Banque de France.

Au niveau européen, les émissions obligataires brutes en euros des entreprises bien notées se sont nettement réduites en avril, accentuant une tendance observable depuis le début de l'année 2025. Sur la période de février à avril, les émissions d'obligations des entreprises européennes notées *investment grade* (IG) ont été inférieures de 26 % par rapport à 2024. En mai, en revanche, elles ont fortement rebondi, atteignant 120,5 milliards d'euros contre 83,9 milliards un an plus tôt, compensant partiellement le repli des mois précédents. Cet attentisme semble normal de la part des émetteurs en période de forte incertitude. Dans l'ensemble de la zone euro, l'encours total des obligations d'entreprise au 31 mai 2025 s'élevait à 1 815 milliards d'euros pour les SNF, et à 9 118 milliards d'euros pour les intermédiaires financiers dont respectivement 705 et 2 061 milliards d'euros pour les sociétés non financières et intermédiaires financiers français. Cette dette obligataire des entreprises est majoritairement notée IG, le segment HY ne représentant que 425 milliards d'euros à l'échelle de la zone euro, dont 91 milliards d'euros émis par les SNF françaises (soit environ 13 % de leur dette obligataire totale, cf. graphique 1.8).

Par ailleurs, entre le 2 et le 23 avril, les fonds d'investissement obligataires américains et européens spécialisés dans les obligations d'entreprise de notation HY ont connu des sorties très importantes (cf. graphiques 1.9 et 1.10). Les fonds investissant des obligations d'entreprise de qualité IG ont décollecté également mais dans des proportions plus faibles. En particulier, la semaine du 2 au 9 avril représente une des plus importantes sorties historiques de capitaux pour les fonds HY en une semaine. Si l'administration américaine n'avait pas annoncé de pause dans les droits de douane et que ce mouvement s'était prolongé, la résilience de ces fonds, qui présentent une asymétrie de liquidité entre actifs et passifs, aurait alors pu être mise à l'épreuve. À la suite des annonces de pause tarifaire, les flux vers les fonds exposés aux obligations d'entreprises de qualité HY ont connu un net revirement, tant aux États-Unis qu'en Europe. Ce retournement pourrait refléter un regain d'appétit pour le risque, malgré une prudence toujours marquée de la part des investisseurs étrangers.

Graphique 1.9 : Flux cumulés sur les fonds investissant aux États-Unis depuis avril 2025

x : flux cumulé en % de l'encours / y : type de fonds et domiciliation. Entre parenthèses : total des actifs sous gestion

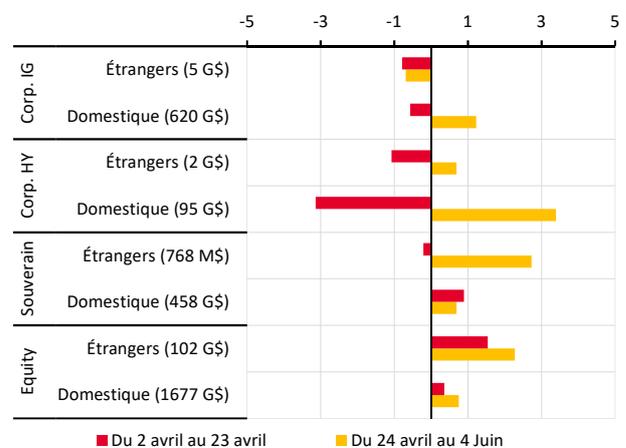


Note : Les fonds intérieurs sont les fonds domiciliés aux États-Unis dont le mandat d'investissement couvre respectivement les actions étatsuniennes, les obligations étatsuniennes et les obligations d'entreprise étatsuniennes de notations IG et HY. Les fonds étrangers sont les fonds domiciliés en dehors des États-Unis dont le mandat est d'investir aux États-Unis dans ces classes d'actifs.

Source : EPFR, calculs Banque de France.

Graphique 1.10 : Flux cumulés sur les fonds investissant en Europe de l'Ouest depuis avril 2025

x : flux cumulé en % de l'encours / y : type de fonds et domiciliation. Entre parenthèses : total des actifs sous gestion



Note : La catégorie Europe de l'Ouest représente les fonds dont le mandat d'investissement couvre les marchés européens et comprend les pays suivants : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni et Irlande. Cela inclut également les fonds qui peuvent investir dans plusieurs pays du continent européen, y compris le Royaume-Uni. Les fonds intérieurs sont les fonds domiciliés en Autriche, en Belgique, en Suisse, en Chypre, en Allemagne, en Danemark, en Estonie, en Espagne, en Finlande, en France, au Royaume-Uni, en Grèce, à Guernesey, en Irlande, dans l'île de Man, en Italie, à Jersey, au Liechtenstein, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Portugal, en Suède, en Turquie.

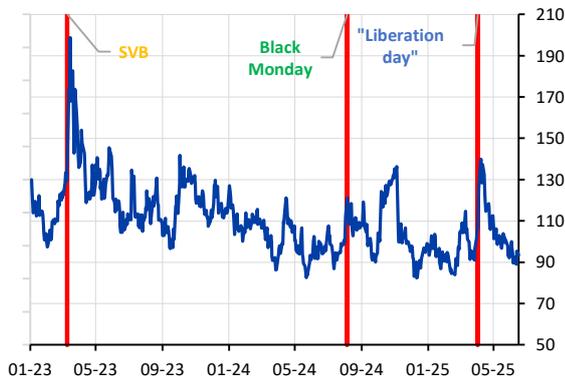
Source : EPFR, calculs Banque de France.

Les titres du Trésor américain et le dollar n'ont pas bénéficié de leur statut traditionnel d'actif refuge

Un des mouvements les plus atypiques observés sur les marchés en avril concerne la dynamique du marché des titres du Trésor américain (*US Treasuries, UST*). Celui-ci a connu une forte hausse de la volatilité (même si elle est restée contenue, cf. graphique 1.11) et un mouvement de pentification de la courbe des UST inhabituel en période d'aversion au risque. Le taux souverain à trente ans a augmenté de 26 points de base entre le 1^{er} et le 16 avril 2025, après avoir fluctué dans une fourchette exceptionnellement large de 70 points de base dans la semaine suivant le 2 avril (cf. graphique 1.12). Au cours de la même période, le taux souverain à deux ans a quant à lui baissé de 10 points de base, même s'il a légèrement augmenté les premiers jours. La hausse des taux longs américains a eu par ailleurs un effet de contagion limité sur les taux longs européens, ce qui est également inhabituel. L'écart entre les taux souverains américains et français à dix ans s'est ainsi creusé de 47 points de base au cours du mois d'avril.

Graphique 1.11 : Volatilité implicite du marché des titres du Trésor américain

x : axe temporel / y : indice MOVE



Note : Dernier point le 17 juin 2025.
Source : Bloomberg.

Graphique 1.12 : Évolution de l'indice du dollar et du rendement des titres du Trésor américain à deux et à trente ans

x : axe temporel / y [droite] : indice du dollar / [gauche] : rendements des UST (en %)



Note : Dernier point le 17 juin 2025.
Source : Bloomberg.

Encadré 1.1 : Les facteurs possibles d'explication des tensions sur le marché des titres du trésor américains

Par Caroline Bienvenu, Mathieu El Dahaby et Raphaël Vives.

Dans le sillage des annonces américaines sur les droits de douane du mercredi 2 avril, les taux sur les titres du Trésor américain (*US Treasuries*, UST) se sont tout d'abord détendus sur l'ensemble des maturités, les UST jouant leur traditionnel rôle de valeur refuge, alors que les marchés actions américains étaient en forte baisse (l'indice S&P 500 baissant de près de 10,5 % en net lors des sessions des 3 et 4 avril).

Cependant, à partir du lundi 7 avril, des mouvements inhabituels ont commencé à être observés : alors que les marchés actions américains ouvraient de nouveau en forte baisse, les taux des UST ont commencé à monter considérablement pour les maturités longues. En particulier, le taux des UST à trente ans s'est tendu de quasiment 30 points de base lors de la seule session du 7 avril, et ce mouvement s'est accéléré lors des sessions suivantes, touchant momentanément pendant la session asiatique du 9 avril le seuil symbolique de 5 %, non atteint depuis octobre 2023 (cf. graphique 1), dans un contexte de forte dégradation de la liquidité sur le marché des UST. Ainsi, le taux des UST à trente ans est passé d'un plus bas à 4,30 % au cours de la session du 4 avril à un plus haut à 5,02 % au cours de la session du 9 avril, remettant en question le statut de valeur refuge des UST. Par ailleurs, les taux des UST ont monté plus fortement que le taux des *swaps* de maturité similaire, amenant l'écart de taux entre la courbe UST et la courbe *swaps* (courbe de référence pour les UST) à s'écarter nettement pour les maturités longues.

Plusieurs facteurs (sans ordre de priorité) ont été mentionnés par les participants de marché pour expliquer ces mouvements inhabituels observés sur le marché des UST, avec toutefois un fort degré d'incertitude :

- 1) Des débouclages de positions spéculatives sur le marché des UST (arbitrage entre le marché des UST et des *futures* sur les UST, positions dites de *basis trades*¹⁸, et du marché des *swaps*, positions dites de *swap spreads*¹⁹) de la part de *hedge funds* qui auraient cherché à diminuer leur exposition au risque du fait de la forte augmentation de la volatilité constatée. [La Federal Reserve Bank of New York attribue en effet la hausse des taux longs au débouclage de positions](#)

¹⁸ Voir à ce sujet l'Évaluation des risques du système financier (ERS) de décembre 2023.

¹⁹ Un *swap spread* est la différence entre le rendement nominal des titres souverains et celui de la composante fixe d'un accord de *swap*.

de swap spreads qui avaient été mises en place par de nombreux *hedge funds* depuis le début de l'année, en anticipation d'un assouplissement de la régulation à venir, notamment pour le ratio de levier. Elle minimise cependant l'impact du débouclage supposé de positions de *basis trade*, estimant notamment que l'absence de tensions significatives en avril pour le financement en dollar (sur les marchés de *repo* intérieurs en particulier) ne permet pas de corroborer cette explication.

- 2) À la suite de la forte et rapide dépréciation des marchés actions, les investisseurs sur les marchés dérivés auraient aussi fait face à une forte hausse des appels de marge, les incitant à vendre des UST pour répondre à leurs besoins de liquidité (mouvement généralement caractérisé de *dash for cash*).
- 3) Des mouvements supposés de réallocation d'actifs, aussi bien de la part d'investisseurs intérieurs (préférence de certains fonds de pensions pour les actions, au détriment des obligations, afin de maintenir une allocation relative constante entre ces deux classes d'actifs malgré la dévalorisation des actions) que d'investisseurs internationaux (qui avaient fortement augmenté leur exposition aux actifs en dollar depuis plusieurs années, y compris sur le marché des UST, qui offrait un rendement supérieur à la plupart des autres pays développés).
- 4) Une dégradation des perspectives macroéconomiques, se traduisant notamment par une hausse des anticipations d'inflation (du fait de l'augmentation des droits de douane), une baisse de la croissance et une hausse des besoins de financement à venir de la part du Trésor américain en lien avec la proposition de budget en cours de négociation au Congrès. Le Congressional Budget Office publiait notamment le 4 avril ses nouvelles prévisions de déficit, estimant que si le budget était entériné, il ajouterait 5,8 billions de dollars de déficits primaires cumulés supplémentaires pour les dix années à venir. Ces perspectives avaient ainsi entraîné une forte hausse de la prime de terme sur les UST en début de mois (cf. graphique 2).
- 5) Les mouvements observés pour les UST début avril, particulièrement rapides et intenses, ont pu être exagérés par une liquidité en forte baisse lors de la période, étant donné le fort accroissement de la volatilité. [La Federal Reserve Bank of New York estime en effet que la liquidité s'est fortement dégradée début avril pour certains segments du marché des UST](#) (titres *off-the-run* et indexés sur l'inflation notamment).
- 6) Des rumeurs quant à de potentielles ventes d'UST de certaines banques centrales asiatiques. L'analyse des flux internationaux pour les UST et des évolutions de change ne semblent cependant pas suggérer de telles ventes de la part des banques centrales. Par ailleurs, ces réserves sont principalement investies sur les maturités courtes des UST, or ce sont les maturités les plus longues qui ont le plus réagi en avril.

Après une légère accalmie dans le sillage de l'annonce du report des droits de douane réciproques le 9 avril, des mouvements similaires de rapide et forte hausse des taux UST pour les maturités longues ont à nouveau été observés mi-avril – alors que les marchés actions américains étaient en baisse et que le dollar se dépréciait. Ces mouvements simultanés de baisse des marchés actions américains, de baisse du dollar et de baisse du prix des UST (hausse de leur taux) ont alors été caractérisés par certains participants de marché de mise en place de *sell America trade*, à savoir la volonté supposée de certains investisseurs de réduire leur exposition à tout type d'actifs financiers américains. Dans sa dernière lettre²⁰ au secrétaire du Trésor américain datant de fin

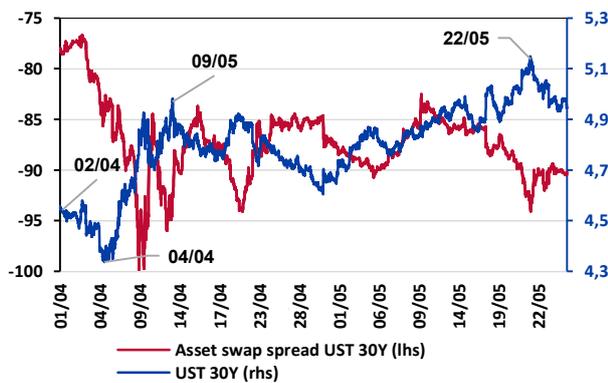
²⁰ Département du Trésor des États-Unis (2025), « [Report to the Secretary of the Treasury from the Treasury Borrowing Advisory Committee](#) », avril.

avril, le Treasury Borrowing Advisory Committee (TBAC) a d'ailleurs repris une liste de facteurs explicatifs de ces comportements de marché.

Finalement, si les marchés américains – notamment le marché des UST – ont fait l'objet d'une attention toute particulière depuis début avril, aucune réallocation structurelle d'actifs au détriment de ceux qui sont en dollars ne semble avoir eu lieu pour l'instant, et un tel processus prendrait du temps. Toutefois, étant donné les mouvements de marché observés depuis avril, de nombreux investisseurs internationaux semblent désormais de plus en plus incités à couvrir leurs risques de change face à une nouvelle dépréciation du dollar, une pratique de marché en forte diminution au cours des dernières années, en parallèle de l'appréciation de la devise. Si certains indicateurs de marché commencent déjà à témoigner d'une probable demande accrue de couverture sur le marché des changes, cette dernière ne resterait que partielle.

Graphique 1 : Swap spread à trente ans et rendement UST à 30 ans au cours du mois d'avril 2025

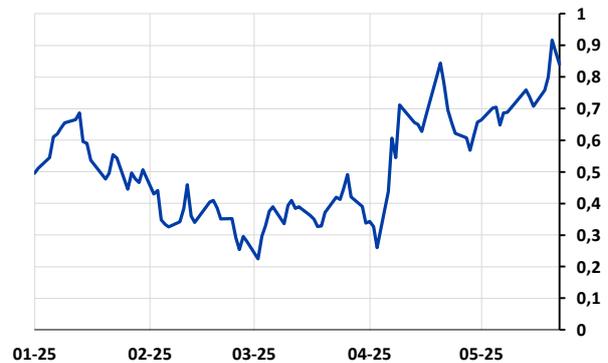
x : axe temporel / y [gauche] : rendements (en %) ; [droite] : swap spreads (en points de base)



Note : Dernier point le 28 mai 2025.
Source : Bloomberg, calculs Banque de France.

Graphique 2 : Prime de terme UST à 10 ans (modèle de la Federal Reserve Bank of New York) entre le 1^{er} janvier et le 23 mai 2025

x : axe temporel / y : prime de terme (en %)

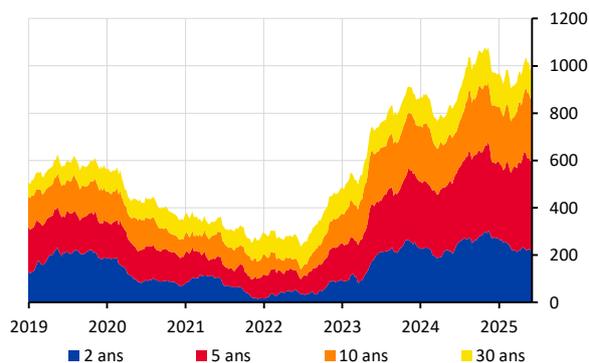


Note : Dernier point le 23 mai 2025.
Source : Bloomberg, calculs Banque de France.

Plusieurs facteurs potentiels ont été avancés pour expliquer ces mouvements sur le marché souverain américain (cf. encadré 1.1). Les débouclages de positions sur le marché des UST sous la forme de *swap spreads* (positions longues sur les UST financées en *repo* et couvertes par un *swap* de taux) semblent avoir joué un rôle déterminant. Les investisseurs, notamment les *hedge funds*, avaient sensiblement augmenté ces positions en début d'année en pariant sur un resserrement de l'écart entre le rendement des obligations et celui du *swap* en cas d'assouplissement du ratio de levier applicable aux banques étatsuniennes (*supplementary leverage ratio*, SLR). Les participants de marché ont également évoqué des débouclages de positions de *basis trade* pour les *futures* (positions longues pour les obligations et courtes pour les *futures*), en réponse à une hausse des appels de marges comme facteur explicatif potentiel. Cependant, les données de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) ne montrent pas de débouclages de grande ampleur des positions de *basis trade* au cours de la semaine du 2 au 9 avril, ce qui tend à relativiser leur rôle dans les tensions du mois d'avril (cf. graphique 1.13).

Graphique 1.13 : Positions courtes des fonds à levier sur les contrats à terme du gouvernement américain

x : axe temporel / y : en milliards de dollars

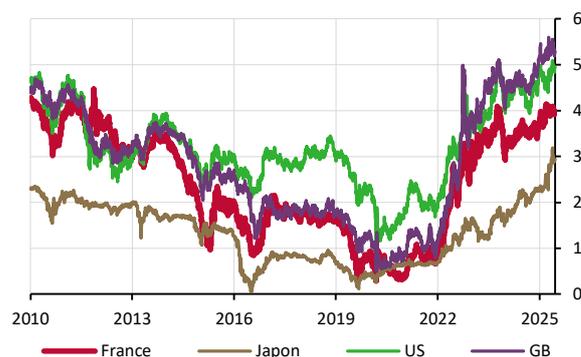


Note : Dernier point le 3 juin 2025.

Source : CFTC, calculs Banque de France.

Graphique 1.14 : Rendements des obligations souveraines françaises, japonaises, américaines et britanniques à 30 ans

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



Note : Dernier point le 17 juin 2025.

Source : Eikon Refinitiv.

La pentification de la courbe des taux américains s'inscrit dans un mouvement plus général de hausse des taux longs souverains à l'échelle internationale (cf. graphique 1.14). Cette dynamique s'explique en partie par une amplification des contraintes budgétaires dans de nombreuses juridictions, résultant de déficits élevés dans un contexte où la croissance mondiale demeure modérée. Par ailleurs, alors que les banques centrales avaient contribué à maintenir des conditions de financement très avantageuses pour les États à travers leurs politiques d'assouplissement quantitatif, la normalisation opérée à partir de 2022 a conduit à modifier la base d'investisseurs sur les marchés souverains et on semble observer aujourd'hui un moindre appétit des investisseurs privés pour les maturités les plus longues.

Depuis 2022, les hedge funds sont de plus en plus présents sur les marchés de dette souveraine du G10, y compris européens. En 2023, ils représentaient ainsi environ 55 % des volumes échangés de titres souverains de la zone euro et plus de 50 % de la demande agrégée recensée par les principales banques lors des adjudications. Les données de transactions sur dérivés et de financement sur titres ne font toutefois pas ressortir, sur les marchés souverains européens, de mise en œuvre systématique de stratégies de valeur relative de type *basis trade* des *hedge funds* qui seraient similaires à ce qu'on observe aux États-Unis (encadré 1.2).

Encadré 1.2 : Une présence croissante des *hedge funds* dans la dette souveraine européenne

Par Martin Saillard.

Les *hedge funds* occupent une place singulière dans la gestion d'actifs, en raison de leurs stratégies sophistiquées, de leur appétence pour le risque et de leur forte concentration entre les mains de gestionnaires américains. Les *hedge funds* se distinguent par des stratégies d'investissement souvent plus risquées et sophistiquées que celles des autres types de fonds, dans le but de générer des rendements élevés. Majoritairement opérés par des gestionnaires sis aux États-Unis (représentant 83 % des encours mondiaux à fin 2023²¹), ces fonds sont pour la plupart domiciliés aux îles Caïmans²², attirés par une fiscalité avantageuse et un cadre réglementaire allégé. À l'inverse, les fonds domiciliés en Europe ne représentent qu'environ 12 % des actifs mondiaux. Bien que majoritairement actifs en Amérique du Nord, les fonds américains investissent sur les marchés européens à hauteur d'environ 20 % de leurs encours²³, en particulier sur les marchés souverains.

Les *hedge funds* ont une présence de plus en plus marquée sur les marchés de dette souveraine du G10²⁴, y compris européens. Depuis 2022, leur présence sur les marchés obligataires des pays du G10 s'est nettement renforcée, dans un contexte de resserrement quantitatif dans les principales zones monétaires et d'augmentation des volumes d'émission de dette souveraine (cf. graphique 1). Ces évolutions ont ouvert de nouvelles occasions d'investissement, contribuant à faire des *hedge funds* des acteurs désormais dominants sur les marchés secondaires de la dette souveraine de la zone euro. En 2023, ils représentaient ainsi environ 55 % des volumes échangés de titres souverains de la zone euro²⁵ et plus de 50 % de la demande agrégée recensée par les principales banques lors des adjudications primaires²⁶.

Bien que l'augmentation de l'activité des *hedge funds* sur ces marchés favorise la liquidité et la formation des prix, elle comporte également des risques pour la stabilité financière. En raison de l'effet de levier élevé intégré dans certaines stratégies, un mouvement important sur les prix pourrait contraindre les fonds à simultanément déboucler des positions et accroître la volatilité et peser davantage sur les prix, en particulier si les intermédiaires financiers (*dealers*) ne sont pas en mesure d'absorber ces ventes. Certaines études ont suggéré que les ventes par les *hedge funds* utilisant l'effet de levier engagés dans des opérations de *basis trade* ont amplifié (mais n'ont pas causé) les tensions sur les marchés en mars 2020²⁷. D'autres stratégies utilisées par les *hedge funds* et impliquant des titres de dette souveraine, telles que les *swap spreads*, ont également été mises en cause dans la hausse de la volatilité des taux souverains américains en avril 2025²⁸.

²¹ International Organization of Securities and Commissions (IOSCO) (2024) : [Investment Fund Statistics Report](#) 2023, janvier.

²² Au deuxième trimestre 2024, 53,5% des encours des *hedge funds* enregistrés auprès de la United States Security and Exchange Commission (SEC) et dont l'encours est supérieur à 500 millions de dollars sont domiciliés aux îles Caïmans. Voir [SEC \(2024\), « Private funds statistics »](#), tableau 3.1.

²³ Estimation à partir des déclarations auprès de la SEC des *large hedge fund advisors*, c'est-à-dire des gestionnaires qui contrôlent au moins 1 milliards de dollars d'actifs au total

²⁴ Les pays du G10 sont l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les États-Unis, la France, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

²⁵ Ferrera (F.M.) et al. (2024) « Hedge funds: good or bad for market functioning? », Le blog de la Banque centrale européenne (BCE), septembre.

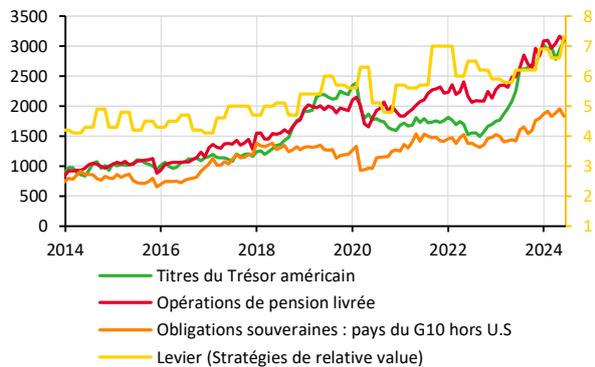
²⁶ Selon [un sondage](#) mené par le *bond market contact group* de la BCE en Juin 2024 auprès des *primary dealers*.

²⁷ Voir Barth et Khan (2020); Barth et Khan (2021); Banegas et al. (2021).

²⁸ Voir Perli (R.) (2025), « *Recent developments in Treasury market liquidity and funding conditions* », [Federal Reserve Bank of New York](#), mai 2025.

Graphique 1 : Exposition brute des *hedge funds* qualifiés enregistrés auprès de la SEC sur les titres de dettes souveraines et sur le marché des *repo* (tous types de collatéral confondus)

x : axe temporel / y : milliards de dollars

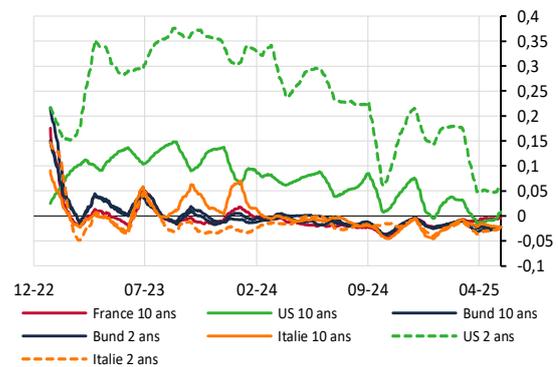


Note : L'exposition brute est calculée comme la somme des expositions longues et des expositions courtes et inclut les positions au bilan et hors bilan, c'est-à-dire les titres de dette et les dérivés associés. Les « *hedge funds* » qualifiés sont les « *hedge funds* » dont l'encours dépasse 500 millions de dollars.

Source : SEC Private Fund Statistics (Table 8.16 et 8.17), deuxième trimestre-2024, calculs banque de France.

Graphique 2 : Base entre les titres souverains (CTD) et les contrats à terme, nette des coûts de financement (*repo*)

x : axe temporel / y : pourcentage



Note : Base ajustée, mesurée comme l'écart entre le prix du contrat à terme et celui du titre souverain « *cheapest-to-deliver* », nette des coûts de financement, c'est-à-dire en intégrant le coût de financement (« *repo rate* ») du titre dans la durée du contrat à terme.

Source : Bloomberg, calculs banque de France.

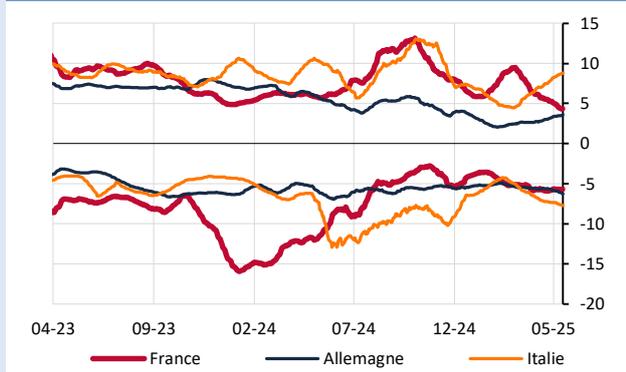
Les stratégies employées par les *hedge funds* sur les marchés souverains varient selon les juridictions et présentent des profils de risque hétérogènes. Le *basis trade*, très en vogue aux États-Unis, s'appuie sur l'écart entre le prix des titres du Trésor et leurs contrats à terme. Ce différentiel, net des coûts de financement, reste structurellement positif outre-Atlantique, rendant la stratégie attractive (cf. graphique 2). En Europe, en revanche, cet écart est souvent nul, voire négatif — en particulier pour les dettes françaises, allemandes et italiennes —, ce qui limite l'intérêt de cette stratégie sur les marchés européens. Cette divergence s'explique notamment par la profondeur du marché UST et par une forte activité des gestionnaires d'actifs américains sur les contrats à terme. Concernant les émissions primaires, les spécialistes en valeur du Trésor (SVT) européens mentionnent plusieurs stratégies des *hedge funds* concernant le « cycle d'adjudication »²⁹, fondées sur les déséquilibres entre offre et demande et l'absorption des émissions. Certaines stratégies nécessitent l'intermédiaire des SVT, d'autres sont menées directement par les *hedge funds* sur le marché secondaire. Lors des syndications, les *hedge funds* peuvent représenter la majorité de la demande, mais ils ne sont alloués que dans des proportions très faibles (de l'ordre de 1 % à 3 % des syndications menées par l'Agence France Trésor [AFT] depuis début 2024), les émetteurs souverains, dont l'AFT, favorisant les investisseurs à long terme.

Les données de transactions sur dérivés et de financement sur titres confirment la présence active des *hedge funds* sur les marchés européens, sans toutefois montrer une mise en œuvre systématique de stratégies de type *basis trade*. La part des *hedge funds* dans les contrats à terme de dettes française, allemande et italienne est restée relativement faible et équilibrée ces deux dernières années (en moyenne 7 % des positions longues et des positions courtes (cf. graphique 3), ne signalant pas de positionnement directionnel marqué. Sur le marché des *repo*, particulièrement important pour le financement des positions à effet de levier, les *hedge funds* ont réduit leurs positions de prêts et d'emprunts de titres contre liquidité depuis le troisième trimestre 2024 (cf. graphique 4).

²⁹ D'après l'AFT, le cycle d'adjudication désigne les variations de prix pour les titres émis, en amont et en aval des adjudications. Les titres ont tendance à se déprécier dans les jours précédant l'adjudication, puis à s'apprécier dans les jours qui suivent.

Graphique 3 : Part des hedge funds dans les positions longues (haut) et courtes (bas) sur les contrats à terme de dette souveraine française, allemande et italienne

x : axe temporel / y : % du notionnel total détenu

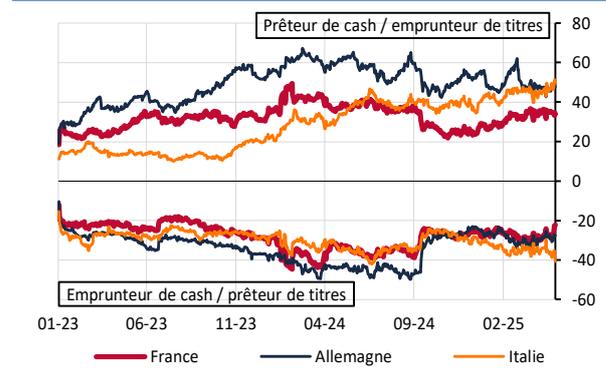


Note : La qualité des données EMIR peut présenter certaines limites en matière de couverture et de qualité. Les données ne comprennent pas les transactions effectuées entre contreparties situées en dehors de la zone euro. En particulier, l'identification du sous-jacent n'est pas toujours homogène ou complète. Par ailleurs, les premières vagues de déclaration suivant l'entrée en vigueur du reporting Refit peuvent comporter des lacunes ou des erreurs, liées à l'adaptation progressive des systèmes déclaratifs. Les hedge funds sont identifiés par des bases de données réglementaires et commerciales (BCE, Lipper). Les fonds d'investissement domiciliés aux îles Caïmans sont considérés comme des hedge funds.

Source: EMIR (avant mai 2024), EMIR Refit (à partir de mai 2024), BCE, Lipper. Calculs banque de France à partir des données BCE.

Graphique 4 : Positions de prise et de mise en pension des hedge funds collatéralisés par des titres souverains français, allemands ou italiens

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Note : Les données ne comprennent pas les transactions effectuées entre contreparties situées en dehors de la zone euro, pouvant amener à une surestimation ou une sous-estimation de la position des hedge funds. Les hedge funds sont identifiés par des bases de données réglementaires et commerciales (BCE, Lipper). Les fonds d'investissement domiciliés aux îles Caïmans sont considérés comme des hedge funds.

Source: SFTDS, calculs banque de France.

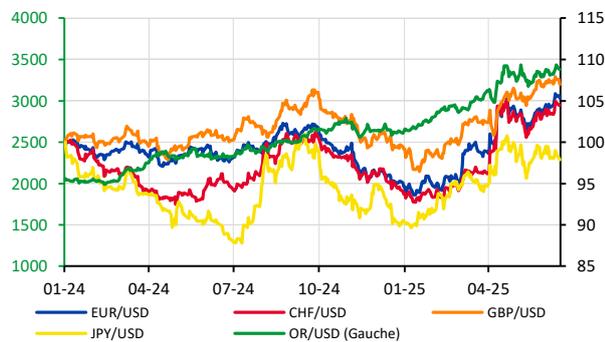
Les investissements transfrontaliers des *hedge funds* limitent la capacité des autorités à superviser et à évaluer les risques que ces entités peuvent faire peser sur la stabilité financière. La domiciliation extraeuropéenne de nombreux fonds, combinée à un manque de données sur leurs détentions de titres, entrave une vision consolidée de leurs positions. Cette opacité complique l'identification et l'appréciation des risques systémiques potentiels. Par ailleurs, les cadres de déclaration existants, tels que la *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) et la *Securities Financing Transactions Regulation* (SFTR), ne couvrent pas les transactions conclues entre deux contreparties situées hors de l'Union européenne, ce qui réduit la portée de la couverture des données. Pour répondre à ces limites, les autorités européennes, en coordination avec le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board, FSB), travaillent à renforcer les exigences de transparence applicables aux entités financières non bancaires, en particulier aux *hedge funds*.

Le climat d'incertitude profite à l'or et maintient une volatilité des prix sur les marchés de matières premières et de cryptoactifs

Le mouvement d'aversion au risque du mois d'avril ne s'est pas non plus traduit par une appréciation du dollar, lequel a subi une pression baissière continue en avril (cf. graphique 1.15) dans un contexte de volatilité élevée du taux de change euro/dollar. Le 21 avril 2025, la paire euro/dollar a atteint son plus haut niveau depuis février 2022, à plus de 1,15 dollar par euro, alors que les observateurs anticipaient encore un retour à la parité début 2025. Les autres devises principales ont également profité de ce mouvement, le taux de change franc suisse/dollar ayant même atteint le 11 avril 2025 son plus haut niveau depuis août 2011 à 1,23, jouant son rôle de valeur refuge.

Graphique 1.15: Évolution de l'or et de différentes devises par rapport au dollar

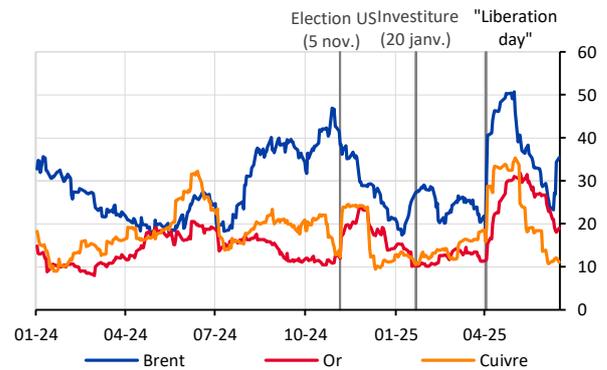
x : axe temporel / y [droite] : base 100 au 1^{er} janvier 2024, [gauche] : dollar par once d'or



Note : Dernier point le 17 juin 2025.
Source : Bloomberg.

Graphique 1.16 : Volatilité des matières premières

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



Note : Volatilité au cours de vingt jours ouvrés.
Dernier point le 17 juin 2025.
Source : Bloomberg, calculs Banque de France

Signe du niveau élevé d'incertitude, le cours de l'or a atteint un niveau record de 3500 dollars l'once à la mi-avril 2025, en hausse de 27 % entre le 1^{er} janvier et le 17 juin 2025 (graphique 1.15). Cette hausse résulte des incertitudes économique et géopolitique persistantes qui alimentent la demande pour l'actif. Avant le mois d'avril 2025, les inquiétudes quant à d'éventuels droits de douane étatsuniens qui pèseraient sur les importations d'or, combinées à des prix plus importants sur le marché à terme de New York que sur le marché *spot* de Londres, ont favorisé des transferts d'or depuis la place londonienne vers la place new-yorkaise. Cette dynamique a engendré un renchérissement des coûts d'emprunt et d'acquisition d'or sur le marché londonien. Enfin, les contrats à terme avec livraison ont atteint des prix record, soulignant le statut de valeur refuge de l'or dans un contexte de fortes incertitudes économique et commerciale.

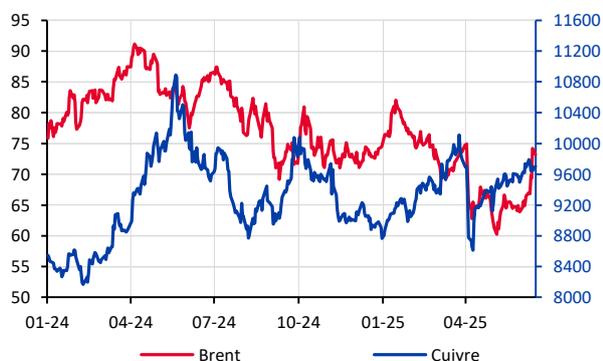
Les annonces en matière de droits de douane ont conduit à une augmentation de la volatilité du cours des matières premières, sans dépasser les niveaux observés lors des semaines qui ont précédé l'élection présidentielle étatsunienne. La volatilité du baril de Brent se situait aux environs de 23 %, des niveaux inférieurs à ceux qui étaient observés pendant les semaines précédant l'élection présidentielle. La volatilité de l'or a aussi ralenti depuis novembre 2024 pour atteindre environ 15 %. La volatilité du cuivre fait toutefois figure d'exception et ressort particulièrement élevée, du fait des implications potentielles des tensions avec la Chine (infra). Elle a dépassé son niveau de novembre 2024 pour atteindre près de 35 % fin avril 2025.

Le prix du pétrole a connu une forte baisse début 2025, le Brent ayant atteint 60 dollars le baril le 5 mai (cf. graphique 1.17), son cours le plus bas de ces quatre dernières années. Les prix du pétrole ont chuté en mars et en avril en raison du sentiment de risque lié aux droits de douane américains et aux craintes de récession, exacerbés par la décision de l'OPEP + d'une moindre réduction de production à partir de mai. L'Agence Internationale de l'énergie (AIE) a révisé à la baisse ses prévisions de croissance de la demande mondiale de pétrole pour 2025, et un ralentissement est attendu pour 2026. L'offre mondiale a augmenté en mars, tirée par les pays hors OPEP +, mais la hausse des objectifs de production de l'OPEP + en mai pourrait être limitée par la surproduction de certains membres. Signe de la forte incertitude actuelle et de la perplexité des acteurs de marché, la courbe des *futures* du Brent, qui était en *backwardation* depuis 2024 (avec des prix des *futures* décroissants et inférieurs au prix *spot*, ce qui peut suggérer une baisse des cours anticipés), ressortait à la fin avril avec une forme très inhabituelle, se caractérisant par une *backwardation* sur les maturités les plus courtes, mais un *contango* (prix des *futures* croissants et supérieurs au *spot*) sur les maturités à partir de dix-huit mois, ce qui montre que les acteurs de marché prennent des positions opposées sur les *futures* pétrole suivant l'horizon temporel, et semblent a priori rester optimistes quant à la conjoncture mondiale à moyen terme (cf. graphique

1.18). Le déclenchement de la guerre entre Israël et l’Iran le 13 juin 2025 a entraîné un fort rebond des cours, le Brent se négociant à 75 dollars le baril au 17 juin.

Graphique 1.17 : Cours du Brent et du cuivre

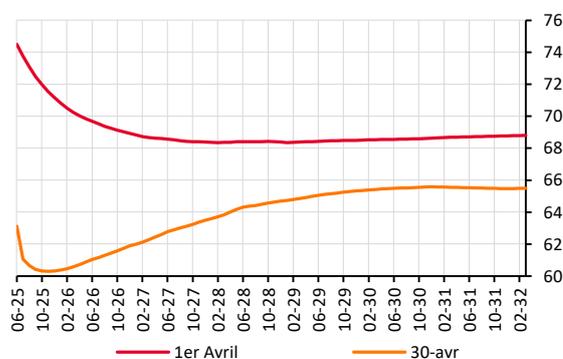
x : axe temporel / y [gauche] : cours du Brent (en dollar) ; [droite] : cours du cuivre (en dollar)



Note : Dernier point le 17 juin 2025.
Source : Bloomberg.

Graphique 1.18 : Courbes des contrats à terme du Brent le 1^{er} et le 30 avril 2025

x : échéances / y : cours (en dollars US)



Source : Bloomberg, calculs Banque de France

Le cours du cuivre, après avoir enregistré des niveaux record en mai 2024, est passé de 8 700 dollars la tonne en début d’année, à 9 700 dollars la tonne mi-juin 2025, soit une hausse de 11,4 %. Les principaux producteurs de cuivre s’attendent à une forte appréciation du cours du cuivre en 2025, en raison de l’annonce de la hausse des droits de douane vis-à-vis de la Chine, principal raffineur de cuivre au niveau mondial, et d’une hausse de la demande des pays développés. En effet, l’essor de l’intelligence artificielle engendre une augmentation de la demande en métaux nécessaires pour les composants électroniques utilisés dans les systèmes de stockage des données, comme le cuivre³⁰. Cette demande de l’intelligence artificielle renforce la demande de cuivre liée à la transition énergétique, notamment pour la production d’énergies renouvelables (éoliennes, panneaux solaires)³¹.

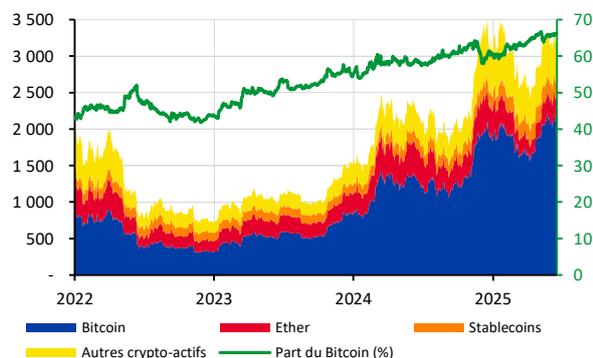
Enfin, le marché des cryptoactifs connaît lui aussi une forte volatilité depuis l’élection présidentielle aux États-Unis. La valorisation de marché des cryptoactifs est en hausse de 6% depuis fin 2024 et atteint 3223 milliards de dollars le 17 juin 2025 (cf. graphique 1.19). Cette hausse est principalement engendrée par une hausse de 15 % de la valorisation du bitcoin, qui représente 66 % du marché des cryptoactifs. À l’approche de l’élection présidentielle aux États-Unis, le marché des cryptoactifs a connu une dynamique haussière, alimentée par les anticipations d’un assouplissement réglementaire sous la nouvelle administration. Puis, le marché a amorcé une correction baissière au cours du premier trimestre 2025 avant de reprendre une dynamique haussière à la suite de l’apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Après avoir connu un fort engouement des investisseurs en 2024, la collecte des *exchange traded products* (ETP) spot bitcoin a poursuivi sa trajectoire haussière pour atteindre 42 milliards de dollars de collecte nette cumulée entre leur mise sur le marché en janvier 2024 et mi-juin 2025 (cf. graphique 1.20). De même, les ETP spot de l’Ethereum connaissent une hausse de la collecte de 128 % depuis début 2025, menant la collecte cumulée à 2 milliards de dollars.

³⁰ Brousse (C.) (2025), « IA et expansion des centres de données, les enjeux pour le marché du cuivre », *Blog-notes Éco*, Banque de France.

³¹ Dees (S.) (2023), « Métaux critiques pour la transition : enjeux macro-financiers », Banque de France, mai.

Graphique 1.19 : Valorisation de marchés des cryptoactifs

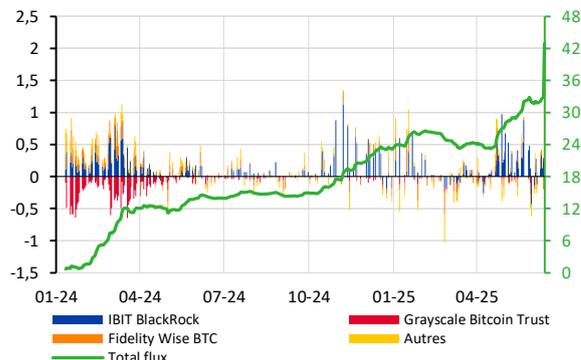
x : axe temporel / y [gauche] : en milliards de dollars ; [droite] : en %



Note : Dernier point le 17 juin 2025.
Source : Eikon Refinitiv.

Graphique 1.20 : Flux collectés sur les fonds indiciels spot Bitcoin

x : axe temporel / y [gauche] : collecte journalière en millions de dollars ; [droite] : collecte cumulée en milliards dollars



Note : Dernier point le 17 juin 2025.
Sources : Bloomberg.

1.2 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

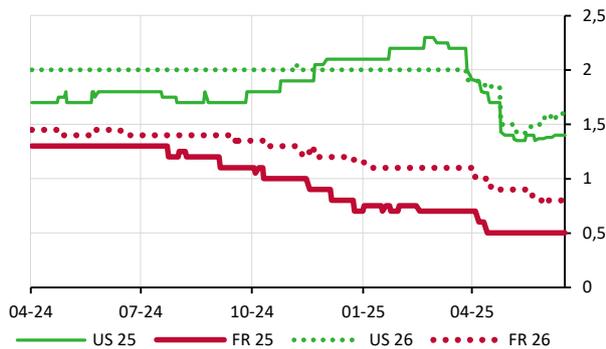
Avant même les annonces à propos de droits de douane aux États-Unis, l'environnement international était déjà hautement incertain et caractérisé par un regain des tensions géopolitiques. Le risque géopolitique a fortement augmenté au cours des dernières années, en raison notamment de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, de la guerre à Gaza, de la situation en mer de Chine mais également de processus de plus long terme tels que la hausse des dépenses militaires et le recul du multilatéralisme. Une matérialisation du risque géopolitique est susceptible d'affecter les acteurs non-financiers en provoquant une détérioration de leurs conditions de financement et de la qualité de leurs actifs, et en pesant sur leurs résultats par un renchérissement de leurs intrants et une diminution de leurs débouchés à l'export³².

Dans ce contexte international déjà dégradé, l'annonce de la hausse des droits de douane américains, puis leur mise en place partielle, qui plus est de manière erratique, déstabilisent les fondements du commerce et des chaînes de valeur à l'échelle internationale. L'incertitude supplémentaire qui en résulte favorise les comportements attentistes de consommation et d'investissement. Alors qu'une partie des droits de douane dits « réciproques » du 2 avril 2025 ont été suspendus le 9 avril, la perspective d'une intensification des tensions commerciales constitue un risque de baisse de la croissance mondiale et de hausse de l'inflation. Les prévisions de croissance des économistes du consensus Bloomberg ont été nettement revues à la baisse pour l'économie étatsunienne (1,4 % le 5 mai contre 2,3 % fin février), et dans une moindre mesure également pour l'économie française (cf. graphique 1.21).

³² Voir notamment à ce sujet le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* du FMI, avril 2025, chapitre 2.

Graphique 1.21 : Évolution des prévisions de croissance pour 2025 et 2026 du consensus Bloomberg

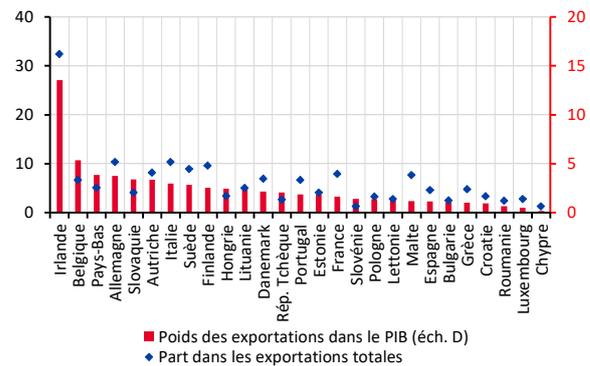
x : axe temporel / y : taux de croissance anticipé (en %)



Note : Dernier point le 17 juin 2025.
Source : Bloomberg.

Graphique 1.22 : Poids des exportations vers les États-Unis

x : pays / y : poids dans le PIB (D), poids dans les exports totaux (G)



Note : Produit intérieur brut (PIB) à prix courant.
Source : Eurostat.

Néanmoins, l'économie française apparaît moins directement exposée aux mesures douanières étatsuniennes que d'autres économies de la zone euro (cf. graphique 1.22 et encadré 1.3). En 2024, la France a exporté pour 47 milliards d'euros de produits vers les États-Unis, ce qui représente 8% des exportations françaises totales et un peu moins de 2 % du produit intérieur brut (PIB). À titre de comparaison, 10 % des exportations allemandes et italiennes étaient destinées aux États-Unis, ce qui représente respectivement 3,75 % du PIB, et 2,95 % du PIB. Néanmoins l'incertitude relative aux nouvelles règles du jeu du commerce international encourage l'attentisme de la part des chefs d'entreprise et des investisseurs, ce qui pourrait pénaliser la croissance indépendamment de l'exposition directe des pays. Par ailleurs, la France est exposée de manière indirecte, par les chaînes de valeur européennes.

La quantification des effets macroéconomiques des droits de douane sur l'activité et l'inflation en zone euro doit tenir compte de la multiplicité des scénarios possibles depuis la prise de fonctions de la nouvelle administration américaine. Les résultats de simulations de modèles doivent donc être interprétés avec prudence. Néanmoins, il ressort des études menées par la Banque de France que des droits de douane étatsuniens plus élevés entraîneraient des pertes limitées du PIB de la zone euro, tant qu'il n'y a pas d'effets d'amplification supplémentaires, tels qu'une détérioration inattendue des conditions financières ou d'autres augmentations de l'incertitude. L'impact devrait être désinflationniste : bien que l'impact direct des droits de douane entraîne une inflation importée des États-Unis (qui peut être amplifiée en cas de réplique de la zone euro par une hausse des droits de douane sur les importations américaines), l'effet désinflationniste peut s'expliquer par une baisse de la demande mondiale et une réduction des prix importés d'autres régions qui font plus que compenser l'effet direct.

La résilience de l'économie française les premiers mois de 2025 contribue à la stabilité du système financier, malgré des perspectives de croissance modérées à court terme. Après 2,3 % en 2024, l'inflation totale (indice des prix à la consommation harmonisé, IPCH) connaîtrait un point bas en 2025, à 1,0 %, en raison d'un repli marqué des prix de l'énergie, tandis que l'inflation hors énergie et alimentation, incluant les prix des services, diminuerait à 1,9 %. À partir de 2026, la normalisation des prix de l'énergie ramènerait l'inflation totale à 1,4 % en 2026 puis à 1,8 % en 2027, encore sous le seuil de 2 %. Ce retour de l'inflation vers sa cible s'opérerait sans récession tandis que la croissance devrait rester modérée mais positive, étant attendue à 0,6 % pour 2025 et 1,0 % pour 2026. Elle serait soutenue à partir de 2025 par la reprise progressive de la consommation des ménages, appuyée par le regain de pouvoir d'achat des salaires, puis à partir de 2026 par le redémarrage de l'investissement privé. Par rapport aux projections de mars 2025, l'inflation serait moins élevée (0,7 % pour 2025, 1,2 % pour 2026 et 1,3 % pour 2027 attendu en mars) en raison principalement de la hausse des droits de douane des États-Unis et de l'hypothèse d'un taux de change plus élevé, qui freineraient fortement les exportations françaises. La forte incertitude pèserait également sur l'investissement, notamment en 2025. À l'inverse, la baisse des prix de l'énergie contribuerait à soutenir la consommation en 2025 et 2026. Les risques concernant ces prévisions de croissance

sont toutefois globalement orientés à la baisse, du fait de l'imprévisibilité de la politique commerciale étatsunienne. Dans un scénario macroéconomique alternatif plus dégradé illustrant une partie de ces aléas, avec notamment une hausse des droits de douane états-unien sur les produits de l'Union européenne plus marquée et une incertitude sur la politique commerciale durablement plus élevée, la croissance du PIB serait réduite de 0,3 point de pourcentage sur chacune des deux années 2025 et 2026. L'économie française éviterait cependant la récession, avec une croissance de 0,3 % en 2025 et 0,7 % en 2026.

Encadré 1.3 : Impact d'une hausse des droits de douane américains sur la situation financière des entreprises françaises

Par Émilie Da Silva, Lisa Kerdelhué et Édith Stojanovic.

Cet encadré étudie l'impact d'un choc de hausse des droits de douane aux États-Unis sur la vulnérabilité des entreprises françaises. Si celles-ci sont moins exposées que leurs homologues allemandes ou italiennes, l'impact serait hétérogène entre les secteurs en France. Au sein du secteur manufacturier³³, l'industrie de la construction aéronautique et spatiale³⁴, celle des boissons et dans une moindre mesure l'industrie pharmaceutique destinent une part importante de leurs exportations aux États-Unis (cf. graphique 1). La sensibilité d'une entreprise au choc douanier dépend de la part de son chiffre d'affaire à l'export et de la part de ses exportations vers les États-Unis. À ce titre, les entreprises du secteur aéronautique et spatial semblent particulièrement exposées puisqu'elles font quasi 70 % de leur chiffre d'affaires à l'export, et que 15 % de leurs exportations sont à destination des États-Unis. Les fabricants de boissons seraient légèrement moins exposés : leur chiffre d'affaires à l'export représentant environ la moitié du chiffre d'affaire total tandis que 20 % de leurs exportations sont destinées aux États-Unis. Les fabricants automobiles seraient relativement protégés car, si les trois quarts du chiffre d'affaire de la branche sont réalisés à l'export, le poids des États-Unis dans les exportations totales du secteur est très faible.

La vulnérabilité des sociétés non financières (SNF) dépend également de leur situation financière *ex ante* qui leur permet d'absorber le choc avec plus ou moins de résilience. En 2023, la part de la dette à risque portée par des entreprises des secteurs exportateurs (fabrication de boissons, construction aéronautique, spatiale, navale et ferroviaire et production pharmaceutique) est inférieure à 1 % de la dette totale (cf. graphique 2). Le faible niveau d'endettement des SNF de ce secteur constitue donc un facteur de résilience face aux chocs géopolitiques qui pourraient advenir. En France, le secteur de l'immobilier³⁵ représente la majeure partie de la dette à risque : néanmoins ce secteur ne devrait pas pâtir directement de la hausse des droits de douanes américains. Il est toutefois exposé à travers les effets indirects potentiels d'une hausse des taux longs et d'une baisse de la demande de biens immobiliers.

Afin d'évaluer la robustesse de ces entreprises face à un choc sur les droits de douane, nous appliquons deux scénarios d'intensité croissante aux bilans de 2023³⁶ en faisant l'hypothèse que le chiffre d'affaires généré par les exportations aux États-Unis est proportionnel au poids de ces exportations dans les exportations totales. Dans le premier scénario nous appliquons une augmentation uniforme des droits de douanes pour qu'ils

³³ Le secteur manufacturier représente 93% des exportations totales en 2024 selon les données des douanes.

³⁴ Naf2-30 Fabrication d'autres matériels de transport. Cette division comprend la construction de bateaux et navires, de matériel ferroviaire ainsi que la construction aéronautique et spatiale. ([naf2-30-Fabrication d'autres matériels de transport | Insee](#))

³⁵ Naf2-68 : 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 ([naf2-L-Activités immobilières | Insee](#)).

³⁶ Les données pour l'année 2024 ne sont pas encore disponibles dans Fiben groupes lors de la rédaction du rapport.

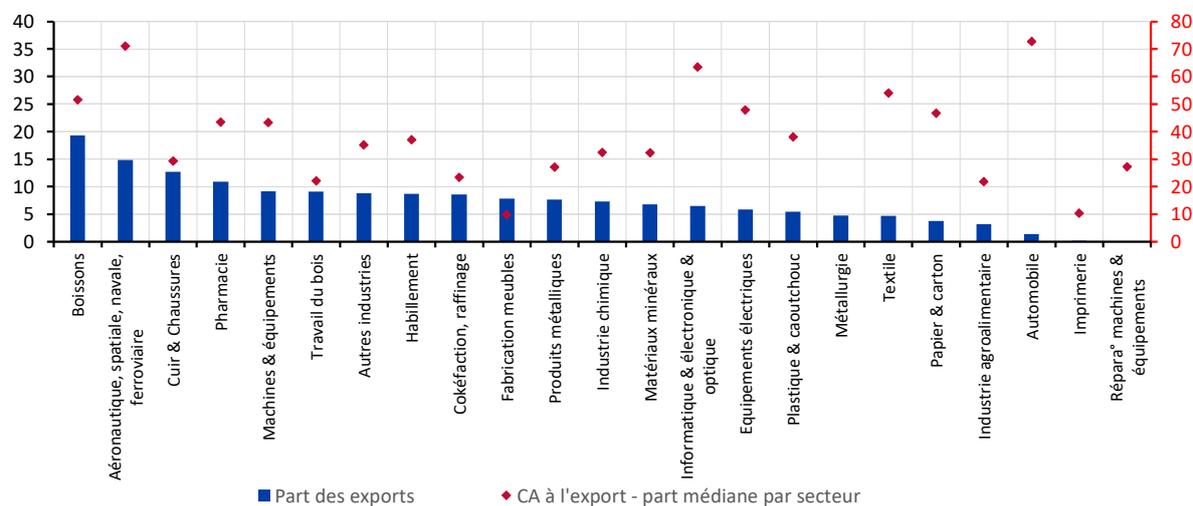
atteignent 25 % pour tous les secteurs d'activité, en partant d'un niveau initial de 3,5 %³⁷. Chaque augmentation des droits de douane de 1 point de pourcentage entraîne une baisse des exportations de 1,2 %³⁸. Dans le second scénario, plus extrême³⁹, nous faisons l'hypothèse d'un arrêt total du commerce à destination des États-Unis. Dans les deux cas, les pertes en termes de chiffre d'affaires sont directement retranchées de l'EBITDA⁴⁰ des entreprises concernées, ce qui permet de recalculer la part de la dette à risque suite au choc. A priori, la hausse des tarifs douaniers américains n'affecterait quasiment pas la dette à risque. Nous évaluons l'effet sur la dette des entreprises très endettées, i.e. dont le ratio EBITDA/dépenses d'intérêts est inférieur à 3 et le ratio de dette totale (dont les lignes de crédit non tirées) /EBITDA est supérieur à 4 et identifions parmi elles des entreprises vulnérables qui disposent de moins de 30 jours de trésorerie. Dans le scénario le plus extrême, la part de la dette portée par les entreprises très endettées s'élèverait à 22 % contre 21 % en l'absence de choc (cf. graphique 2). La part de la dette portée par les entreprises vulnérables augmenterait également de 1 point de pourcentage.

Cet exercice ne tient compte que des effets de premier tour liés à l'exposition des secteurs les plus exportateurs vis-à-vis des États-Unis. Mais les entreprises françaises sont également exposées via leurs filiales implantées à l'étranger. Elles pourraient également pâtir de la concurrence accrue des autres pays visés par une hausse des droits de douane qui chercheraient à réorienter leurs exportations et d'un ralentissement de l'économie mondiale. À l'inverse, les entreprises françaises pourraient bénéficier d'une réallocation de leurs ventes vers d'autres marchés (à commencer par le marché domestique), ainsi que l'accès à des intrants moins chers du fait de la réallocation des exports Chinois.

Si l'on s'écarte de la notion de dette à risque, les pertes en termes d'EBITDA dans le deuxième scénario s'élèvent à environ 45 milliards d'euros ce qui représente 10 % de l'EBITDA agrégé de notre échantillon en 2023. Les pertes sont très concentrées puisque les cinq groupes de SNF subissant le choc le plus intensément totalisent 65 % des pertes d'EBITDA. Parmi ces cinq groupes, un seul bascule dans la catégorie vulnérable.

Graphique 1 : Poids des exportations vers les États-Unis dans le secteur manufacturier en 2023

x : pays / y : poids dans les exports totaux du secteur en % (G), ratio médian du CA à l'export dans le CA total en % (D)



Note : La nomenclature retenue correspond au niveau 2 de la NAF rév2.

Sources : Douanes, Fiben groupes, calcul Banque de France.

³⁷ [Droits de douane entre l'UE et les États-Unis en sept questions | vie-publique.fr](https://www.vie-publique.fr/actualite/la-actualite/2023/07/12/droits-de-douane-entre-l-ue-et-les-etats-unis-en-sept-questions)

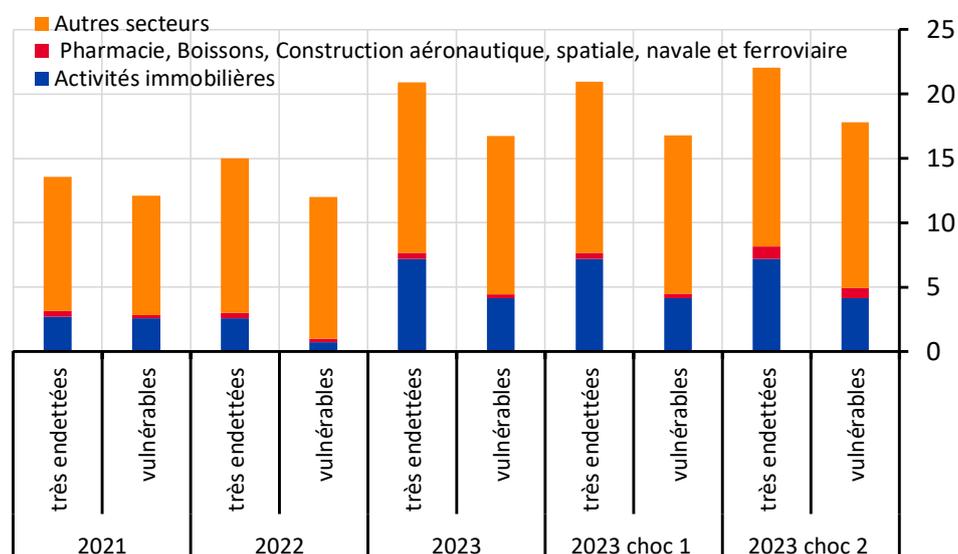
³⁸ [Berthou, Mayer and Mésonnier, 2024](#)

³⁹ Une partie des coûts pourraient être évitée par une redirection des ventes vers d'autres marchés.

⁴⁰ Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement

Graphique 2 : 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



Note : une entreprise est jugée très endettée si son ratio EBITDA/dépenses d'intérêts est inférieur à 3 et si son ratio de dette totale (dont les lignes de crédit non tirées) / EBITDA est supérieur à 4. Une entreprise vulnérable est une entreprise très endettée dont le ratio de liquidité exprimé en jours est inférieur à 30.

Échantillon : Environ 4000 groupes

Sources : Douanes, Fiben groupes, calcul Banque de France.

En France, les sociétés non financières continuent de subir le poids des charges d'intérêt mais devraient bénéficier de la poursuite des baisses de taux

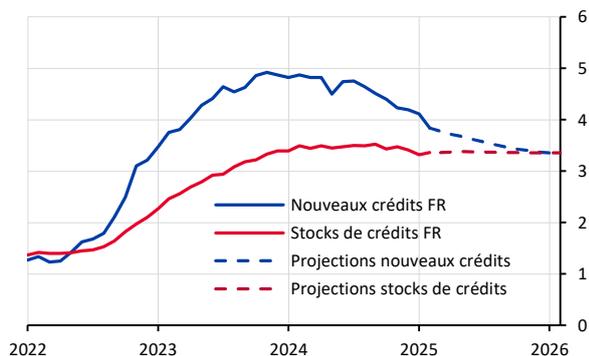
Au-delà de l'impact potentiel des barrières douanières et du climat de forte incertitude qui risque de peser sur les revenus des entreprises, celles-ci continuent de subir le poids des charges d'intérêts. La baisse des taux directeurs se transmet pourtant bien aux SNF en France comme dans les principaux autres pays de la zone euro. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits bancaires en France baisse de 13 points de base en février (3,92 %, après 4,05 % en janvier⁴¹) et passe ainsi sous la barre des 4 % pour la première fois depuis avril 2023. En outre la baisse du coût des nouveaux crédits bancaires à l'œuvre depuis fin 2023 a toutefois bénéficié à toutes les tailles d'entreprises et en particulier aux petites et moyennes entreprises (PME)⁴². L'écart entre le coût des nouveaux crédits bancaires des grandes entreprises et des PME s'est ainsi réduit. Toutefois, 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. Ainsi le taux moyen sur le stock de la dette des SNF reste élevé par rapport aux années précédentes (graphique 1.23).

⁴¹ Webstat, taux d'intérêt annuels des crédits nouveaux aux SNF

⁴² Banque de France (2025), « [Financement des entreprises](#) », février.

Graphique 1.23 : Taux des crédits aux SNF françaises

x : axe temporel / y : taux en %



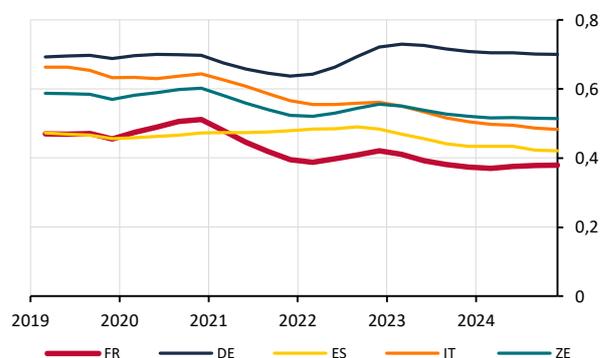
Note : Les taux des nouveaux prêts et du stock sont projetés sur la base des taux à terme du marché et d'une estimation économétrique de la relation entre les taux du marché et les taux des prêts bancaires. Hypothèse que les remboursements de dette sont entièrement renouvelés à ces nouveaux taux. Taux observés (ligne continue), projections au-delà (pointillés).

Dernier point, février 2026.

Source : MIR, calcul Banque de France.

Graphique 1.24 : Levier des SNF

x : axe temporel / y : dettes totales/fonds propres



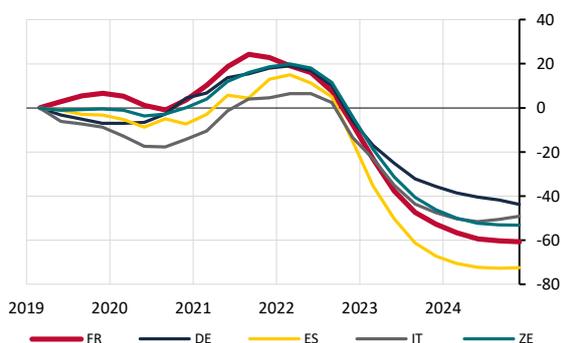
Dernier point : T4 2024

Source : Quarterly Sectoral Accounts (BCE).

Depuis 2023, les entreprises françaises ont réduit leur levier face à la hausse des taux, à l'instar de ce qui a été observé dans les autres grands pays de la zone euro (cf. graphique 1.24). Toutefois ce désendettement est resté modéré dans un contexte où les SNF françaises ont pu bénéficier d'une stabilité du taux de croissance du crédit. Dans les grands pays de la zone euro, les ratios de couverture des charges d'intérêt se sont ainsi dégradés en 2023 (cf. graphique 1.25) avant de se stabiliser en 2024. Le ratio de service de la dette, mesurant la part des intérêts dus et des amortissements dans le revenu, est stable à un niveau légèrement supérieur à son niveau pré-Covid (cf. graphique 1.26). D'après l'analyse des bilans, parmi les SNF, les PME semblent couvrir leurs charges d'intérêts par un EBITDA légèrement plus élevé⁴³ que la moyenne des entreprises⁴⁴.

Graphique 1.25 : Ratio de couverture des intérêts des SNF

x : axe temporel / y : EBE/charge d'intérêts sur la dette financière, base T1 2019



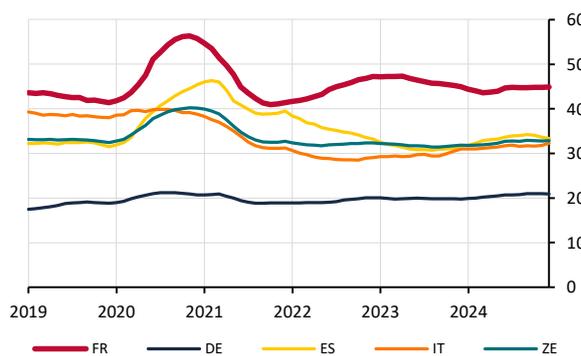
Note : Contrairement à l'ICR, le calcul du DSR est réalisé à partir de la dette consolidée et prend en compte la maturité moyenne des prêts au SNF, nécessaires pour apprécier le risque de remboursement au niveau macroéconomique.

Dernier point : décembre 2024.

Source : Quarterly Sectoral Account.

Graphique 1.26 : Ratio de service de la dette des SNF (DSR)

base paiements d'intérêts et amortissements/revenus



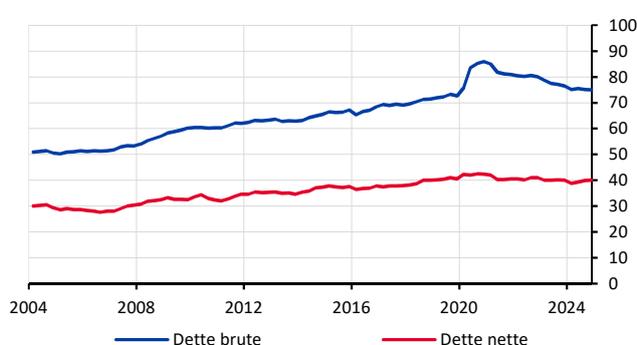
⁴³ En particulier le coût des consommables en pourcentage du chiffre d'affaire net semble légèrement inférieur au niveau observé dans l'échantillon total.

⁴⁴ Analyse tirée de l'exploitation de la base de données BACH, qui a été construite pour préserver la comparabilité internationale.

Le ratio de dette brute en pourcentage du PIB des entreprises en France a diminué en 2024, même s'il reste au-dessus de son niveau pré-Covid. Le ratio de dette nette en pourcentage du PIB est quant à lui relativement stable depuis fin 2022, avoisinant les 40 % (cf. graphique 1.27). L'encours de dette nette a en effet progressé en 2024 d'un montant équivalent à celui de l'année précédente (54,4 milliards d'euros après 56,5 milliards d'euros en 2023), à un rythme proche de la progression du PIB en valeur. En 2024, tout comme en 2023, les entreprises ont puisé dans leurs réserves de trésorerie (environ 20 milliards d'euros entre fin 2023 et fin 2024). En 2024, elles ont réduit leurs encours de dépôt à vue et, dans une moindre mesure, leurs encours d'organismes de placement collectif (OPC) monétaires. La substitution de l'épargne de court terme par des dépôts à terme plus rémunérateurs semble marquer le pas depuis début 2024, à mesure que les taux directeurs diminuent (cf. graphique 1.28).

Graphique 1.27 : Encours de dette brute et de dette nette

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

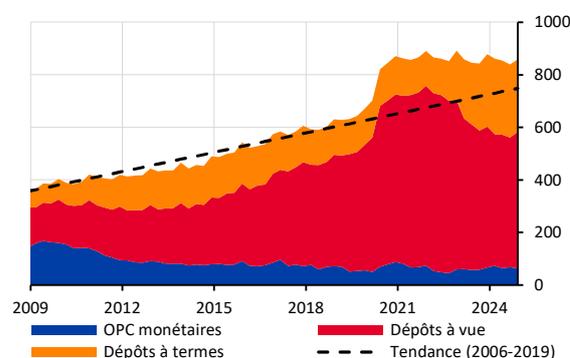


Dernier point : T4 2024.

Sources : Webstat, Comptes financiers trimestriels.

Graphique 1.28 : Encours de trésorerie

x : axe temporel / y : encours en milliards



Note : La trésorerie comprend les dépôts bancaires et les parts d'OPC monétaires.

Dernier point : T4 2024.

Sources : Webstat, BSI ; comptes nationaux INSEE.

Enfin, au cours des premiers mois de 2025, le niveau des défaillances s'est stabilisé dans tous les secteurs et pour toutes les tailles d'entreprise (cf. graphique 1.29). Cette amélioration a lieu après une forte progression des défaillances en 2024, en partie liée à un effet de rattrapage à la suite du creux observé pendant la période Covid (2020-2021). Malgré le nombre élevé de défaillances, le poids des encours portés par les entreprises défaillantes dans les crédits mobilisés s'est stabilisé autour de 0,6% depuis mai 2024, et il ne progresse désormais que très lentement. La taille moyenne des entreprises défaillantes a tendance à augmenter. Les défaillances des PME sont supérieures de 11 % en février 2025 à la moyenne observée au cours de la période 2010-2019. Pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les grandes entreprises (GE), les défaillances sont deux fois plus élevées qu'au cours de la période 2010-2019, mais leur nombre reste contenu (60 en 2024, représentant moins de 0,06 % des ETI et GE). Les défaillances sont supérieures de plus de 20 % à la moyenne observée au cours de la période 2010-2019 dans les secteurs des transports, de l'information et de la communication, des activités financières et d'assurance, le transport, des activités immobilières et du conseil. Hormis les activités immobilières, dont le volume est gonflé par les prêts aux sociétés civiles immobilières (SCI), ces secteurs représentent une part relativement faible de l'encours de crédits mobilisés et mobilisables (cf. graphique 1.30).

Graphique 1.29 : Nombre de défaillances

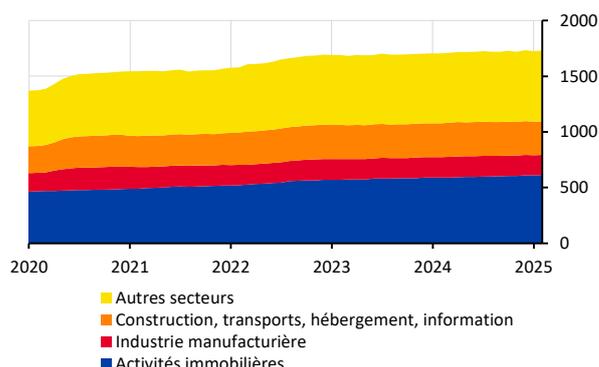
x : axe temporel / y : cumul des défaillances en unités légales sur un an



Note : La barre en pointillée représente la moyenne entre 2010 et 2019. Le nombre d'unités légales est de 304 609 pour les PME et de 97 619 pour les ETI et GE en 2021. Dernier point : février 2025. Sources : Webstat, Banque de France.

Graphique 1.30 : Crédit bancaire aux SNF par secteur

x : axe temporel / y : milliards d'euros, encours



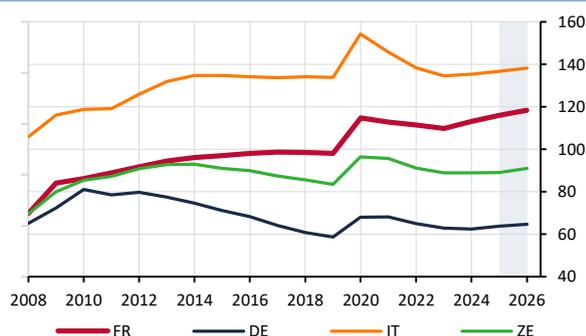
Note : Crédits mobilisés et mobilisables. Les prêts aux activités immobilières comprennent les prêts aux sociétés civiles immobilières. Dernier point : février 2025. Source : Banque de France.

La dette publique demeure un point de vigilance face à des charges d'intérêts en hausse

Avec une dette publique à 113,2 % du PIB en 2024, la France est, selon les données de la Commission européenne, le troisième pays membre de la zone euro avec la dette publique la plus élevée, derrière l'Italie (135,3 %) et la Grèce (153,6 %), bien au-dessus de la zone euro dans son ensemble (88,9 % du PIB, cf. graphique 1.31). La réduction du ratio déficit public/PIB sous le seuil de 3% pourrait être rendue plus difficile par un environnement macroéconomique incertain et les besoins dans le domaine de la défense. Les effets de potentielles dépenses nouvelles sur les perspectives de croissance et les recettes fiscales sont incertains et dépendront pour partie de leur affectation et de leur composante locale. L'espace budgétaire nécessaire à l'atténuation d'un choc adverse apparaît dès lors limité.

Graphique 1.31 : Évolution du ratio dette/PIB de la zone euro, de la France, de l'Allemagne et de l'Italie

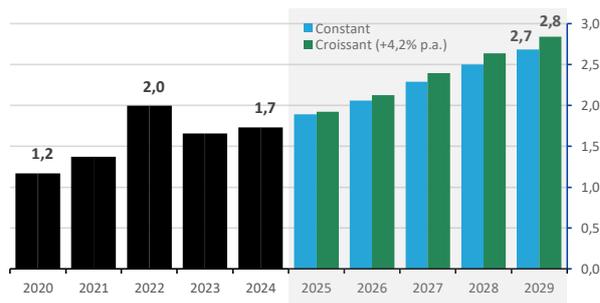
x : axe temporel / y : dette publique en % du PIB



Note : la zone grisée correspond aux projections de la Commission européenne jusqu'en 2026. Source : Commission européenne.

Graphique 1.32 : Projection à cinq ans du taux annuel moyen sur la dette d'État française

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

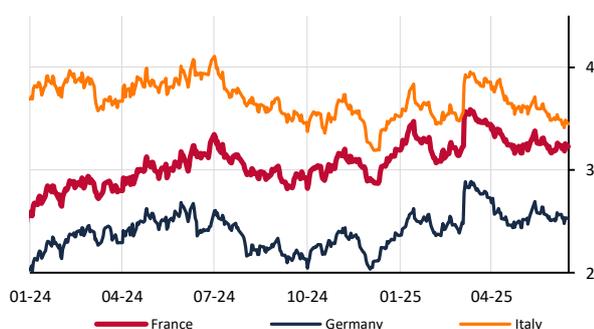


Note : Trajectoire donnée à titre indicatif : simulation sur 5 ans établie sur la dette négociable de l'État à partir du modèle interne du centre de modélisations analytiques du Pôle de stabilité financière et du scénario macro-économique 2025–27 publié par la Banque de France en juin 2025, extrapolé sur deux années supplémentaires (encours +4,2% par an en moyenne, taux OAT 10 ans fin 2029 = 3,9%). Une trajectoire théorique à encours de dette constant en euros, avec le même scénario de taux d'intérêt, est également fournie pour comparaison. Elle ne correspond pas à une projection officielle de la Banque de France. Source : Banque de France

Un tel niveau de dette est préoccupant dans le contexte actuel de remontée du taux d'intérêt moyen du stock de dette publique française. Le taux annuel moyen (taux apparent⁴⁵) payé sur l'encours de la dette de l'État français, qui n'était que de 1,2 % en 2020, a atteint 1,7 % en 2024, après un pic à 2 % en 2022 du fait des titres indexés sur l'inflation (cf. graphique 1.32). D'après un modèle de simulation interne (qui ne correspond pas à des projections officielles de la banque de France) et dans un scénario central (taux de marché de mai 2025, ce qui correspond à une évolution du taux souverain français à 10 ans de 3,2 % à mi-mai à 3,9 % fin 2029), le taux moyen de la dette de l'État français devrait poursuivre sa hausse au cours des cinq prochaines années, dépassant en 2026 le seuil des 2 % par an du fait de la poursuite du roulement de la dette initialement souscrite à taux bas, pour approcher du seuil de 3 % à horizon 2029 si le stock de dette augmente à un rythme moyen de 4,2 % par an⁴⁶. Dans le cas d'une stabilisation de l'encours de la dette de l'État (scénario de renouvellement des titres arrivant à échéance), le taux moyen de 2029 s'établirait à 2,7 %. Il apparaît ainsi que le coût du service de la dette de l'État français devrait davantage progresser entre 2025 et 2029 qu'il n'a progressé entre 2020 et 2024 (graphique 1.32). Une telle trajectoire ne pourra que compliquer le retour du ratio déficit public sur PIB sous le seuil de 3% imposé par le Pacte de stabilité et de croissance.

Graphique 1.33 : Rendements souverains à 10 ans

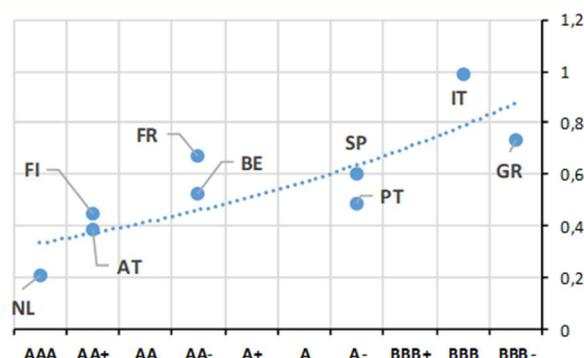
x : axe temporel / y : rendements (en %)



Source : Eikon Refinitiv
 Dernier point : 17 juin 2025

Graphique 1.34 : Spreads par rapport à l'Allemagne des obligations souveraines à 10 ans en fonction des notations de crédit

x : axe temporel / y : spread (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 : 17 juin 2025

Le spread entre le taux des Obligations assimilables du Trésor (OAT) et celui du Bund allemand reste plus élevé que pour certains pays de notation inférieure (cf. graphique 1.34), témoignant d'un changement de statut de la dette souveraine française. L'écart entre les taux français et allemands s'est accru pour passer de moins de 50 points de base début juin 2024 à 72 points de base le 17 juin 2025.

Les rendements des obligations françaises à 10 ans se situent de ce fait toujours, en juin 2025, à un niveau supérieur à celui qui prévalait avant l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale en juin 2024 (3,25 % le 17 juin 2025 contre 3,06 % le 3 juin 2024, cf. graphique 1.33). Après un pic en mars 2025, au moment de l'annonce du plan de relance allemand, les taux souverains français à 10 ans restent néanmoins contenus. La forte incertitude politique et budgétaire qui a prévalu à la suite de la dissolution de l'Assemblée nationale a conduit les investisseurs à exiger des primes de risque plus élevées pour détenir de la dette souveraine française. Dans ce contexte, les rendements souverains ont augmenté.

⁴⁵ Le taux annuel moyen est ici calculé comme le rapport entre la charge d'intérêt sur les quatre trimestres de l'année et l'encours moyen sur ces quatre trimestres.

⁴⁶ Hypothèse moyenne retenue à titre indicatif sur 5 ans.

La profondeur et la diversité de sa base d'investisseurs garantissent le bon fonctionnement du marché de la dette souveraine française. Ces investisseurs présentent un profil varié sur le plan géographique, la part des non-résidents dans le total des détentions continuant à croître depuis le début de la mise en œuvre du resserrement quantitatif en 2022 (48,5 % au premier trimestre 2022 contre 54,5 % au deuxième trimestre 2024). Cette diversité se retrouve également au niveau sectoriel avec une activité soutenue des investisseurs officiels mais également des intermédiaires bancaires et non-bancaires domiciliés en zone euro et hors zone euro. Le marché souverain français est fonctionnel et bénéficie de niveaux de liquidité élevés sur les marchés primaire et secondaire. Sur le marché primaire, les dernières adjudications ont montré une demande soutenue avec un taux de couverture nettement supérieur à 2. Les turbulences observées sur les marchés financiers au mois d'avril 2025 n'ont pas eu d'incidence notable sur les niveaux de liquidité du marché souverain français, alors que les adjudications faites entre avril et juin ont rencontré une demande toujours élevée avec un taux de couverture moyen supérieur à 2,5. Sur le marché secondaire, la liquidité est élevée avec un écart entre les prix d'achat et de vente (*bid-ask spread*) qui demeure très faible.

Par ailleurs, le marché français de pension livrée (*repurchase agreement* ou *repo*) n'a pas subi l'impact des chocs de marché et s'est caractérisé par sa résilience. Le taux des opérations de repo garanties par des titres de dette souveraine française a globalement évolué en ligne avec ses pairs allemands ou italiens, sans impact manifeste des tensions commerciales. De manière générale, les taux de repo en zone euro ne réagissent que peu aux événements idiosyncratiques.

Le marché du repo français continue par ailleurs de s'adapter à la réduction de l'excédent 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 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'était traduit par la baisse des taux de repo, qui avaient atteint des niveaux sensiblement inférieurs à celui du taux de facilité de dépôt de la BCE (DFR). Le taux de repo (vs. DFR) a néanmoins augmenté progressivement depuis 2022 avec la normalisation de la politique monétaire (graphique 1.35).

Graphique 1.35 : Différentiel entre le taux de repo français overnight et le taux de la facilité de dépôt (DFR)

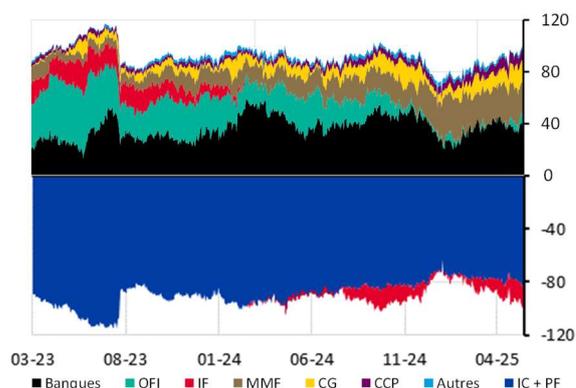
x : axe temporel / y : taux (en points de base)



Note : Moyenne glissante sur dix jours.
Dernier point le 11 juin 2025.
Source : SFTDS, Banque de France

Graphique 1.36 : Encours net des opérations de repo collatéralisées par titre souverain français par secteur

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



Notes : Au premier semestre 2025, les assurances et fonds de pension présentent une position nette emprunteuse de liquidité d'environ 80 milliards d'euros, tandis que les banques affichent une position nette prêteuse d'environ 40 milliards d'euros.
OFI: autres intermédiaires financiers, IF: fonds non monétaires, MMF: fonds monétaires, G: administrations publiques, CCP: contreparties centrales, IC+PF: assurances et fonds de pension, Autres: SNF et secteurs inconnus.
Dernier point le 11 juin 2025.
Source : SFTDS, Banque de France.

Le resserrement de l'écart entre les taux du *repo* garanti par de la dette souveraine française et les taux directeurs de la BCE reflète une moindre rareté du collatéral. Ce mouvement de hausse relative des taux de *repo* devrait se poursuivre dans les prochains mois, alors que se poursuit la réduction de l'excédent de liquidité en zone euro, passé de plus de 4 500 milliards d'euros en 2022 à moins de 3 000 milliards fin 2024, et que les programmes d'émissions souveraines devraient rester importants. La baisse de l'excédent de liquidité pourrait amener les taux de *repo* (médians) au-dessus de celui de la facilité de dépôt notamment autour des dates de clôture des états réglementaires (fin de trimestre, fin d'année), lorsque les intermédiaires financiers tendent à réduire leurs volumes de positions (et donc à réduire leur offre de liquidité). Cependant, si l'Eurosystème tolère une certaine volatilité sur les marchés monétaires, il n'en demeure pas moins vigilant quant à la transmission des décisions de taux directeurs aux taux de *repo* dans les États-membres⁴⁷.

Les évolutions récentes des encours suggèrent des ajustements conjoncturels dans les comportements de liquidité des secteurs, plutôt qu'un changement structurel du marché du *repo*. On observe une progression notable des fonds monétaires parmi les principales contreparties prêteuses nettes de liquidités, au détriment des banques. La moyenne journalière des encours des banques a baissé de 13,2 milliards d'euros entre début 2024 et début 2025, tandis que celle des fonds monétaires a augmenté de 14,1 Mds€ sur la même période (cf. graphique 1.36). Cette dynamique semble davantage traduire des ajustements ponctuels de trésorerie ou d'allocation d'actifs qu'une recomposition durable des rôles sur le marché. Les assurances, de leur côté, constituent toujours de leur côté l'essentiel de l'encours en terme de position nette emprunteuse de cash, en ligne avec leurs détentions élevées de titres souverains français (infra).

Le marché de l'immobilier résidentiel entame sa reprise, tandis que les risques décroissent pour l'immobilier commercial, qui reste néanmoins fragilisé par des défis structurels

Les risques associés au crédit immobilier aux ménages apparaissent contenus. Les ménages bénéficient d'un patrimoine financier accumulé important (6 356 milliards d'euros au quatrième trimestre 2024), alimenté par un taux d'épargne élevé⁴⁸. Le taux de chômage reste historiquement faible (7,3 % au premier trimestre 2025) et les projections macroéconomiques de la Banque de France de juin 2025 prévoient une augmentation contenue de celui-ci. Le taux de chômage atteindrait un pic à 7,8 % début 2026, avant de refluer à 7,3 % fin 2027. Le pouvoir d'achat du revenu brut disponible des ménages augmente en 2024 (+2,6 %, cf. graphique 1.37) mais la progression de l'indicateur agrégé pourrait masquer une certaine hétérogénéité selon les niveaux de revenus. Par ailleurs, les conditions d'octroi des ménages restent saines. Le taux d'effort moyen des nouveaux crédits immobiliers hors renégociations s'établit ainsi à 30,3 % en mars 2025 contre 31 % début 2024. La norme HCSF⁴⁹ plafonnant le taux d'effort à 35 % et la maturité des nouveaux prêts à vingt-cinq ans⁵⁰ permet d'éviter une éventuelle dérive des conditions d'octroi et assure un endettement des ménages sain et soutenable.

Les ménages demeurent néanmoins exposés à une éventuelle intensification des tensions commerciales et géopolitiques. En mai 2025, en lien avec la forte incertitude actuelle, la confiance des ménages se dégrade et s'éloigne ainsi de sa moyenne à long terme (cf. graphique 1.38).

⁴⁷ 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 2024 l'écart entre le taux de refinancement (*main refinancing operation – MRO*) et le DFR à 15 points de base. Cela permet d'avoir un taux plafond théorique sur les taux de *repo* tout en maintenant un écart suffisamment important pour inciter les banques à se financer aussi sur le marché monétaire.

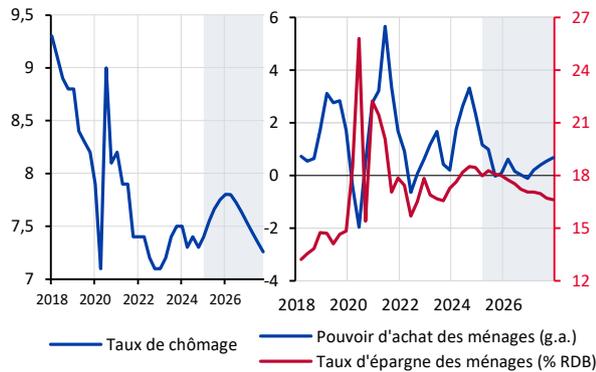
⁴⁸ Au quatrième trimestre 2024, le taux d'épargne financière des ménages s'établit à 9,7 % de leur revenu brut disponible tandis que le taux d'épargne (incluant notamment les investissements dans le logement neuf et les gros travaux) atteint 18%

⁴⁹ [Décision D-HCSF-2021-7](#) relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers du 29 septembre 2021.

⁵⁰ 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.

Graphique 1.37 : Principaux indicateurs de la santé financière des ménages

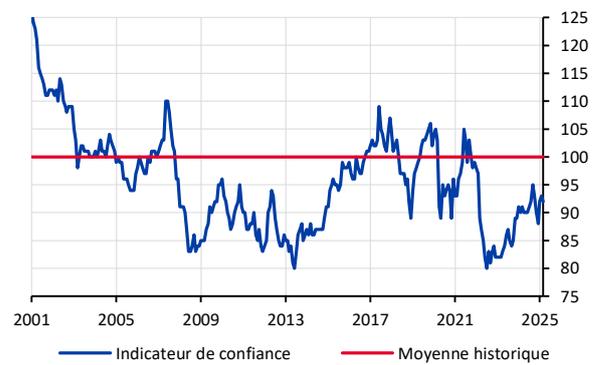
x : axe temporel / y : %



Note : Taux d'épargne exprimé en pourcentage du revenu disponible brut des ménages. L'aire grise correspond à l'horizon des projections macroéconomiques de la Banque de France de juin 2025. Dernier point : premier trimestre 2025 pour le chômage, quatrième trimestre 2024 pour les autres. Source : INSEE, Banque de France.

Graphique 1.38 : Indicateur de confiance des ménages

x : axe temporel / y : indice



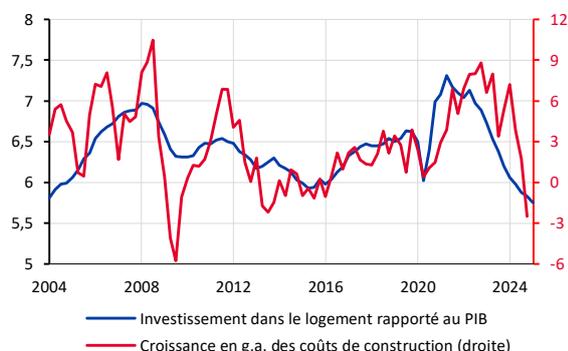
Note : L'indicateur synthétique de confiance des ménages résume leur opinion sur la situation économique : Plus sa valeur est élevée, plus le jugement des ménages sur la situation économique est favorable. Moyenne historique calculée entre janvier 1987 et décembre 2024. Dernier point, mai 2025. Source : INSEE.

Le marché de l'immobilier résidentiel ancien est en phase de reprise. Après un repli ordonné, mais substantiel, des prix et du volume de transaction à la suite de la hausse des taux amorcée début 2022, le marché montre désormais de clairs signes d'amélioration. Les prix corrigés des variations saisonnières de l'ancien en France métropolitaine ont progressé de 1 % au premier trimestre 2025, contre -0,1 % et 0 % au troisième trimestre et au quatrième trimestre 2024. Le premier trimestre 2025 marque notamment un rebond du prix des logements anciens franciliens (+0,9 %) après neuf trimestres consécutifs de baisse. En parallèle, le volume des transactions cumulé en un an est en hausse depuis septembre 2024 (cf. graphique 1.40). En avril 2025, il s'établit à 892 000 ventes, soit un niveau supérieur à sa moyenne historique depuis 2001 d'environ 860 000 ventes⁵¹ mais 28 % en dessous du pic atteint en avril 2022.

Les conditions sont réunies pour un rebond des prix, tandis que la demande est stimulée par la baisse des taux de crédit immobilier. Ainsi, le volume d'investissement dans le logement représente environ 5,8 % du PIB au premier trimestre 2025, niveau le plus bas sur les vingt dernières années (cf. graphique 1.39). Parallèlement, les coûts de construction ont connu une forte augmentation qui comprime le nombre de nouveaux logements mis sur le marché (+22 % entre début 2021 et début 2024, partiellement compensée par une baisse de 5 % depuis). Ainsi, le nombre de permis de construire cumulé en un an se stabilise autour de 320 000, 38 % en-dessous de son pic d'août 2022. Ces évolutions se répercutent sur le prix du neuf qui, corrigé des variations saisonnières, progresse de 0,2 % au quatrième trimestre 2024.

Graphique 1.39: Croissance des coûts de construction et investissement dans le logement

x : axe temporel / y : % en glissement annuel

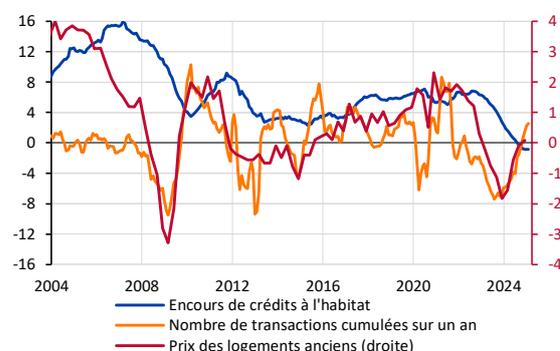


Dernier point : premier trimestre 2025 pour l'investissement, quatrième trimestre 2024 pour les coûts de construction.

Source : INSEE, BCE, Banque de France.

Graphique 1.40 : Dynamique du marché du logement ancien

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



Note : Croissance en glissement annuel pour l'encours, trimestriel pour les prix et les transactions. Périmètre France hors Mayotte pour les logements, particuliers résidents pour les crédits.

Dernier point, quatrième trimestre 2024.

Source : INSEE, IGEDD, Banque de France.

La production de crédits à l'habitat continue son redressement, soutenue par la baisse progressive des taux d'intérêt. Le volume de nouveaux crédits aux particuliers, hors renégociations et corrigé des variations saisonnières, atteint 12 milliards d'euros en mars 2025, contre 10,8 milliards en février, à mettre en perspective avec le plancher des 6,9 milliards d'euros de février 2024. Le taux de croissance annuel de l'encours de crédit à l'habitat aux particuliers reste négatif mais remonte progressivement (-0,3 % en mars 2025 contre -0,5 % en février). Cette dynamique du crédit est à mettre en lien avec la nouvelle baisse des taux d'intérêt des nouveaux crédits à l'habitat aux particuliers qui s'établit, hors renégociations, à 3,2 % en mars 2025 (contre 3,27 % en février). Le taux des crédits immobiliers revient ainsi à un niveau équivalent à celui de juin 2023, 97 points de base en dessous de son pic de janvier 2024.

Les principaux indicateurs du marché de l'immobilier commercial montrent des signes d'amélioration, suggérant que la phase de correction du secteur touche progressivement à sa fin. Directement affecté par la hausse des taux, le secteur a enregistré un net recul à partir du troisième trimestre 2022, marqué par une baisse prononcée des prix et de l'investissement. Les perspectives apparaissent désormais plus favorables. Ainsi, les prix de valorisation⁵² pour l'ensemble des classes d'actifs n'ont baissé que de 3,3 % en 2024, contre 11 % en 2023. En parallèle, l'investissement dans l'immobilier d'entreprise a entamé un rebond fin 2024, pour s'établir à 4,8 milliards d'euros au dernier trimestre, un montant supérieur de 22 % à celui du quatrième trimestre 2023. Pour l'ensemble de l'année 2024, l'investissement se maintient à environ 15 milliards d'euros, un niveau équivalent à celui de 2023, mais inférieur de 40 % à la moyenne historique observée entre 2004 et 2022.

L'immobilier commercial est cependant vulnérable à l'incertitude macroéconomique et géopolitique actuelle. En effet, l'immobilier commercial est particulièrement exposé aux flux internationaux. En 2024, les investisseurs

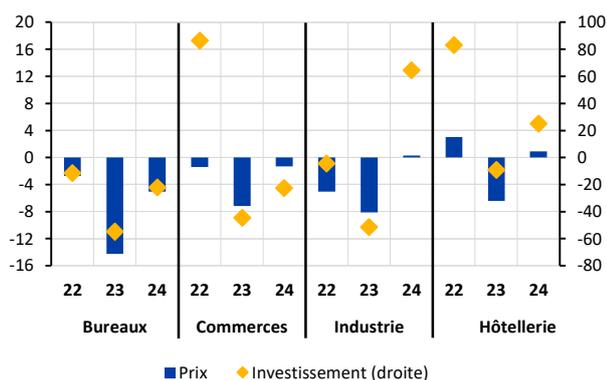
⁵² Les prix de transactions sont observés lors des ventes et doivent être distingués des prix de valorisations portant sur le parc existant de biens à partir d'évaluations d'experts.

implantés aux États-Unis représentent ainsi 21 % du volume d'investissement dans l'immobilier d'entreprise localisé en France⁵³. Une chute de ces investissements pourrait directement tirer les valorisations vers le bas.

Malgré la baisse des taux, le secteur reste exposé à des risques structurels. La relative reprise du secteur est très inégale selon les segments de marché. Si les perspectives s'améliorent particulièrement pour l'industrie et l'hôtellerie, certaines évolutions, comme le télétravail ou la transformation des habitudes de consommation, continuent de peser sur le secteur des bureaux et, dans une moindre mesure, sur les commerces (cf. graphique 1.41). La demande placée⁵⁴ des bureaux franciliens cumulée en un an, qui constitue un bon indicateur du cycle immobilier, reste en berne, malgré une stabilisation progressive. De même, les prix des transactions des bureaux franciliens ont diminué de 11,7 % en glissement annuel au premier trimestre 2025, contre une baisse maximale de 21 % au deuxième trimestre 2024 (cf. graphique 1.42). La part élevée de bureaux dans le parc immobilier commercial français explique en partie la reprise plus tardive du secteur par rapport aux autres principaux pays européens⁵⁵. Celle-ci est également explicable par la prépondérance de taux fixes en France dont le niveau encore relativement élevé par rapport aux autres pays européens tire la valorisation des actifs immobiliers vers le bas. Ainsi, fin 2023, la part des crédits à taux variables accordés par les principales banques françaises pour des biens commerciaux localisés en France s'élève à 18%, contre 49 % pour des biens localisés dans le reste de l'Union européenne⁵⁶.

Graphique 1.41 : Croissance des prix et de la valeur de l'investissement par segment de marché

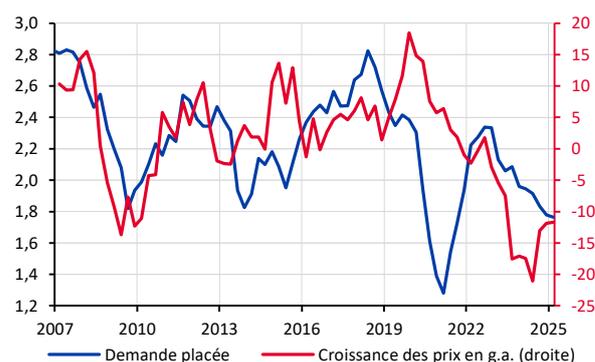
x : axe temporel / y : % en glissement annuel



Note : Prix et valeur de l'investissement à prix courants.
Source: MSCI, BNP Paribas Real Estate.

Graphique 1.42 : Demande placée et croissance des prix de transaction des bureaux franciliens

x : axe temporel / y : millions de mètres carrés (gauche), % en glissement annuel (droite)



Note : Demande placée cumulée sur un an. Prix acte en main exprimé en euros par mètre carré.
Dernier point, premier trimestre T1 2025.
Source: Immostat, Banque de France.

Le risque de liquidité semble se réduire. La collecte nette des fonds immobiliers ouverts grand public est toujours négative, mais semble s'être stabilisée. Elle s'établit à -346 milliards d'euros au premier trimestre 2025, bien au-dessus du point bas à -2 114 milliards d'euros au quatrième trimestre 2023. À l'inverse, la collecte sur les sociétés

⁵³ Source : BNP Paribas Real Estate.

⁵⁴ La demande placée des bureaux correspond à l'ensemble des locations ou ventes à l'occupant (par opposition aux ventes à l'investisseur) des locaux à usage de bureaux.

⁵⁵ Fin 2024, les bureaux représentent environ 54 % de la valeur de l'immobilier commercial en France. Cette part s'établit à 46 % en Allemagne et 50 % en Italie mais seulement 29 % en Espagne et 22 % en Angleterre (MSCI annual property index).

⁵⁶ Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (2024), « [Le financement de l'immobilier commercial par les banques françaises en 2023](#) », *Analyses et synthèses*, n° 164. Périmètre étendu qui couvre : les expositions aux professionnels de l'immobilier, les prêts utilisant de l'immobilier commercial en tant que collatéral, les investissements des banques dans l'immobilier commercial

civiles de placement immobilier (SCPI), fonds fermés en pratique⁵⁷, augmente fortement et atteint 1000 milliards d'euros au T1 2025, une augmentation de 31% par rapport à la même période en 2024. Les parts en attente de rachat des fonds immobiliers fermés grand public (environ 70 % des encours sous gestion des fonds grands publics fin 2023⁵⁸) atteignent 2,6 % de leur capitalisation totale au premier trimestre 2025 (contre jusqu'à 2,9 % au deuxième trimestre 2024). Ce risque reste néanmoins très concentré : sur un total de 221 SCPI, 10 concentrent les deux tiers du volume de parts en attente fin 2024⁵⁹.

1.3 Les intermédiaires financiers confirment leur résilience

Les banques sont portées par la solidité de leur modèle d'affaires et par l'amélioration de leurs conditions de financement

En 2024 les six principaux groupes bancaires français⁶⁰ ont affiché des revenus historiquement élevés, portés par leur modèle d'affaires diversifié. Les données du premier trimestre 2025 prolongent cette tendance et montrent également le redressement de la marge nette d'intérêt (MNI). Après un recul en 2023, le produit net bancaire (PNB) a progressé significativement en 2024⁶¹ (+8 %) pour atteindre un plus haut niveau historique (158,7 milliards d'euros), tiré par les revenus de commissions (+5,5% à 57,7 milliards d'euros), d'activités de marché (+6,5%, à 21,5 milliards d'euros) et autres revenus d'exploitation bancaire⁶². La MNI est quant à elle restée stable en 2024 (-0,5 % à 63,6 milliards d'euros). Les chiffres du premier trimestre 2025 montrent une nouvelle progression du PNB trimestriel (+8,8% par rapport au premier trimestre 2024), qui s'appuie notamment sur la croissance de la MNI (+5%, par rapport au premier trimestre 2024), principalement portée par l'effet taux⁶³, et, dans une moindre mesure, l'effet volume qui confirme la reprise de l'octroi de crédits en réponse à une demande plus forte (graphiques 1.43). Par ailleurs, l'analyse comparative entre la situation des banques françaises et de leurs pairs de la zone euro⁶⁴ montre que la progression de la MNI de ces dernières s'appuie principalement sur une forte augmentation du rendement moyen de leur actif, alors que le coût moyen du passif est comparable (graphique 1.44).

⁵⁷ En effet, la sortie de l'associé d'une SCPI peut se faire par une demande de retrait ou une vente de ses parts à un tiers. Dans le cas d'une demande de retrait, la société de gestion procède au remboursement des parts en effectuant une compensation à partir des fonds issus des nouvelles souscriptions. Contrairement à un ordre de vente, celle-ci ne comporte pas de durée de validité.

⁵⁸ AMF, [Cartographie des marchés et des risques 2024](#).

⁵⁹ Source : Association française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM).

⁶⁰ BNP Paribas, Société Générale, Groupe Crédit Agricole, Groupe BPCE, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale

⁶¹ Pour plus de détail, se référer à la publication de l'ACPR, *Analyses et synthèses sur la situation des 6 groupes français à fin 2024*.

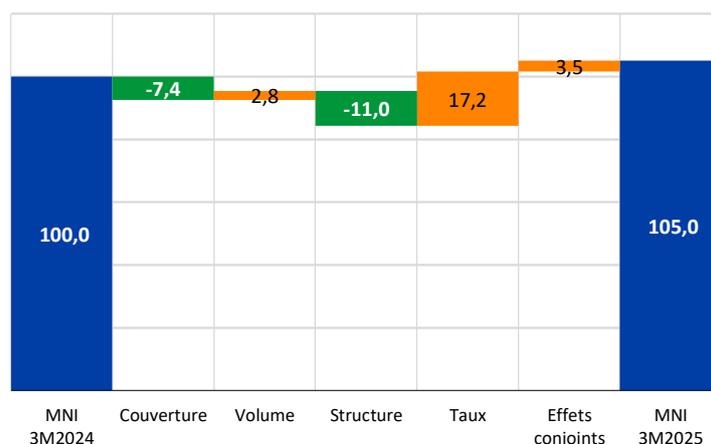
⁶² Les autres revenus nets d'exploitation bancaire progressent fortement en 2024 (+94 % à 16 milliards d'euros) et expliquent une partie significative de la hausse totale du PNB.

⁶³ La baisse des taux d'intérêt entre mars 24 et mars 25 a entraîné une diminution plus importante des coûts de financement du passif alors que l'évolution des revenus d'intérêt à l'actif a profité d'un phénomène d'inertie et d'une diminution plus lente, en raison du poids des à taux fixe.

⁶⁴ L'échantillon des pairs de la zone euro est constitué de 22 banques. Autriche : Erste Group Bank, Raiffeisen Bank International, Belgique : Belfius Banque, KBC Group ; Allemagne : Bayerische Landesbank, Commerzbank Aktiengesellschaft, Deutsche Bank, DZ Bank, Landesbank Baden-Württemberg, Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale ; Espagne : Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco de Sabadell, Banco Santander, CaixaBank ; Finlande : Nordea Bank Abp ; Italie : Banco BPM, ICCREA Banca, Intesa Sanpaolo, UniCredit ; Pays-Bas : ABN AMRO Bank, Coöperatieve Rabobank, ING.

Graphique 1.43 : Facteurs explicatifs de l'évolution de la marge nette d'intérêt (premier trimestre 2025 vs. premier trimestre 2024)

x : facteurs explicatifs de l'évolution de la MNI / y : contribution des facteurs explicatifs à l'évolution de la MNI trimestrielle



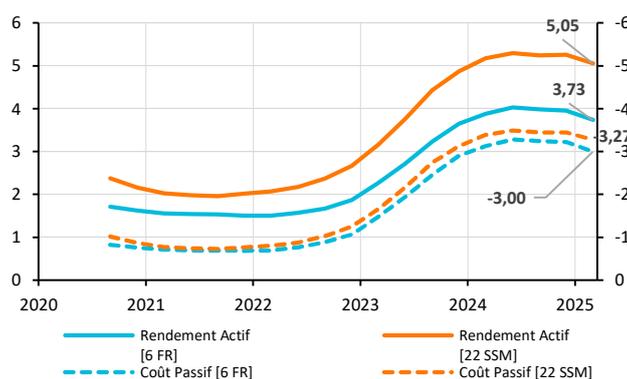
Note : Dernier point, mars 2025 par rapport à mars 2024.

Source : ACPR.

En 2024, les groupes bancaires français ont profité d'un effet ciseau positif, la progression des revenus dépassant celle des charges d'exploitation (+2,3 %), grâce notamment à une forte baisse de la contribution aux fonds de garantie (-86 %). Malgré une progression notable du coût du risque (+20,7%), le résultat net s'établit en hausse à 36,1 milliards d'euros (+11,7 %). Les indicateurs d'efficacité opérationnelle et de rentabilité s'améliorent : le coefficient d'exploitation s'établit à 68,1 % (-3,8 points), la rentabilité des actifs (*return on assets*, RoA) progresse de 4 points de base, à 0,42 %, et la rentabilité des capitaux propres (*return on equity*, RoE) progresse de 51 points de base, à 6,73 %. La situation au premier trimestre 2025 s'inscrit dans le prolongement de 2024 : progression du résultat net trimestriel (+5,2 %), en dépit de la hausse des charges d'exploitation (+5,2 % par rapport au premier trimestre 2024) et du coût du risque (+18,9 % par rapport au premier trimestre au 2024).

Graphique 1.44 : Rendement moyen annuel de l'actif et coût moyen annuel du passif

x : trimestres / y : rendement moyen de l'actif vs. coût moyen du passif, en glissement annuel



Dernier point, décembre 2024

Source : ACPR

En 2024, la hausse du coût du risque (12,1 milliards d'euros) s'est concentrée au premier semestre et a principalement résulté du portefeuille de prêts aux SNF, en lien notamment avec le provisionnement des encours en défaut (plus de 85%), dont quelques dossiers de place⁶⁵. La situation évolue au premier trimestre 2025, avec un coût du risque en hausse sur le portefeuille des ménages, ce qui confirme une hétérogénéité de la situation financière au sein de ce secteur malgré une situation financière globalement robuste (supra). Ainsi, fin mars 2025, le coût du risque représente 33 points de base des encours du portefeuille des SNF (stable par rapport au quatrième trimestre 2024) et 40 points de base du portefeuille ménages (+ 10 points de base par rapport au quatrième trimestre 2024, graphique 1.46). Le coût du risque des banques françaises, qui s'établit à 28 points de base, demeure inférieur à celui de leurs pairs de la zone euro, à 36 points de base (cf. graphique 1.45). Les niveaux de provisionnement des banques françaises sont en outre plus élevés que ceux de leurs pairs.

Graphique 1.45 : Évolution du coût du risque trimestriel annualisé

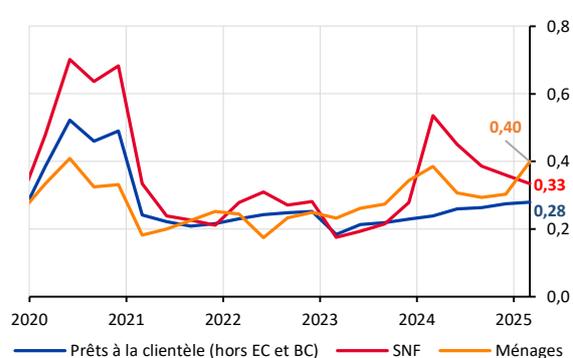
x : années / y : % des encours moyens



Note : Dernier point, décembre 2024.
Source : ACPR

Graphique 1.46 : Évolution du coût du risque des portefeuilles SNF et ménages des six groupes bancaires français

x : années / y : % des encours (prêts et titres en coût amorti et juste valeur par OCI)



Note : Dernier point, décembre 2024.
Source : ACPR.

L'augmentation du coût du risque en 2024 et début 2025 provient d'un accroissement du risque de crédit qui se reflète dans l'évolution de la part des prêts de niveau 2 selon la norme IFRS 9 (ce qui dénote une augmentation sensible du risque de crédit) et, dans une moindre mesure, de niveau 3 de la norme IFRS 9 (prêts en défaut). Ainsi, entre décembre 2023 et mars 2025, la part des prêts aux SNF de niveau 2 a augmenté de 85 points de base, et celui des prêts aux ménages de 52 points de base (cf. tableau 1.1). La comparaison avec les pairs de la zone euro montre une situation globalement similaire, mais une inflexion différente au premier trimestre 2025. Nous notons ainsi une baisse de la part des prêts aux SNF de niveau 2 (27 points de base) et de niveau 3 (11 points de base), et une tendance similaire pour les prêts aux ménages, avec une baisse de la part de prêts de niveau 2 (29 points de base) et de niveau 3 (4 points de base). Cela s'explique par un double effet numérateur (amélioration de la qualité des encours) et dénominateur (augmentation de l'encours total) (cf. graphiques 1.47 et 1.48).

⁶⁵ Notamment ATOS et GIFL.

Tableau 1.1 : Qualité de crédit des portefeuilles – Part des encours selon le niveau de la norme IFRS

Qualité de crédit des portefeuilles	Niveau IFRS	Déc. 23	Déc. 24	Mars. 25	Mars 25 vs déc. 23
Prêts aux SNF	Niveau 2	12,50 %	13,25 %	13,35 %	+ 85 points de base
	Niveau 3	3,46 %	3,52 %	3,55 %	+ 9 points de base
Prêts aux ménages	Niveau 2	9,32 %	9,28 %	9,84 %	+ 52 points de base
	Niveau 3	2,05 %	2,16 %	2,20 %	+ 15 points de base

Note : Dernier point, mars 2025.

Source : ACPR.

La détérioration de la qualité des actifs est plus marquée pour le portefeuille des prêts aux PME (cf. graphique 1.49), qui représente un peu moins de la moitié de l'encours total des prêts aux SNF, avec une hausse notable de la part des prêts de niveau 2 entre décembre 2023 et mars 2025 (+207 points de base à 15,24 %) et une progression de la part des prêts de niveau 3 (+42 points de base à 4,61 %). Les comparaisons avec les pairs de la zone euros montrent des tendances différentes : la part des encours de prêts de niveau 2 de ces derniers diminue assez fortement (-152 points de base à 15,40 %) mais demeure supérieure à celle des banques françaises et la part de leurs encours de prêts de niveau 3 augmente légèrement (+7 points de base à 4,53 %) et devient inférieure à celle des banques françaises.

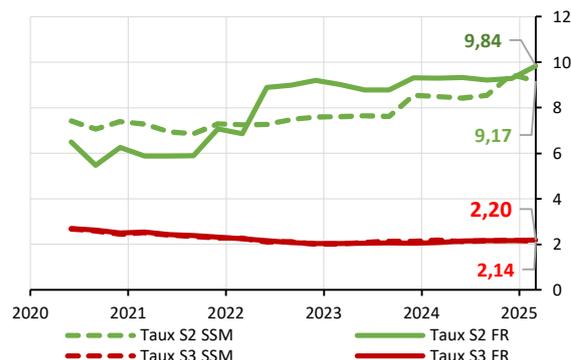
Graphique 1.47 : Part des encours de prêts de niveau 2 et de niveau 3 des SNF

x : années / y : part des encours de prêts en %



Graphique 1.48 : Part des encours de prêts de niveau 2 et de niveau 3 des ménages

x : années / y : part des encours de prêts en %



Graphique 1.49 : Part des encours de prêts de niveau 2 et de niveau 3 des PME

x : années / y : part des encours de prêts en %



Note : Dernier point, décembre 2024.

Source : ACPR

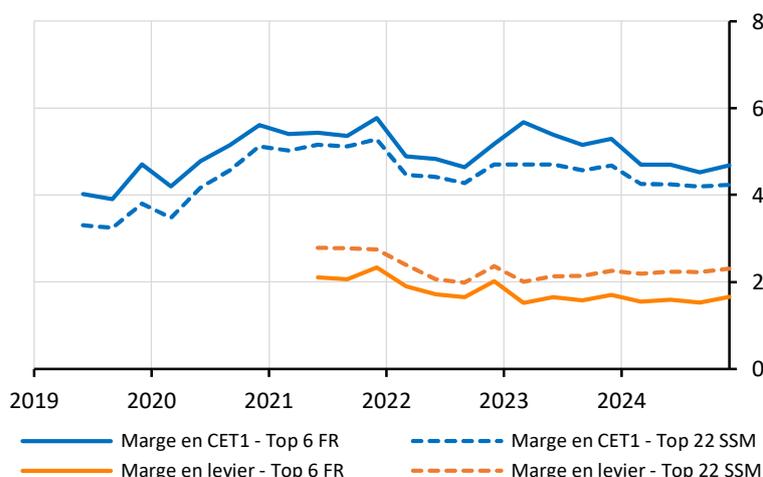
Enfin, à l'actif, la part du bilan des banques françaises face à des contreparties étatsuniennes est légèrement inférieure à 10 %, constituée principalement de prêts aux *non-bank financial intermediaries* (NBFi) (environ 20 %), d'obligations souveraines (environ 20 %), de prêts aux SNF (15 %), d'actions de SNF (12 %) et de dérivés (10 %).

Les fonds propres des six principaux groupes bancaires français se maintiennent à un niveau élevé fin 2024 (cf. graphique 1.51). Les marges par rapport aux exigences sont portées par la capacité des banques à augmenter leurs types d'instruments de fonds propres en 2024 (*Common equity Tier 1 [CET1], Additional Tier 1 [AT1] et Tier 2 [T2]*), malgré les augmentations des exigences prévues pour l'année : Pilier 2 individuel, taux de coussin contracyclique (*countercyclical buffer, CCyB*) français passant de 0,5 % depuis le 7 avril 2023 à 1 % depuis le 2 janvier 2024, et taux de CCyB des autres juridictions sur lesquelles les banques françaises ont des expositions pertinentes. Au niveau agrégé, la marge en fonds propres CET1 des banques françaises (4,8 points de pourcentage en décembre 2024) est structurellement supérieure à celle de leurs homologues européennes (4,2 points de pourcentage). La marge la plus faible pour une banque française est de 2,5 points de pourcentage contre 2,2 points de pourcentage pour l'échantillon de pairs de la zone euro.

La marge sur les exigences de levier pour les six groupes bancaires français est de 1,7 points de pourcentage. Malgré le renforcement des exigences réglementaires en levier, avec d'une part l'ajout d'un coussin en levier pour les établissements systémiques au niveau mondial⁶⁶ et, d'autre part, l'introduction d'exigences dites de « Pilier 2 » depuis 2024, on note une hausse de la marge en levier fin 2024, liée à la progression des fonds propres Tier 1. La marge sur les exigences en levier des pairs européens se situe à 2,3 points de pourcentage.

Graphique 1.50 : Marges sur les exigences de CET1 dans le cadre réglementaire de solvabilité pondéré par les risques et marges sur les exigences de T1 dans le cadre réglementaire de levier

x : date / y : marge sur les exigences en points de pourcentage



Note : La marge sur les exigences de CET1 dans le cadre réglementaire de solvabilité pondéré par les risques correspond à la distance au seuil de Montant Maximum Distribuable (MMD), comprenant les exigences de Pilier 1 et de Pilier 2 individuel, le coussin de conservation du capital, le coussin pour les établissements d'importance systémique (Global Systemically Important Banks ou Other Systemically Important Banks), le coussin contracyclique – CCyB, le coussin pour le risque systémique, ainsi que les montants de CET1 utilisés pour couvrir les exigences en fonds propres de Tier 1 et globales.

La marge sur les exigences de T1 dans le cadre de levier tient compte des exigences de Pilier 1, de Pilier 2 individuel et du coussin pour les établissements d'importance systémique mondiale (GSIB).

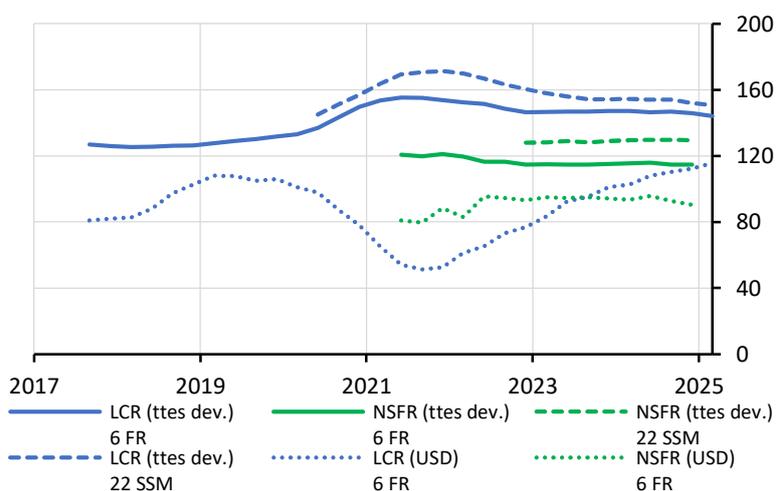
Source : ACPR.

⁶⁶ La taille du coussin G-SIB sur le levier correspond à la moitié du coussin G-SIB en solvabilité.

Les marges sur les ratios réglementaires de liquidité restent également importantes (cf. graphique 1.53). En agrégé, le ratio de liquidité à court terme moyen sur douze mois (*liquidity coverage ratio, LCR, 144,0 %, en mars 2025*) et le ratio de financement stable (*net stable funding ratio, NSFR, 114,6 %, en décembre 2024*) des six principaux groupes bancaires français se maintiennent au cours des trois dernières années (en légère diminution lors des derniers trimestres), notamment après le remboursement des TLTRO. Concernant les ratios de liquidité en dollars (cf. graphique 1.52), la réglementation n'impose pas d'exigence contraignante, mais enjoint aux banques de s'assurer qu'elles détiennent suffisamment d'actifs pour faire face à leurs passifs dans chaque devise importante. Le LCR en dollars est en constante amélioration au cours des quatre dernières années, et atteint 115,6 % à fin mars 2025. L'analyse des échéanciers de maturités montre fin mars 2025 une position nette de liquidité agrégée positive pour les douze mois à venir. Même si le NSFR en dollars est en légère diminution, à 90,3 %, les données brutes⁶⁷ font état d'un excédent de ressources stables disponibles de 121 milliards de dollars. Enfin, les ratios de liquidité en dollars ne donnent que la vision consolidée au niveau groupe, mais la situation des entités américaines des banques françaises n'a pas présenté de risque particulier à la suite du changement d'administration aux États-Unis survenu fin janvier 2025, y compris du point de vue de leur engagement important sur le segment de marché des *repos* avec les fonds monétaires américains, réputé particulièrement volatil (cf. encadré 1.4).

Graphique 1.51 : Ratios de liquidité réglementaires toutes devises et ratios de liquidité en dollars

x : date / y : ratios de liquidité



Note : Derniers points disponibles à mars 2025 pour le LCR, à décembre 2024 pour le NSFR.

Source : ACPR.

Encadré 1.4 : Le financement en dollars des banques françaises par les fonds monétaires américains

Par Tarik Mouakil et Alice Schwenninger.

En décembre 2024, l'exposition agrégée des fonds monétaires aux banques françaises s'élevait à 241 milliards de dollars, soit environ 10% de leur financement de court terme en dollars. Les fonds étaient principalement contreparties dans des opérations de *repo* (76% de l'exposition aux banques françaises) et, dans une moindre mesure, détenteurs de papiers commerciaux émis par les banques françaises (cf. graphique 1). Cette répartition reflète l'évolution de la structure de l'industrie des fonds monétaires américains : en 2016, une réforme des fonds monétaires de la *United States Securities Exchange Commission* (SEC) a réduit la liquidité des fonds *prime*, diminuant considérablement leur part de marché au profit des fonds *Government*

⁶⁷ Sans prise en compte des pondérations réglementaires utilisées pour le calcul du NSFR et besoins de financement des actifs hautement liquides (*high quality liquid assets, HQLA*).

(désormais 82% des actifs sous gestion) et réduisant la base d'investisseurs en papiers commerciaux. Les fonds *Government*, principalement investis en cash, en repo, et en titres de dette gouvernementales, détiennent dorénavant 67% de l'exposition aux banques françaises, contre 33% pour les fonds *prime*, investis en titres de dette privée.

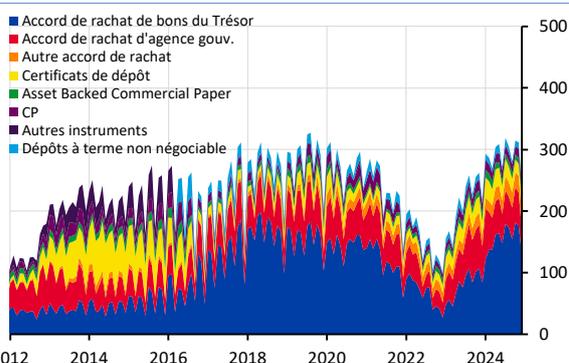
Le comportement des fonds monétaires américains varie en fonction de la politique monétaire de la Réserve fédérale des États-Unis (Fed). En période de taux élevés (2021-2023), les fonds ont davantage eu recours à la *Overnight Reverse Repo Facility* (ON RRP) de la Fed, qui offre une solution de rechange au marché privé du *repo*. Les fonds ont ainsi préféré placer leur cash à la Fed, provoquant une relative diminution des *repo* des MMFs américains avec les banques françaises (cf. graphique 2).

L'activité des banques françaises sur ces marchés relève principalement d'une activité d'intermédiation entre une offre et une demande de dollar à court terme, davantage que d'un besoin de financement pour des actifs ou des portefeuilles en dollars (comme c'était le cas avant la grande crise financière), réduisant ainsi les risques liés à une transformation de maturité importante. Les entités des banques européennes implantées aux États-Unis, principalement des succursales new-yorkaises dans le cas des banques françaises, sont impliquées dans les opérations de *repo*. Elles empruntent des liquidités auprès des fonds monétaires par le biais des *repos* et les prêtent, par des *reverse repos*, à des *hedge funds* et d'autres institutions financières qui utilisent leurs titres comme collatéral.

Les succursales de banques françaises installées aux États-Unis ont en outre accès à la fenêtre d'escompte de la Fed. Les banques françaises opèrent principalement aux États-Unis via leurs succursales, leur garantissant ainsi une capacité de refinancement auprès de la Fed en cas de tension soudaine sur ces marchés. En mars 2020, au moment du bref assèchement du marché monétaire américain lié à la pandémie, et alors que le financement en provenance des MMFs américains avait été réduit de moitié, certaines d'entre elles avaient par exemple eu recours à la fenêtre d'escompte (*primary credit*) de la Fed.

Graphique 1 : Exposition des fonds monétaires américains aux banques françaises par type d'instruments

x: date / y: milliards de dollars

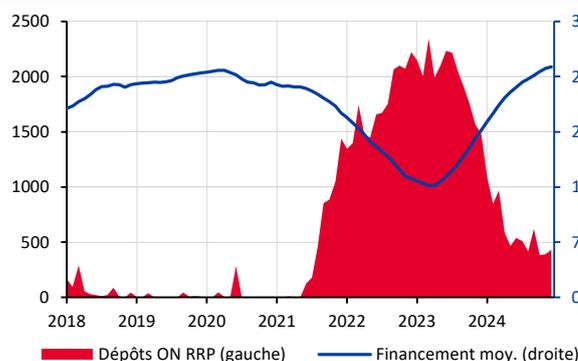


Note : Dernier point, décembre 2024.

Sources : Données agrégées issues de l'Office of Financial Research, fondées moyennant une glissante sur douze mois des détections de titres de dette sur les Form N-MFP Form de la SEC.

Graphique 2 : Détections des fonds monétaires américains et dépôts à la Fed RRP

x: date / y (droite): milliards de dollars ; y(gauche): milliards de dollars



Note : le financement des MMF américains correspond à la

financement moyen glissant sur douze mois des détections de titres de dette par les MMFs et émis par des banques françaises.

Dernier point : janvier 2025.

Sources : Fed, Office of Financial Research.

Selon leur communication financière, les programmes de financement des banques françaises pour 2024 ont pu être aisément menés et ont permis d'anticiper les programmes d'émissions prévus pour 2025. Les prévisions montrent une continuité globale en 2025, une volonté de diversification des émissions, ainsi qu'un coût de financement intéressant et durable pour certains établissements. La majorité des financements devrait s'effectuer en euros, et une partie en dollars et d'autres devises étrangères moins importantes (livre sterling ou

yen, par exemple). En mars 2025, entre 30 % et 50 % des programmes de financement totaux des principaux groupes bancaires français étaient déjà effectués, certains d'entre eux ayant déjà émis en dollars, ce qui leur a permis de se prémunir contre le risque de volatilité associé au changement d'administration aux États-Unis, effectif en janvier 2025.

Les assureurs ont conservé une solvabilité et une structure de bilan solides

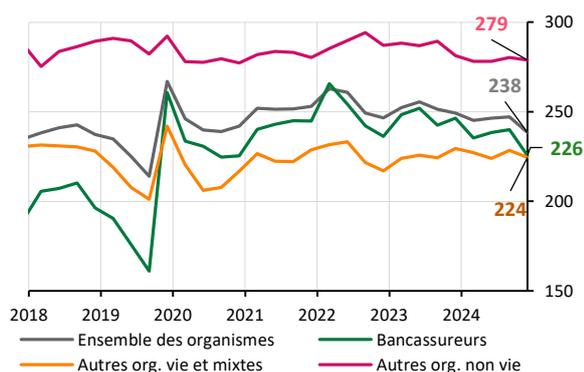
Le secteur de l'assurance reste solide, avec une solvabilité largement au-dessus des exigences réglementaires.

En assurance-vie, le maintien de taux de revalorisation attractif, grâce à une rentabilité de l'actif en hausse et à la mobilisation de la provision pour participation aux bénéficiaires, a permis une collecte nette très élevée en 2024. En assurance-non-vie, la hausse des tarifs a permis un redressement de la rentabilité technique, qui reste néanmoins inférieure à ce qu'elle était avant le pic inflationniste de 2022. L'allocation des actifs est diversifiée et l'exposition au dollar limitée.

La solvabilité moyenne des assureurs est élevée, mais en baisse au dernier trimestre 2024. Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres bien supérieur aux exigences en capital⁶⁸, avec une couverture du capital de solvabilité requis⁶⁹ à hauteur de 238 % en moyenne à fin 2024 (cf. graphique 1.52), contre 249 % fin 2023. La baisse est plus marquée pour les bancassureurs, dont le ratio de solvabilité a chuté de 20 points de pourcentage en un an. Les reprises importantes de provision pour participation aux bénéficiaires effectuées en fin d'année pour rémunérer les supports en euros des contrats d'assurance-vie expliquent notamment cette baisse. Tous les organismes disposent d'un niveau de fonds propres supérieur à l'exigence réglementaire minimale : 75 % des organismes affichent un ratio supérieur à 170 %, et 25 % un ratio supérieur à 291 % (cf. graphique 1.53). Les autres organismes non-vie affichent des disparités particulièrement importantes, avec un ratio moyen proche de 280 %, tandis que les bancassureurs, qui doivent cependant être analysés à la lumière de la structure conglomérale du groupe, affichent un taux moyen de 226 %.

Graphique 1.52 : Taux de couverture du capital de solvabilité requis

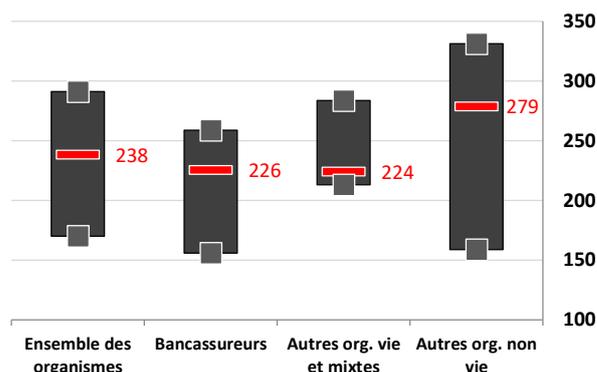
x : axe temporel / y : taux en %



Note : Dernier point, quatrième trimestre 2024.
Source : ACPR – périmètre trimestriel.

Graphique 1.53 : Distribution du taux de couverture du capital de solvabilité requis fin décembre 2024

x : type d'organisme / y : premier quartile, moyenne et troisième quartile en %



Source : ACPR.

⁶⁸ À titre d'information, les exigences en capital se situent à 190 milliards dollars fin décembre 2024.

⁶⁹ 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 %.

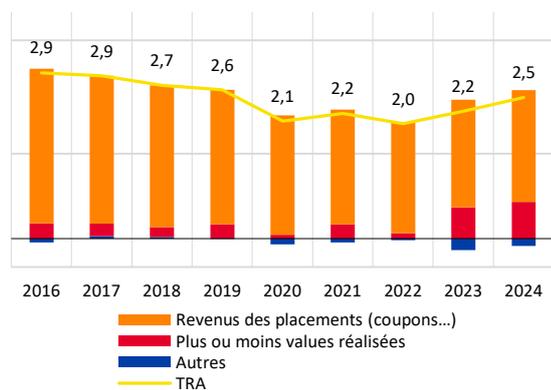
Après les hausses enregistrées en 2022 et en 2023, la revalorisation des contrats individuels d'assurance-vie s'est stabilisée à 2,6 % en 2024 (chiffre préliminaire, cf. graphique 1.59). Ce niveau de rémunération a été permis par la mobilisation d'une partie de la provision pour participation aux bénéficiaires constituée pendant la période de taux bas dans le but de pouvoir accompagner l'évolution des taux. Cette réserve s'inscrit ainsi en baisse à 4,3 % des provisions techniques fin 2024 contre 4,9 % fin 2023 et 5,4 % fin 2022 (graphique 1.60).

Cette rémunération a également été permise par l'amélioration du rendement du portefeuille d'investissement, les moins-values latentes obligataires étant quant à elles stables. Le contexte de taux d'intérêt bas des dernières années a fortement contraint les revenus financiers des assureurs, notamment les coupons obligataires. Les obligations représentent en effet près de 60 % des placements des assureurs⁷⁰, devant les actions et participations (22 %). 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 dans des titres offrant en rendement plus élevé. Ces améliorations progressives se traduisent par une hausse du taux moyen de rendement de l'actif des assureurs vie, à 2,5 % en 2024, contre 2,2 % en 2023 et 2,0 % en 2022 (cf. graphique 1.55), mettant ainsi fin à la baisse quasi continue enregistrée durant la période de taux bas.

Les obligations se situaient toujours en situation de moins-value latente fin 2024. Ces moins-values latentes représentaient 3 % du total du portefeuille d'investissements, une proportion stable par rapport à fin 2023. Des plus-values latentes étaient cependant toujours constatées sur les actions, les OPC et l'immobilier, permettant d'enregistrer une plus-value latente globale de 3 %, également stable par rapport à fin 2023 (cf. graphique 1.55).

Graphique 1.54 : Taux de rendement de l'actif des assureurs vie

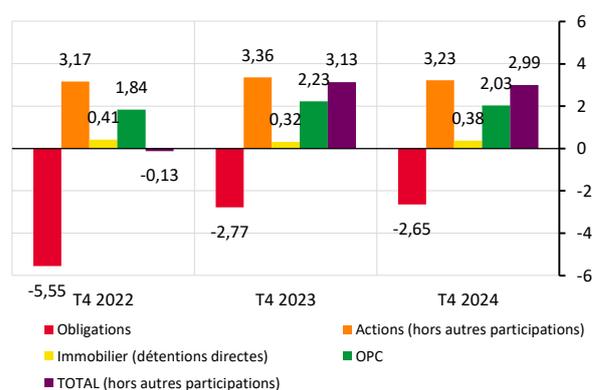
x : axe temporel / y : %



Source : ACPR

Graphique 1.55 : Taux de plus ou moins-values latentes, en % de la valeur d'acquisition du total des placements

x : axe temporel / y : %



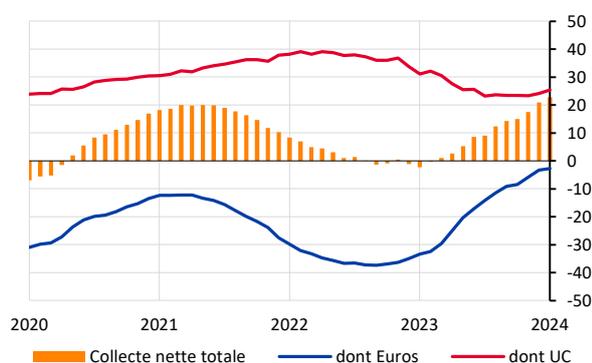
Source : ACPR

⁷⁰ Après mise en transparence des actifs des organismes de placements collectifs (OPC).

Grâce à ce niveau de rémunération compétitif, les collectes nette et brute en assurance-vie sont à des niveaux historiquement élevés. Pour compenser l'érosion de la rémunération des supports en euros durant la période de taux bas, les assureurs ont favorisé ces dernières années la souscription de supports en unités de compte (UC) dont le risque de marché est supporté essentiellement par les épargnants. Si les supports en euros ont enregistré une décollecte nette quasi continue entre fin 2019 et fin 2023, ce sont les supports en unités de compte qui ont permis de soutenir l'assurance-vie, en affichant une collecte nette positive pour l'ensemble de cette période. Cette tendance s'atténue toutefois fortement en 2024. Ainsi, la collecte nette atteint un record historique de 25 milliards d'euros (cf. graphique 1.56), sous l'effet combiné de la hausse de la collecte brute, en particulier pour les supports en euros, et de la baisse des rachats de ces mêmes supports (cf. graphique 1.57). Pour mémoire, depuis 2022, la hausse des taux servis sur les produits d'épargne bancaires et la hausse du coût de financement des prêts immobiliers avaient conduit à une augmentation des rachats des contrats d'assurance-vie.

Graphique 1.56 : Collecte nette d'assurance-vie (cumul 12 mois)

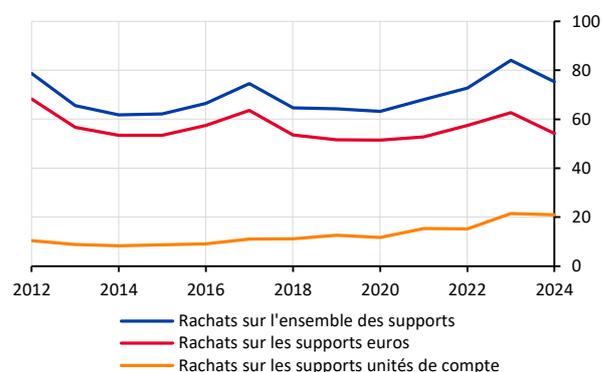
x : axe temporel en mois / y : milliards d'euros



Source : ACPR

Graphique 1.57 : Rachats d'assurance-vie (cumul annuel)

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : ACPR

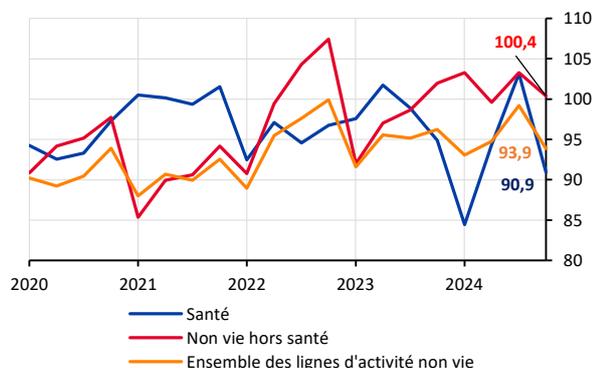
La rentabilité technique en assurance-non-vie s'améliore légèrement en 2024 mais reste sous tension. Après une très nette dégradation en 2022, le ratio combiné de l'ensemble des lignes d'activité non-vie s'est amélioré depuis 2023, à un niveau toutefois moins favorable qu'avant 2022 en atteignant 97 % fin 2024 contre 98 % fin 2023 et 100 % fin 2022 (graphique 1.58). Ces évolutions concernent plus particulièrement les activités non-vie hors santé, fortement affectées en 2022 et début 2023 par l'augmentation du coût des pièces de rechange automobile, des services de réparation du logement et de la réassurance. Les hausses de tarifs appliquées aux services d'assurance destinés aux particuliers, notamment en assurance automobile, ont ainsi été très inférieures à l'inflation générale en 2022 et 2023 avant d'atteindre un rythme plus élevé en 2024. Toutefois, les effets de l'inflation peuvent également être constatés 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.

Concernant les catastrophes naturelles, elles constituent l'un des principaux risques auxquels est exposé le secteur de l'assurance-non-vie. Après avoir fortement augmenté en 2023, la sinistralité de la branche catastrophes naturelles a diminué de 45 % en 2024. Le ratio combiné est resté élevé, mais en amélioration, à 126 % contre 193 % en 2023. L'évolution du résultat technique est toutefois moins volatile et lissée sur plusieurs années, car une part importante de la sinistralité est absorbée par les réassureurs. En France plus précisément, la réassurance des catastrophes naturelles n'est pas seulement une couverture de marché traditionnelle, comme pour les autres catégories d'assurance, mais davantage un partenariat public-privé, du fait de l'harmonisation des conditions de cette couverture et du rôle de la Caisse centrale de réassurance (CCR), qui réassure ainsi la quasi-totalité des assureurs pour les risques couverts par ce régime. Après deux années consécutives de hausse, le solde de réassurance a diminué en 2024, tout en restant positif (cf. graphique 1.60). La hausse de la surprime des

catastrophes naturelles effective depuis le 1^{er} janvier 2025⁷¹ contribuera à la pérennité du régime de réassurance de la CCR. Pour les autres risques (tempête, grêle, neige), la multiplication de ce type d'événements climatiques pourrait à terme conduire à des difficultés pour les organismes à se réassurer auprès d'acteurs privés, ce qui pèserait alors sur leurs résultats.

Graphique 1.58 : Ratios combinés

x : axe temporel / y : taux en %

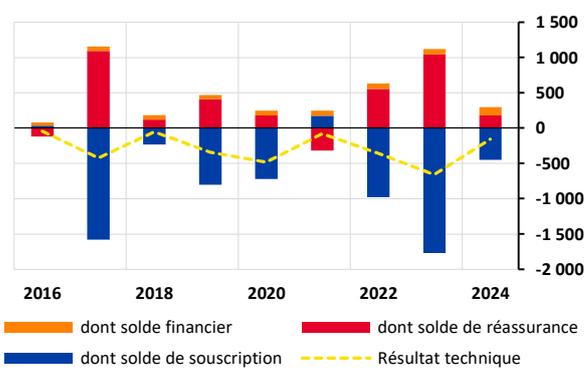


Note : Le ratio combiné est calculé comme le rapport des coûts totaux (charge de prestations et frais) et des primes, nets de réassurance. Il permet d'apprécier la rentabilité technique d'une activité. Il ne tient pas compte des résultats financiers. Le ratio est inférieur à 1 lorsque l'activité est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

Source : ACPR

Graphique 1.59 : Composantes du résultat technique de la catégorie catastrophes naturelles

x : axe temporel / y : milliards d'euros



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.

Source : ACPR

L'allocation des actifs des assureurs est diversifiée, avec principalement des obligations du secteur financier (27 % des placements), d'émetteurs souverains (19 %) et de sociétés non financières (10 %). Les obligations souveraines françaises ont représenté entre 19 % et 11 % des placements des assureurs depuis 2016 (graphique 1.60) et la valorisation du portefeuille de placements des assureurs se montre très sensible aux évolutions des taux d'intérêt telles que celles qui ont été enregistrées depuis 2022. Entre fin 2023 et fin 2024, les taux longs ont légèrement augmenté sous l'effet de la hausse de l'écart de taux entre France et Allemagne.

Concernant le risque de change, **les actifs investis dans des devises autres que l'euro représentent une part limitée de l'actif des assureurs français** (8 % à fin 2024, cf. graphique 1.61). Parmi ces expositions en devises, les deux tiers environ (144,2 milliards d'euros) correspondent à des placements libellés en dollars. Une large part de ces derniers correspond soit à des participations dans des entreprises liées (30 milliards d'euros), soit à des placements détenus en représentation d'engagements en unités de compte (59,3 milliards d'euros), qui présentent une congruence naturelle entre l'actif et le passif, le risque de change étant supporté par les détenteurs des contrats.

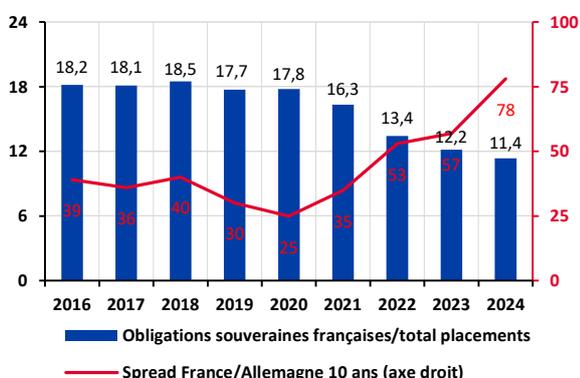
Sur les 54,9 milliards d'euros restants, les assureurs peuvent être exposés à un risque de change sur la partie de ces expositions non couvertes par des instruments dérivés. Toutefois, pour les assureurs vie et mixte, qui concentrent la majeure partie de ces expositions (43,7 milliards d'euros), une congruence partielle entre l'actif et le passif est assurée par l'existence de mécanismes de participation aux bénéfices qui lient la valeur des engagements et donc des provisions techniques à la performance des placements. Le risque résiduel pour

⁷¹ La part des primes d'assurance dommages consacrée au financement du régime d'indemnisation des catastrophes naturelles a augmenté à partir du 1^{er} janvier 2025 : le taux de surprime appliqué aux contrats d'assurance dommages habitation et biens professionnels est ainsi passé de 12 % à 20 % ; et celui des contrats d'assurance automobile, de 6 % à 9 %.

l'assureur est couvert par les exigences de capital de solvabilité 2, qui prévoient l'immobilisation d'un capital équivalent à la perte qui résulterait d'une évolution défavorable des taux de change de $\pm 25\%$ de leur valeur à la date d'arrêt. Avant diversification (et y compris organismes en modèle interne), les organismes vie et mixtes immobilisent ainsi 5,6 milliards d'euros au titre du risque de change pour une exposition de 43,7 milliards d'euros, tandis que les assureurs non-vie immobilisent 2,2 milliards d'euros de capital pour une exposition de 7,4 milliards d'euros pour ces derniers. À titre de comparaison, l'exigence de capital totale des organismes vie, mixtes, et non-vie s'élève à 144 milliards d'euros. Le moindre capital immobilisé par les organismes vie relativement à leur exposition en devises étrangères est l'illustration de cette congruence partielle de l'actif et des engagements inhérente aux mécanismes de participation aux bénéficiaires. Ces exigences de capital associées au risque de change témoignent du rôle de ces placements en devises étrangères en tant qu'actifs de diversification dans la stratégie de gestion d'actifs des assureurs, qui peuvent conserver ainsi une part de ce risque sans avoir nécessairement recours à une stratégie de couverture pour s'en prémunir.

Graphique 1.60 : Proportion des obligations souveraines françaises dans les placements des assureurs

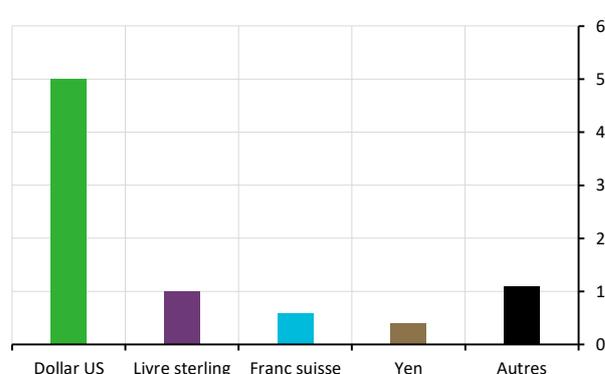
x : axe temporel / y : taux en % et spread en points de base



Source : ACPR

Graphique 1.61 : Part des placements des assureurs en devises étrangères

x : devises / y : part (en %)



Source : ACPR

Les intermédiaires financiers non-bancaires français ont une exposition limitée aux actifs en dollar

L'exposition des fonds d'investissement français aux titres en dollars est contenue, bien qu'hétérogène entre types de fonds et types d'actifs. Parmi les fonds français, les fonds actions sont les plus exposés : les données de portefeuilles montrent que leur exposition aux actifs en dollars représente 22,9 % de leurs actifs sous gestion (89,4 milliards d'euros), dont la majorité en actions (82,3 milliards d'euros, soit 21,05 % de leurs encours), et le reste en parts de fonds (6,5 milliards d'euros, soit 1,67 %). Les fonds mixtes ont une exposition agrégée s'élevant à 12% de leurs encours (36 milliards d'euros), répartie entre 17 milliards d'actions (5,66%), 10 milliards d'euros de parts de fonds (3,3%), et 7,8 milliards d'euros de dette *corporate* et financière (2,57%). Enfin, l'exposition agrégée des fonds obligataires est plus mesurée (7,24% de leurs encours, soit 24 milliards d'euros), mais concentrée en dette publique américaine pour 5,9 milliards d'euros (1,72%), et en dette *corporate* et financière pour 17,9 milliards d'euros (5,22%).

Les interconnexions directes banques-fonds, par le biais des détentions de titres bancaires dans les portefeuilles, se renforcent légèrement sur le court terme. L'empreinte des fonds monétaires sur les marchés de financement de court terme, comme celui du papier commercial, est nette, la maturité de ces titres correspondant aux exigences réglementaires de maturité moyenne des portefeuilles des fonds. Au quatrième trimestre 2024, les

fonds monétaires possédaient 71% de l'encours⁷² des titres de dette de court terme des banques françaises (contre 69% au deuxième trimestre 2024), avec un biais national important. L'empreinte des fonds (principalement non monétaires) sur la dette bancaire à long terme est légèrement orientée à la baisse, à 11,7 % (14,09 % au deuxième trimestre 2024).

Les risques de ralentissement macroéconomique pèsent sur les marchés du capital-investissement et de la dette privée

La croissance des marchés privés (capital-investissement et dette privée) en France a ralenti avec la fin du contexte macrofinancier favorable qui prévalait jusqu'en 2022, quand la recherche de rendement dans un environnement de taux bas favorisait le développement de cette classe d'actifs. Si les observateurs anticipaient en début d'année un redémarrage du marché en 2025 à la faveur de la baisse progressive des taux, le nouvel environnement macrofinancier, caractérisé par une multiplication des barrières protectionnistes et par une incertitude extrême, pourraient favoriser l'attentisme des investisseurs à court terme et freiner les opérations de fusion-acquisition (*mergers and acquisition*, M&A) et de rachat avec effet de levier (*leveraged buyout*, LBO). La récente chute des marchés des actions est également de nature à peser sur les levées de fonds sur les marchés non cotés, la part relative des actifs non cotés augmentant mécaniquement et pouvant dépasser le seuil de risque de certains investisseurs institutionnels (effet dénominateur).

Ce ralentissement s'observe particulièrement sur le marché de la dette privée en France. Les fonds de dette d'entreprise gérés en France ont ainsi levé 5,4 milliards d'euros en 2024, contre 6,9 milliards d'euros en 2023 et 10,8 milliards d'euros en 2022⁷³. Cette dynamique se retrouve également au niveau des montants investis : en 2024, les fonds de dette d'entreprise résidents et non-résidents ont investi 11,6 milliards d'euros en France, contre 12,9 milliards d'euros en 2023 et 19,3 milliards d'euros en 2022 (cf. graphique 1.62). Ces opérations sont dans 73 % des cas menées en présence d'un investisseur en capital, confirmant les liens étroits entre dette privée et capital-investissement.

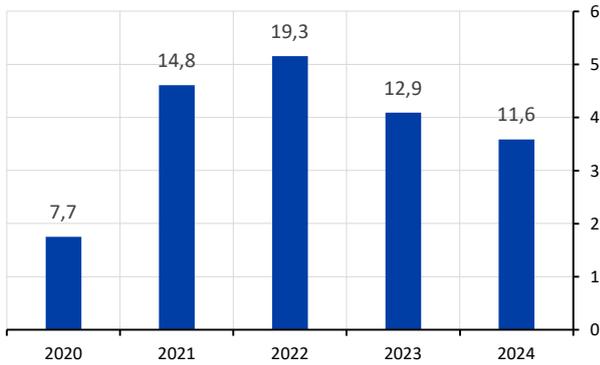
La capacité des fonds à se refinancer et leur exposition au risque de crédit demeurent des points d'attention majeurs. Les distributions de liquidité aux investisseurs des fonds de capital-investissement ont atteint un point bas à l'échelle mondiale en 2024 (11 % de la valeur nette des actifs sous gestion, contre 29 % en moyenne entre 2014 et 2017). Les sorties apparaissent plus difficiles dans un environnement macrofinancier dégradé, qui favorise l'attentisme des investisseurs et pèse sur les valorisations des sociétés. Dans ces conditions, les investisseurs se reposent de plus en plus sur des mécanismes alternatifs aux sorties pour générer de la liquidité, par exemple par des financements sur la valeur nette des actifs (*NAV financing*) ou par des cessions à des fonds de continuation. Face à ces risques accrus pesant sur l'environnement macroéconomique, les entreprises européennes de capital-investissement ont eu tendance à sous-performer en Bourse depuis le début de l'année 2025 (cf. graphique 1.63). Dans le même temps, la pression qu'exerce la guerre commerciale sur les résultats des entreprises et sur leurs conditions de financement est de nature à accroître le risque de crédit auquel sont exposés les investisseurs en dette privée.

⁷² Les chiffres de détention sectorielles peuvent être soumis à des révisions dans les trimestres suivants.

⁷³ Données issues de la 8^e édition de [l'étude de France Invest et Deloitte](#) sur les fonds de dette privée en France.

Graphique 1.62 : Investissements en dette d'entreprise par des fonds de dette privée

x : axe temporel / y : part en % des nouveaux crédits bancaires (étiquette volume en milliards d'euros)



Source : France Invest, MIR1

Graphique 1.63 : Performance boursière des entreprises de capital-investissement (private equity, PE)

x : axe temporel / y : performance boursière (%)



Note : Dernier point le 1 juin 2025.
Source : Bloomberg.

Parmi les intermédiaires financiers, les *stablecoins* présentent des risques de contagion vers le secteur financier. Les principaux jetons stables du marché sont des cryptoactifs adossés à une réserve d'actifs essentiellement conventionnels. Les *stablecoins* se distinguent par le type d'actifs auquel ils se réfèrent, incluant des devises officielles (comme le dollar ou l'euro), d'autres cryptoactifs, ou des matières premières (tels que les métaux précieux ou le pétrole). Il existe également des *stablecoins* algorithmiques qui maintiennent leur parité sans collatéral, en utilisant des algorithmes pour réguler leur offre sur le marché⁷⁴.

Le marché des *stablecoins* est principalement composé de *stablecoins* se référant au dollar dont les deux principaux publient des réserves essentiellement constituées de titres du Trésor américain. À cet égard, ils ressemblent aux fonds monétaires : actifs stables, liquides, permettant à tout moment à un investisseur d'entrer ou de sortir à une valeur a priori garantie. Néanmoins, les *stablecoins* n'offrent pas de rendement lors de leur détention, et le cadre réglementaire est différent pour les actifs de réserve des *stablecoins* et pour ceux des fonds monétaires. Le marché des *stablecoins* a progressé de 19 % depuis début 2025, et représente 237 milliards de dollars, soit 7 % du marché des cryptoactifs. Leur exposition aux risques de liquidité et de fuite des investisseurs, ainsi que la concentration de ce marché posent la question du risque de contagion aux marchés financiers traditionnels que ces cryptoactifs peuvent potentiellement engendrer (cf. encadré 1.5).

Encadré 1.5 : Risques associés aux *stablecoins*

Par Claire Brousse et Déborah Zribi

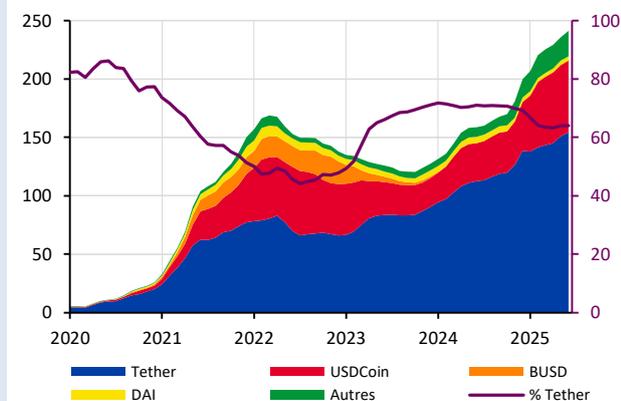
Le marché des jetons stables, appelés *stablecoins*, reste concentré autour des *stablecoins* adossés au dollar qui représentent 99% de la capitalisation de marché. Le marché est fortement concentré autour des deux principaux *stablecoins*, le tether qui représente près de 64% du marché des *stablecoins* et l'USD Coin qui représente 25% du marché. À ce jour, ils restent principalement utilisés comme actifs de règlement dans l'univers des cryptoactifs, comme réserve de valeur pour les investisseurs souhaitant sécuriser leur investissement sans sortir de l'écosystème des cryptoactifs ainsi que comme collatéral dans la finance décentralisée (*Decentralized Finance*, DeFi). Leur usage en tant qu'actif de règlement de détail reste limité, néanmoins cette situation pourrait évoluer s'ils étaient largement adoptés par les commerçants et les

⁷⁴ [CoinMarketCap](#), « Algorithmic Stablecoin Definition ».

consommateurs. Le projet en cours d'établissement d'un cadre légal pour les *stablecoins* aux États-Unis pourrait entraîner une accélération de leur adoption.

Graphique 1 : Valorisation de marchés des stablecoins et part du tether

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

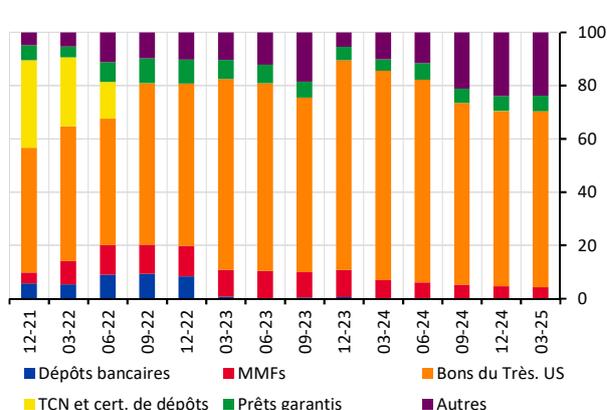


Note : Dernier point : Juin 2025.

Source : IntoTheBlock.

Graphique 2 : Composition des réserves du tether

x : axe temporel / y : %



Source : Tether Transparency

Le principal risque des *stablecoins* est un risque de perte de parité en cas de fuite des investisseurs engendrant un risque de liquidité pour les marchés financiers. En cas de perte de parité, l'émetteur peut être contraint de vendre massivement les actifs de ses réserves pour retrouver la parité avec la devise fiduciaire, ce qui pourrait impacter la liquidité du marché des actifs de réserve. Si les réserves sont constituées d'actifs peu liquides, l'impact pourrait être important. Les réserves des deux principaux *stablecoins* sont à ce jour majoritairement constituées de titres du Trésor américain (70% pour le tether et plus de 80% pour l'USD Coin). Néanmoins, les réserves du tether sont plus diversifiées, constituées aussi de Bitcoin et de métaux précieux, qui représentent respectivement 5% et 4% des réserves en mars 2025. En 2022, les réserves du tether comportaient une part importante de papier commercial (32% environ), dont la liquidité est plus faible et pouvait engendrer des risques pour le marché du papier commercial et affecter le financement de l'économie réelle⁷⁵. Désormais, les réserves du tether n'en contiennent presque plus en raison de leur faible liquidité (moins de 0,01% des réserves). À ce stade, les réserves des *stablecoins* sont déclarées par les émetteurs, mais ne sont pas auditées par des organismes indépendants.

La taille du marché des *stablecoins* (241 milliards de dollars) reste nettement inférieur à la taille du marché des titres du Trésor américain à court terme (US T-bills, un marché de 6 200 milliards de dollars)⁷⁶, mais leur emprise sur ce marché est croissante. Le développement du marché devrait impliquer une plus forte détention des titres du Trésor américain dans les réserves des *stablecoins* et inciter le gouvernement à maintenir une part élevée de titres du Trésor de courtes maturités dans l'ensemble de ses émissions pour répondre à cette demande. Une étude de la BRI estime que l'impact des *stablecoins* sur le marché des US-Tbills est asymétrique : les ventes de la part des *stablecoins* tendraient augmenter les rendements deux à trois fois plus que les achats ne les réduisent⁷⁷. Par ailleurs, un fort développement du marché pourrait potentiellement se traduire par une érosion de la base de dépôts des banques, ce qui pourrait les conduire à se tourner vers des sources de financement plus onéreuses et potentiellement plus volatiles.

⁷⁵ [Les stablecoins et le financement de l'économie réelle | Banque de France 2023](#)

⁷⁶ Pour un total de 28 000 milliards de dollars pour l'ensemble du marché des titres du Trésor américain.

⁷⁷ [Stablecoins and safe asset prices](#)

Aux États-Unis, le cadre réglementaire sur les cryptoactifs varie à ce jour sensiblement d'un État fédéré à l'autre. La nouvelle administration donne la priorité à l'harmonisation au niveau fédéral du cadre réglementaire applicable aux *stablecoins*, afin de faciliter la croissance des *stablecoins* se référant au dollar américain, tout en interdisant la mise en place d'une monnaie numérique de banque centrale de détail (*Executive Order* du 23 janvier 2025 visant à « renforcer le leadership américain dans le domaine de la technologie financière numérique »). Ainsi, des projets concurrents de réglementation sur les *stablecoins* ont été récemment adoptés en parallèle par la Chambre des représentants (le *STABLE Act*, le 2 avril 2025), et le Sénat (*Genius Act*, le 13 mars 2025).

En particulier, le *Genius Act* (*Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act of 2025*), présenté comme le résultat de discussions bipartisanes, a été adopté par le Sénat le 17 juin 2025. Désormais, pour que ce projet législatif soit définitivement adopté, la Chambre des représentants doit adopter en format plénier le texte dans des termes identiques. Ce texte clarifierait la réglementation sur les *stablecoins* de paiement au niveau fédéral, en couvrant un ensemble d'exigences (ex : obligation d'une réserve d'actifs sur une base de 1:1, exigences prudentielles, droit du consommateur, ouverture de l'émission à des acteurs bancaires et non bancaires).

Cependant, le projet de loi Genius apparaît dans sa dernière version en cours de vote plus permissif que le règlement européen MiCA (*Markets in Crypto-Assets Regulation*), entré en vigueur le 29 juin 2023, et applicable dans son intégralité depuis le 30 décembre 2024. Le règlement MiCA offre un cadre européen harmonisé pour les émetteurs et les prestataires de services sur cryptoactifs, en particulier les *stablecoins* (*stablecoins* de type *e-money token-EMT* se référant à une devise unique, et *stablecoins* de type *asset referenced tokens-ART* se référant à plusieurs actifs).

L'une des distinctions majeures concerne les conditions de remboursement. Si le règlement MiCA est extrêmement rigoureux sur l'obligation de remboursement des utilisateurs de *stablecoins* – de l'émetteur vis-à-vis du détenteur – au pair, sans commission ou frais et rapidement, le *Genius Act* est moins strict⁷⁸ : bien que le projet indique une obligation de remboursement sur une base 1:1, les conditions ne sont pas précisées. Concernant la réserve d'adossement des *stablecoins*, le *Genius Act* autorise davantage de catégories d'actifs dans la réserve d'actifs de l'émetteur du *stablecoin* et renvoie la définition des exigences de liquidité et de capital à des textes ultérieurs à la main des agences : à la différence du *Genius Act*, MiCA prévoit une obligation de maintien d'une proportion de la réserve d'actifs sous forme de dépôts bancaires. De plus, le projet de loi *Genius Act* met l'accent sur un principe de proportionnalité des exigences en capital, sans niveau plancher de fonds propres, afin de prendre en compte le niveau de risque et que celles-ci n'entravent pas le *business model* de l'opérateur. Sous MiCA, les émetteurs de *stablecoins* se référant à une devise officielle (*electronic money token – EMT*) sont soumis aux règles prudentielles applicables aux établissements de monnaie électronique (EME), ou aux règles applicables aux établissements de crédit (EC) selon que l'émetteur d'EMT soit agréé en tant qu'EC ou en tant qu'EME, qui sont calculées en fonction de la taille de leur activité, mais aussi d'un niveau plancher de fonds propres.

Cette clarification du cadre réglementaire américain des *stablecoins* pourrait se traduire par une accélération de la croissance du marché de nature à renforcer la demande pour le dollar, en particulier dans les pays émergents, et plus largement dans le monde, par des régimes d'équivalence ou d'autres accords bilatéraux.

La croissance rapide des *stablecoins* adossés au dollar, encouragée par la nouvelle administration américaine, ne doit pas se faire au détriment de la souveraineté monétaire européenne. Dans ce contexte, les projets de monnaie numérique de banque centrale (MNBC) interbancaire et l'euro numérique

⁷⁸ [US digital asset strategy and the European response - European Parliament June 2025](#) [US digital asset strategy and the European response - European Parliament June 2025](#)

sont la priorité de l'Eurosystème. Parallèlement, l'émergence d'initiatives sur des registres distribués (*distributed ledger technologies*, DLT) en euros dont des émissions de *stablecoins* et des projets de tokenisation nécessitent un suivi attentif, en collaboration étroite avec les acteurs du marché, notamment au regard de leurs potentielles applications transfrontalières.

1.4 Les risques cyber et le risque climatique demeurent prégnants, renforcés par le recul des initiatives multilatérales

L'évolution du contexte géopolitique pourrait conduire à une recrudescence des cyberattaques

Le nombre de cyberattaques semble s'être stabilisé en 2024, mais la menace persiste. La numérisation croissante, avec le recours aux prestations de services externes et l'évolution du contexte géopolitique pourraient conduire à une recrudescence des cyberattaques. En effet, entre 2021 et le début de l'invasion russe de l'Ukraine en 2022, le nombre de cyberincidents rendus publics recensés annuellement au niveau mondial, tous secteurs d'activité confondus⁷⁹, illustrent la corrélation positive entre intensification des tensions géopolitiques et intensification de la menace.

Le 28 avril 2025, une panne de courant majeure a frappé la péninsule ibérique engendrant un cyber incident généralisé. La cause principale de la panne de courant fut une défaillance en cascade, exacerbée par des faiblesses structurelles du réseau, des lacunes limitant le stockage d'énergie et une inertie réduite due à l'intégration croissante des énergies renouvelables. Cette panne de courant a engendré des conséquences pour l'ensemble des secteurs dont la paralysie des transports, des télécommunications, des industries (automobile, chimie) et du commerce. Les pertes financières sont difficiles à chiffrer et sont estimées entre 400 millions d'euros⁸⁰ et 1,6 milliards d'euros⁸¹. Le secteur financier a subi une paralysie généralisée : les systèmes de paiement numérique, les distributeurs automatiques de billets et la banque en ligne sont devenus inopérants. La panne a entraîné une baisse de 55% des achats par carte bancaire, soit une perte d'environ 400 millions d'euros selon le ministère de l'Économie espagnol qui estime que l'impact économique total de la panne pourrait atteindre 800 millions d'euros⁸². Concernant les assureurs espagnols, leurs pertes financières s'élevaient entre 100 et 300 millions d'euros⁸³, néanmoins ils ont été confrontés à une forte pression opérationnelle en raison d'un volume exceptionnel de sinistres. Cependant, la reprise de l'approvisionnement électrique a été rapide, avec plus de 99% du réseau rétabli dès le lendemain matin. Cet événement met en évidence la nécessité de préparation du système financier (alimentation électrique de secours, connectivité des infrastructures critiques, plan de continuité d'activité) afin de renforcer sa résilience face à un événement systémique.

Les établissements bancaires européens auraient été touchés par près de la moitié des cyberattaques visant le secteur financier européen entre 2023 et 2024. L'Agence européenne pour la cybersécurité (Enisa) a analysé 432 cyberattaques rendues publiques ayant visé le secteur financier, principalement européen, entre janvier 2023 et juin 2024⁸⁴. Les établissements bancaires sont ceux qui ont été les plus fréquemment touchés, avec 46 % des cyberattaques observées, suivis par les organisations publiques liées à la finance (13 %) et les clients d'entités financières (10 %), généralement victimes de campagnes d'ingénierie sociale à thématique financière. Concernant

⁷⁹ Cyber Events Database - Center for International Security Studies at Maryland

⁸⁰ [Valoración del impacto económico del apagón del día 28 de abril | CaixaBank Research](#)

⁸¹ [Garamendi \(CEOE\) cifra en el 0,1 % del PIB el impacto del apagón](#)

⁸² [Economía cifra en 400 millones el impacto directo del apagón en compras - EFE](#)

⁸³ [Panne géante en Espagne : quelles leçons pour les paiements par carte et sur mobile ? | Les Echos](#)

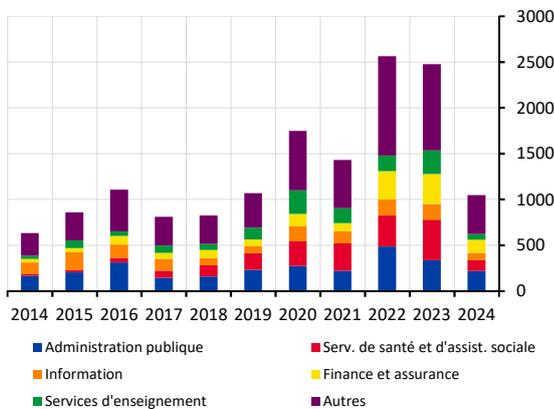
⁸⁴ [ENISA Threat landscape: Finance sector](#)

la typologie de ces cyberattaques, 46 % d'entre elles sont des attaques par déni de service distribué (DDoS), suivies par les exfiltrations de données (15 %). Les attaques par rançongiciel représentent 10 % des cyberattaques et ont principalement affecté les fournisseurs de services (29 %) et les organismes d'assurance (17 %), avec des impacts incluant des pertes financières (38 %), une exposition de données (35 %) et des perturbations opérationnelles (20 %). En France, 144 cyberattaques par rançongiciel ont été dénombrées par l'ANSSI en 2024, tous secteurs d'activité confondus⁸⁵.

L'entrée en application en janvier 2025 du règlement européen DORA⁸⁶ constitue une étape réglementaire significative visant à renforcer la résilience du système financier européen face à la menace cyber. Ce règlement impose aux entités financières la notification des incidents majeurs qu'elles rencontrent, notamment les cyberincidents, de procéder à des tests de résilience opérationnelle, incluant des tests d'intrusion avancés pour les entités les plus critiques, et introduit un dispositif de surveillance des prestataires informatiques les plus utilisés par les entités financières européennes. Cette initiative s'ajoute aux dispositifs de coordination au niveau national (Groupe de Place Robustesse, piloté par la Banque de France), européen (développement d'un cadre paneuropéen de gestion des cyberincidents, EU-SCICF) et international (protocole de coordination CIRP du *Cyber Expert Group* du G7), visant à améliorer le partage d'informations, à s'entraîner à la gestion de crise dans le cadre d'exercices conjoints et à accroître la cyber-résilience du secteur financier. Dans une perspective de renforcement de la résilience et de préparation face au risque cyber, des *stress tests* rigoureux sont indispensables. Leur élaboration nécessite de définir avec précision les objectifs poursuivis, de cartographier les canaux de propagation des risques à travers le système, de prioriser les scénarios les plus sévères, d'intégrer la complexité des interconnexions entre les acteurs et de combiner des analyses micro et macroéconomiques pour obtenir une vision globale de la résilience du secteur financier face à la menace cyber⁸⁷.

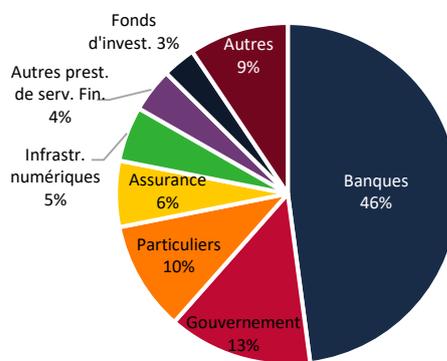
Graphique 1.64 : Nombre d'incidents cyber ayant impacté le secteur financier dans l'Union européenne ou les pays voisins

x : axe temporel / y : nombre de cyber incidents



Source : ENISA Threat Landscape: Finance Sector.

Graphique 1.65 : Répartition des cyberattaques par type d'entités du secteur financier européen



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

Source : ENISA Threat Landscape: Finance Sector.

⁸⁵ ANSSI - Panorama de la menace 2024

⁸⁶ Digital Operational Resilience Act (DORA)

⁸⁷ Cyber resilience stress testing from a macroprudential perspective

L'évaluation des conséquences du changement climatique et de la dégradation de la nature confirme la forte matérialité des risques liés à l'inaction

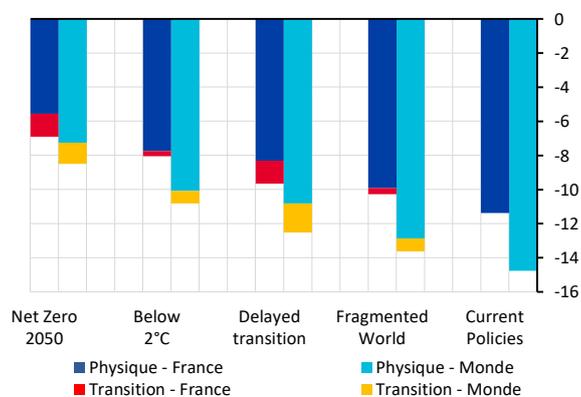
En novembre 2024, le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS) a mis à jour ses scénarios à long-terme (phase V), permettant une évaluation plus fine des impacts du changement climatique sur l'économie. En intégrant l'effet d'une plus grande variété de phénomènes climatiques, ainsi que leur persistance, les scénarios multiplient les impacts économiques associés au changement climatique par deux à quatre selon les scénarios.

Les dernières projections renforcent ainsi le bien-fondé des politiques d'atténuation. 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 %⁸⁸. Ce coût économique est supérieur à celui de toutes les trajectoires d'atténuation modélisées par le NGFS, même désordonnées⁸⁹ ; dans le cas d'un scénario de transition ordonnée (« net zero 2050 »), les pertes pour le PIB mondial seraient ainsi réduites à - 8,5 points. Sur ces -8,5 points de PIB, -7,3 points sont liés aux impacts physiques du changement climatique déjà à l'œuvre, et à peine -1,2 points sont liés aux politiques de transition. Au niveau mondial, les politiques de transition coûtent ainsi 1,2 point de PIB, mais économisent (15-8,5) 6,5 points, un différentiel appelé à s'accroître dans la seconde partie du siècle.

Le dernier millésime des scénarios à long terme nous montre qu'une moindre coordination des politiques de transition au niveau international et un retard dans leur mise en œuvre augmentent les coûts et risques associés à la transition et aux risques physiques⁹⁰. La divergence des ambitions entre pays entraîne également des coûts supplémentaires, mais reste préférable d'un point de vue mondial à la continuité des politiques actuelles⁹¹.

Graphique 1.66 – Impacts sur le PIB des risques physiques et de transition dans cinq scénarios de long terme du NGFS

x : scénario par zone géographique / y : impact en % du PIB



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 ».

Sources : NGFS, Banque de France.

⁸⁸ L'impact des changements graduels associés au changement climatique sur l'économie (les risques physiques chroniques) ont notamment été fortement réévalués à la hausse (impacts multipliés par deux). Ils sont mesurés par rapport à un scénario théorique sans réchauffement ni politiques de transition.

⁸⁹ Tout scénario de transition, même désordonné, contribue à réduire ces impacts, et d'autant plus à un horizon au-delà de 2050.

⁹⁰ Le coût mondial et français de la transition se retrouve supérieur de près de 1 point de PIB dans le scénario d'une transition retardée et désordonnée (« *delayed transition* ») par rapport à un scénario d'ambition comparable, mais où la transition se produit de façon progressive et coordonnée (« *below 2°C* », cf. graphique 1.71).

⁹¹ Dans le scénario à long-terme *fragmented world*, les pays ayant des cibles de neutralité carbone les atteignent à 80 %, et ceux qui n'en ont pas restent dans le cadre de leurs politiques actuelles. Le progrès technologique est en outre plus lent et fragmenté. Cela entraîne un niveau de réchauffement proche du scénario politiques actuelles, mais qui reste inférieur, tout comme les impacts sur le PIB (graphique 1.71).

Les scénarios à 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. Le scénario *sudden wake-up call* montre que retarder la mise en œuvre de politiques de transition ambitieuses de seulement trois ans, puis les mettre en œuvre de manière brutale et non coordonnée conduirait à un impact de -1,3 % sur le PIB mondial. Une transition graduelle et immédiate, réexploitant les revenus des taxes carbone dans les investissements verts, limiterait l'impact à -0,5 % du PIB. (*highway to Paris*)⁹².

L'état actuel du climat génère déjà des risques conséquents à court terme, comme l'illustre le scénario *disasters and policy stagnation*, qui modélise l'impact d'événements climatiques extrêmes à l'échelle régionale. Dans la variante régionale Europe, une combinaison extrême de vagues de chaleur, de sécheresse et de feux de forêt (périls « secs ») conduirait à une baisse du PIB dans l'Union européenne de -4,8% (- 7,4% dans le cas de la France, particulièrement vulnérable aux périls secs), associé à + 0.5 p.p d'inflation. Si une combinaison de tempêtes et d'inondations (périls « humides ») survenait l'année suivante, la perte serait moindre, mais le PIB européen serait toujours 3,3 points de pourcentage en-dessous de son niveau de référence. Les régions les plus intensément touchées – dans leurs variantes régionales respectives – seraient respectivement l'Afrique pour les périls « secs » (- 12,5 points de PIB), et l'Asie pour les périls « humides » (- 6,3 points). L'impact sectoriel et financier serait différencié selon les périls (cf. chapitre 2, encadré 2.1).

Le scénario *diverging realities* met également en évidence que les risques physiques peuvent accroître les risques de transition, notamment via une perturbation des chaînes de valeur.⁹³ En effet, les perturbations des chaînes d'approvisionnement en matières premières critiques augmenteraient le coût de la transition au niveau mondial⁹⁴.

Au-delà des évaluations des conséquences du changement climatique, de récentes études montrent également que la dégradation de la nature⁹⁵ présenterait des risques pour l'économie et pour la stabilité financière. L'existence de tels risques se déduit de la forte dépendance des acteurs économiques (et donc de ceux qui les financent) aux services fournis par la nature⁹⁶. S'agissant du stress hydrique par exemple, la BCE⁹⁷ montre que, dans le cas d'une sécheresse extrême mais plausible (avec une période de retour de vingt-cinq ans), près de 15 % de la production économique européenne serait menacée. Ce chiffre monte à environ 25% en France dans l'agriculture, par exemple. L'étude de la BCE montre également que plus de 34 % de l'encours

⁹² Ces chocs doivent être interprétés en écart par rapport à un scénario de référence incluant les politiques déjà inscrites dans le droit, si elles sont soutenues par des instruments effectifs de politique publique. Ainsi, en Europe et en France, l'objectif de réduction de 55 % des émissions fixé par le paquet *Fit for 55* est intégré à la *baseline*, ce qui se traduit par des impacts moins défavorables dans les scénarios : jusqu'à -0,15 point de PIB pour *sudden wake-up call* en 2027, et + 0,21 point pour *highway to Paris*.

⁹³ Le scénario de court-terme *diverging realities* du NGFS fait ainsi l'hypothèse que plusieurs régions du monde – l'Amérique du Sud, l'Afrique, une partie de l'Asie – seraient touchées par une séquence d'événements climatiques extrêmes, dont les effets se propageraient à l'échelle mondiale par le biais des échanges commerciaux et des liens financiers.

⁹⁴ Si le choc originel diffère dans son origine et dans son intensité des mesures commerciales observées aujourd'hui, ce scénario permet d'en illustrer les conséquences. En 2029, le PIB de l'Amérique du Nord serait ainsi inférieur de 0.75 points dans le scénario *diverging realities* par rapport à celui d'une transition ordonnée (*highway to Paris*), un impact essentiellement porté par un choc commercial capturant des difficultés d'exportations de minéraux critiques depuis les marchés émergents

⁹⁵ Terme défini par l'IPBES, équivalent du GIEC sur le sujet, comme « le monde naturel, et plus particulièrement la diversité des organismes vivants, leurs interactions entre eux et avec leur environnement ». La nature comprend la biodiversité et le climat sans y être limitée.

⁹⁶ Ces services, appelés « services écosystémiques », comprennent notamment des services d'approvisionnement en nourriture et matières premières, mais aussi de régulation (lutte contre l'érosion des sols, séquestration du dioxyde de carbone ...), culturels, de support (formation des sols, pollinisation...). Millenium Ecosystem Assessment (2005), repris par NGFS (2024), [Nature-related Financial risks : A Conceptual framework to guide action by central banks and supervisors](#)

⁹⁷ BCE (2025). [The European economy is not drought-proof](#)

nominal total des prêts accordés par 2 500 banques de la zone euro à des sociétés non financières⁹⁸ - soit plus de 1 300 milliards d'euros - sont actuellement accordés à des secteurs exposés à un risque élevé de pénurie d'eau.

Des travaux de recherche sont encore nécessaires pour mieux comprendre l'impact de la dégradation de la nature, et parvenir à élaborer des scénarios financiers qui seraient l'équivalent des scénarios climat du NGFS. C'est dans cette optique que la Banque de France a récemment annoncé le lancement d'un consortium de modélisation⁹⁹ voué à renforcer les capacités de modélisation des acteurs académiques et des institutions économiques françaises, dont l'objectif est de mieux évaluer les effets de la dégradation de la nature sur l'activité économique et la stabilité financière, ainsi que l'impact de l'activité économique sur cette dégradation. Le consortium se fondera notamment sur les travaux pionniers du NGFS. Celui-ci a déjà publié un rapport posant les bases de l'élaboration de scénarios nature et poursuit ses efforts dans ce domaine en se focalisant sur l'élaboration de solutions concrètes pour dépasser les limites des outils de modélisation climat actuellement disponibles¹⁰⁰.

⁹⁸ Analyse réalisée au niveau sectoriel, BCE (2025), id.

⁹⁹ Projet de recherche pluriannuel résultant d'un partenariat entre la Banque de France et les laboratoires du Crest, de Polytechnique, du Cired, de PSE (i-MIP), ainsi que la Fondation pour la recherche sur la biodiversité.

¹⁰⁰ Limites à entendre dans le contexte des spécificités de la nature (absence de métrique unique comme l'équivalent CO2, non-substituabilité du capital naturel...).

2. Évaluation du risque de correction des portefeuilles des institutions financières françaises dans le cadre de scénarios de transition bas carbone

Auteurs¹⁰¹ : Tristan Jourde, Sofia Ruiz Romanos, Dilyara Salakhova, Fulvio Pegoraro, Paul Champey, Léopold Gosset, Xavier Jacquemier, Pierre Sola

Le changement climatique ne constitue pas seulement un défi environnemental, mais également un risque pour la stabilité économique et financière. Face à l'accélération du réchauffement planétaire, dont les signes sont désormais tangibles¹⁰², et au regard de l'insuffisance des efforts internationaux de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES)¹⁰³, le système économique et financier est exposé à un risque climatique accru, tant physique que de transition. Le risque physique peut résulter de catastrophes naturelles plus fréquentes et sévères, et le risque de transition d'une mise en œuvre accélérée ou désordonnée de politiques climatiques visant à réduire les émissions de GES, de l'émergence de ruptures technologiques ou d'un changement soudain des préférences environnementales des agents économiques (consommateurs, entreprises ou investisseurs). De tels développements pourraient entraîner des corrections brutales sur les marchés financiers et une dévalorisation des portefeuilles détenus par les institutions financières.

L'incertitude politique entourant la transition climatique renforce ce risque financier. Malgré le consensus scientifique et l'aggravation des impacts physiques du climat, l'orientation future des politiques climatiques demeure incertaine. Cette ambiguïté entrave la planification stratégique des entreprises et alimente l'instabilité du cadre d'investissement durable des institutions financières. Aux États-Unis, l'administration fédérale est revenue sur son programme de lutte contre le changement climatique, favorisant les investissements dans les combustibles fossiles au détriment des technologies à faibles émissions¹⁰⁴. En Europe, les réglementations climatiques ambitieuses sont réévaluées à l'aune d'une compétitivité industrielle accrue, créant une incertitude quant à la vitesse et au coût réels de la transition¹⁰⁵. Si l'objectif de simplification est bienvenu, un juste équilibre doit être trouvé, notamment pour préserver les avancées de la directive relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (directive CSRD)¹⁰⁶. En outre, des événements géopolitiques récents ont entraîné une volatilité persistante des prix de l'énergie et ont conduit certains pays à privilégier temporairement leur sécurité énergétique au détriment d'une action climatique

¹⁰¹ Ce chapitre a bénéficié des suggestions et contributions d'Agnès Bénassy-Quéré, Jean Boissinot, Clémence Charavel, Frédéric Guével, François Haas, Jonas Heipertz, Lisa Kerdelhué, Rémy Lecat, Etienne de L'Estoile, Yann Marin, Tarik Mouakil, David Nefzi, Thibaut Piquard et Floris Van Dijk.

¹⁰² La température moyenne de la surface terrestre au cours de la période janvier-septembre 2024 a atteint le seuil de 1,5 °C au-dessus de la moyenne préindustrielle, et la décennie 2015-2024 est la plus chaude jamais enregistrée. World Meteorological Organisation (2024), [State of the Climate Report](#).

¹⁰³ Les projections indiquent seulement une diminution de 4 % des émissions mondiales de GES d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 2019, ce qui est nettement inférieur aux réductions de 28 % et 42 % nécessaires pour s'aligner respectivement avec les scénarios à 2 °C et à 1,5 °C. United Nations Environment Programme (2024), [Emissions Gap Report](#), octobre.

¹⁰⁴ Voir, par exemple, « [Trump's 100 days of upending climate policy](#) », *The New York Times*.

¹⁰⁵ [Législation omnibus de l'Union européenne](#)

¹⁰⁶ [Banque de France \(2025\)](#), « Une approche européenne de la simplification : éviter trois idées fausses et proposer quelques jalons concrets », avril.

immédiate¹⁰⁷. Si une hausse des prix des énergies fossiles peut, à court terme, renforcer le signal prix en faveur de la transition, sa brutalité et son instabilité génèrent de l'incertitude pour les investisseurs. Ces incertitudes peuvent accroître le coût du capital pour les projets verts et ralentir la nécessaire transition vers une économie bas carbone, augmentant ainsi le risque pour la stabilité financière¹⁰⁸.

Dans ce contexte, il est essentiel pour les autorités de supervision et les institutions financières d'anticiper les effets du risque climatique sur les marchés financiers et les portefeuilles d'actifs. Pour ce faire, les indicateurs prospectifs de risque climatique constituent des outils précieux. Les indicateurs climatiques traditionnels, qui se concentrent souvent sur l'exposition des institutions financières aux actifs à forte intensité carbone en matière de risque de transition¹⁰⁹, donnent une estimation du risque à une date donnée, qui peut évoluer dans le temps. Ils ne fournissent pas de quantification monétaire directe du risque de correction pour les portefeuilles financiers¹¹⁰. Or le risque climatique commence seulement à se matérialiser et ne fera que s'intensifier dans les prochaines années. Pour développer des indicateurs prospectifs, il est nécessaire de s'appuyer sur des scénarios climatiques intégrant des trajectoires de politique climatique, d'émissions et de températures différenciées, afin de projeter l'impact potentiel de la transition bas carbone ou du réchauffement climatique sur la valeur des actifs et la stabilité financière dans son ensemble. De tels indicateurs peuvent faciliter une gestion proactive du risque et une prise de décision éclairée par les pouvoirs publics¹¹¹.

Ce chapitre présente un nouvel indicateur de risque de transition prospectif pour les portefeuilles de marché du secteur financier français. Cet indicateur est fondé sur une modélisation de l'évolution des revenus sectoriels en réponse à la transition climatique, issue des scénarios du Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, NGFS)¹¹². En projetant l'évolution des revenus des entreprises selon la répartition sectorielle de leurs chiffres d'affaires, cette approche permet d'identifier de manière prospective les vulnérabilités climatiques à l'échelle microéconomique. L'analyse s'appuie ainsi sur des données granulaires au niveau des entreprises, permettant une évaluation fine des impacts potentiels de la transition (hors risque physique) sur les revenus, les valorisations et, in fine, les portefeuilles des institutions financières. Cette approche par les revenus complète les approches existantes fondées sur les coûts – qui modélisent l'impact

¹⁰⁷ Plusieurs pays de l'Union européenne, dont l'Allemagne, la Finlande, les Pays-Bas, l'Italie, la République tchèque ou la Hongrie, ont prolongé la durée de vie des centrales à charbon, remis en service des centrales fermées ou levé les plafonds de production existants. [International Energy Agency \(2022\)](#), *Coal 2022*, décembre.

¹⁰⁸ [Calthrop \(E.\) \(2022\)](#), « Energy crises makes public banks even more important », European Investment Bank, novembre.

¹⁰⁹ Par exemple, les indicateurs climatiques de risque de transition publiés par la Banque centrale européenne, tels que l'intensité carbone moyenne pondérée (WACI), la concentration de l'exposition, etc. Banque de France (2023), « [La BCE publie de nouveaux indicateurs statistiques relatifs au climat afin de remédier aux lacunes en matière de données climatiques](#) », janvier.

¹¹⁰ Par exemple, [Jourde \(T.\) et Kone \(K.\) \(2023\)](#), « L'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques de transition », *Bulletin de la Banque de France*, n°248, octobre.

¹¹¹ Par exemple, la dimension transition de l'[indicateur climat](#) de la Banque de France pour les entreprises, déjà déployée dans cinq secteurs et ayant couvert en 2024 plus de 1 000 unités légales en France, évalue l'alignement d'une entreprise avec une trajectoire bas carbone cohérente avec l'accord de Paris. L'indicateur climat a également vocation à couvrir la dimension adaptation au risque physique lié au changement climatique et évalue l'exposition de toutes les entreprises du territoire métropolitain aux aléas climatiques dans l'ensemble des secteurs d'activité. Bien qu'il puisse potentiellement être utilisé par les institutions financières ou les superviseurs à des fins d'évaluation du risque financier associé au changement climatique, cet indicateur n'est pas mobilisé dans le cadre de la présente analyse.

¹¹² Pour une présentation de ces scénarios, cf. « Chapitre transverse ».

d'un prix du carbone plus élevé sur les marges des entreprises¹¹³–, en intégrant les évolutions de la structure de production sectorielle induites par les préférences des consommateurs, les ruptures technologiques et les interventions politiques. Dans l'ensemble, l'approche par les revenus développée dans ce chapitre fournit une vision plus complète des risques et occasions associés à la transition bas carbone. Il convient toutefois de souligner que l'approche présentée se limite au risque de réévaluation des valorisations de marché (actions et obligations) et ne prend pas en compte d'autres canaux potentiels de transmission des chocs climatiques au secteur financier, tels que le risque de crédit ou de souscription.

L'analyse de cet indicateur met en évidence que la transition vers une économie bas carbone constitue un risque financier si elle est retardée et mise en œuvre de façon abrupte. Les marchés boursiers apparaissent plus sensibles aux chocs climatiques que les marchés obligataires, en raison de la nature plus volatile de leurs valorisations. Si le risque de correction reste modéré en moyenne, certains secteurs, notamment celui des combustibles fossiles, sont exposés à des pertes en capital significatives et pourraient devenir des actifs échoués (*stranded assets*). Pour les intermédiaires financiers, le niveau de risque dépend fortement de la composition sectorielle, géographique et par classe d'actifs de leurs portefeuilles. Les fonds d'investissement concentrent une part importante de ce risque, en raison de leur exposition élevée aux actions et d'une forte concentration sectorielle dans certains cas. Ces chocs peuvent ensuite se propager aux autres acteurs financiers, en particulier les organismes d'assurance, par la détention de parts de fonds. Par ailleurs, des effets d'amplification peuvent se manifester si les investisseurs réagissent au choc initial en réévaluant l'intensité du risque climatique et en liquidant certaines positions, déclenchant des ventes en cascade qui accentuent la baisse des prix et dégradent la liquidité sur les marchés.

Le retard accumulé dans la mise en œuvre de politiques de transition alignées avec les objectifs de l'accord de Paris expose le secteur financier à un risque climatique physique croissant. Même si le risque physique se matérialisera essentiellement à moyen terme, son potentiel de déstabilisation du système financier est important. C'est notamment ce que montrent les scénarios à court terme du NGFS qui explorent, entre autres, les impacts d'événements climatiques extrêmes mais plausibles sur les marchés financiers. Ce risque physique affectera particulièrement certains secteurs, tels que l'agriculture, la construction, la production et la distribution d'électricité ou les transports terrestres, avec des conséquences très hétérogènes selon les régions¹¹⁴. Le retard dans la transition aggrave le risque physique, soulignant l'urgence de renforcer les cadres d'évaluation et de gestion du risque climatique au sein des institutions financières. Si l'ampleur des pertes potentielles liées à une transition désordonnée peut paraître limitée, leur combinaison avec d'autres chocs climatiques ou économiques constitue une vulnérabilité majeure pour le système financier.

¹¹³ Par exemple, les *stress tests* climatiques de la Banque centrale européenne (Alogoskoufis et al. 2021 ; Emambakhsh et al. 2023) et l'exercice européen d'ajustement à l'objectif 55 (Autorités européennes de surveillance et Banque centrale européenne, 2024). Cette approche reposant sur les coûts opérationnels des entreprises présente l'avantage d'intégrer des données plus détaillées afin de mieux refléter la réalité économique des entreprises et leur exposition au risque de transition. Cependant, elle repose sur des hypothèses supplémentaires, notamment la trajectoire de décarbonation de l'entreprise, qui dépend du niveau de la taxe carbone, ainsi que l'élasticité-prix de la demande, qui influence la capacité des entreprises à répercuter cette taxe sur leurs clients.

[Alogoskoufis \(S.\), Dunz \(N.\), Emambakhsh \(T.\), Hennig \(T.\), Kaijser \(M.\), Kouratzoglou \(C.\), Muñoz \(M. A.\), Parisi \(L.\) et Salles \(C.\) \(2021\)](#), « ECB economy-wide climate stress test: Methodology and results », ECB Occasional Paper, n°281, septembre.

[Emambakhsh \(T.\), Fuchs \(M.\), Kordel \(S.\), Kouratzoglou \(C.\), Lelli \(C.\), Pizzeghello \(R.\), Salles \(C.\) et Spaggiari \(M.\) \(2023\)](#), « The road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy », ECB Occasional Paper, n°328.

[Autorités européennes de surveillance et Banque centrale européenne \(2024\)](#), « One-off Fit for 55 climate risk scenario analysis ».

¹¹⁴ Le scénario disasters and policy stagnation prévoit que des chocs physiques pourraient entraîner des pertes de produit intérieur brut (PIB) d'environ 5 % en Europe, 6 % en Asie et 12,5 % en Afrique. Pour plus de détails sur ces scénarios, cf. encadré 2.1.

2.1. Risque de correction des actifs financiers

Construction de l'indicateur prospectif de risque climatique de transition

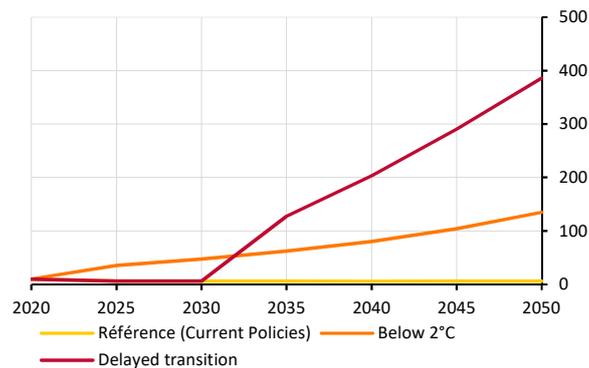
L'indicateur prospectif de risque climatique de transition repose sur des projections économiques à l'échelle sectorielle issues des scénarios climatiques à long terme développés par le NGFS. Ces scénarios, de nature hypothétique, fournissent un cadre de référence commun pour analyser les trajectoires possibles d'évolution des politiques climatiques et des technologies bas carbone, ainsi que leurs effets potentiels sur l'économie. Trois scénarios sont considérés, couvrant un éventail de futurs plus ou moins risqués en matière de transition (cf. graphique 2.1)¹¹⁵ :

- **Un scénario de référence**, qui reflète uniquement les politiques climatiques actuelles et ne modélise pas de renforcement de leur rigueur (absence de risque de transition). Un tel scénario conduirait à un réchauffement de 3,2 °C en moyenne. Néanmoins, les projections utilisées dans cet exercice ne prennent pas en compte les impacts économiques et financiers du risque physique associé.
- **Un scénario *below 2 °C***, caractérisé par une transition ordonnée au cours de laquelle la rigueur des politiques climatiques s'accroît progressivement, ce qui correspond à une probabilité de deux tiers de limiter le réchauffement de la planète à moins de 2 °C (risque de transition modéré). Ce scénario conduit à une perte du produit intérieur brut (PIB) mondial de 0,7 % par rapport au scénario de référence à l'horizon 2045.
- **Un scénario *delayed transition***, de transition soudaine et retardée, dans lequel des mesures drastiques sont prises tardivement pour limiter le réchauffement à moins de 2°C (risque de transition élevé), ce qui implique une hausse importante du prix du carbone sur une période réduite. Ce scénario conduit à une perte du PIB mondial de 1,8 % par rapport au scénario de référence à l'horizon 2045.

¹¹⁵ Les données BloombergNEF, utilisées dans cet exercice, sur l'évolution de la demande sectorielle s'appuient sur la [phase III](#) des scénarios NGFS, qui date de septembre 2022. Elles ne prennent donc pas en compte les dernières contributions déclarées ni l'état des progrès depuis 2022. En comparaison, la [phase V](#) (publiée en décembre 2024) montre des hausses de températures plus importantes et des fenêtres de transition plus étroites pour la plupart des scénarios. Toutefois, étant donné les progrès effectués par les entreprises et les gouvernements entre 2022 et 2024 (par exemple, la loi sur la réduction de l'inflation [Inflation Reduction Act] aux États-Unis, dont le principal volet concerne le climat et le paquet Fit for 55 dans l'Union européenne), les effets relatifs de la transition sur le PIB ressortent légèrement plus limités dans la phase V par rapport à la phase III.

Graphique 2.1 : Projection du prix implicite d'une tonne de CO₂ en dollar

x : axe temporel / y : US\$2010/t CO₂



Note : Le prix implicite d'une tonne de carbone est une moyenne pondérée globale des prix des différentes régions. Il représente le coût marginal de la réduction d'émissions de gaz à effet de serre (GES), et constitue un indicateur de l'ambition et de l'efficacité des politiques climatiques pour chaque scénario.

Source : NGFS Phase III ¹¹⁵

Les scénarios de transition utilisés dans cet exercice projettent l'impact de certains chocs climatiques sur les secteurs non financiers, en particulier sur les revenus sectoriels futurs ainsi que sur un ensemble de variables macroéconomiques telles que la croissance et l'inflation. Puis les projections de revenus par secteur d'activité sont combinées aux données de segmentation du chiffre d'affaires des entreprises. Cela permet de générer, pour chaque scénario, des trajectoires de croissance du revenu spécifiques à un grand nombre d'entreprises, en fonction de leur répartition sectorielle.

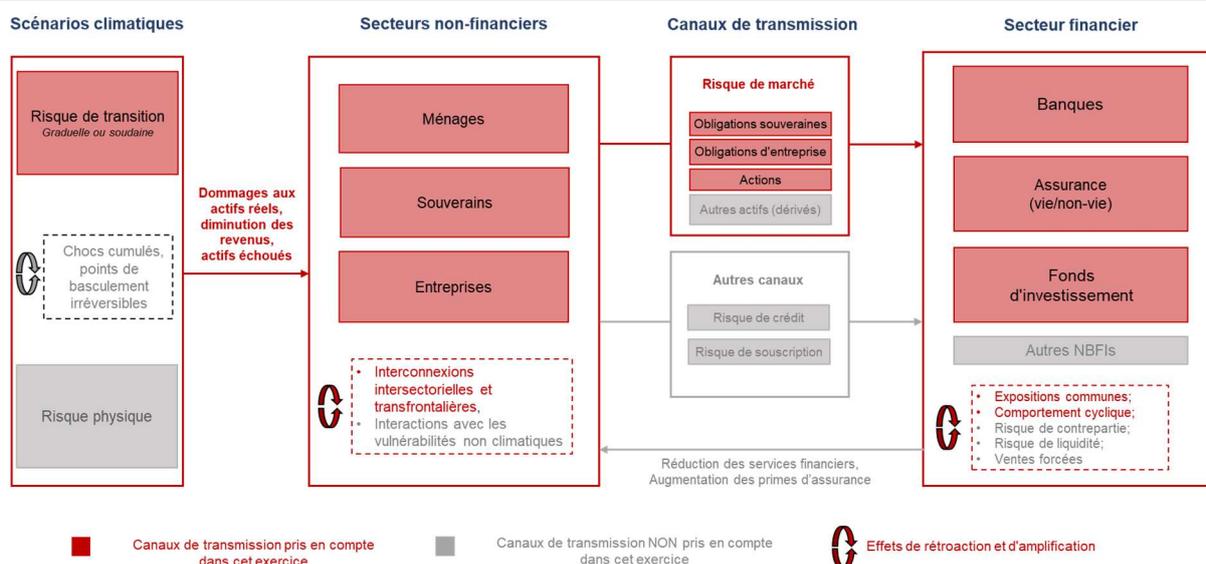
Les trajectoires de revenu des entreprises sont ensuite intégrées dans un ensemble de modèles financiers (cf. annexe méthodologique), afin d'estimer le risque de correction des prix des instruments financiers qu'elles émettent, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations. Pour les actions, les pertes potentielles sont estimées à l'aide d'un modèle d'actualisation des dividendes. On suppose que les investisseurs fondent leurs anticipations de croissance des dividendes sur les trajectoires de revenu du scénario de référence. Le modèle permet alors d'évaluer l'impact d'un ajustement de ces anticipations si les investisseurs se réalignent soudainement avec les trajectoires de revenu projetées dans un scénario de transition. Le modèle intègre également une révision du taux d'actualisation, par une augmentation de la prime de risque spécifique à chaque entreprise, proportionnelle à l'ampleur du choc. Pour les obligations d'entreprise, le *spread* de crédit est modélisé en fonction de trois variables financières clés : le taux d'endettement, la rentabilité et le chiffre d'affaires. La sensibilité de ces variables à la croissance du revenu est estimée empiriquement à partir de données historiques. Cela permet de projeter, pour chaque scénario, l'évolution attendue du *spread* de crédit. Le risque de réévaluation est ensuite déduit de l'écart entre le scénario de transition et le scénario de référence. Pour les obligations souveraines, la sensibilité des taux à la croissance du PIB et des prix est estimée à partir d'un modèle économétrique sur données historiques. Les projections macroéconomiques de croissance et d'inflation issues des scénarios du NGFS sont ensuite utilisées comme intrants du modèle pour évaluer l'impact de la transition sur le rendement et le prix des titres. Tous les résultats sont exprimés en termes d'écart relatif de valorisation par rapport au scénario de référence, de manière à isoler l'effet spécifique d'un choc de transition climatique.

L'exposition des portefeuilles de titres des institutions financières françaises au risque de correction est évaluée à partir des bases de données de la Banque de France et de l'Eurosystème. Les détenteurs d'actifs sont regroupés en trois grandes catégories : les établissements de crédit, les organismes d'assurance et les fonds d'investissement. Le risque de correction d'un portefeuille est calculé comme la moyenne pondérée du

risque associé à chaque actif détenu. Les actifs financiers autres que les actions et obligations, notamment les produits dérivés, ne sont pas inclus dans le périmètre de cet exercice.

Cet exercice ne couvre qu'une partie des canaux de transmission des chocs climatiques vers le secteur financier. Premièrement, seul le risque de transition est pris en compte ; le risque physique n'est pas modélisé ici, bien qu'il fasse l'objet d'un encadré spécifique ci-dessous. Deuxièmement, seuls les canaux passant par les marchés financiers sont considérés. Le risque de crédit lié aux portefeuilles de prêts bancaires et le risque de souscription qui affecte le secteur assurantiel ne sont pas inclus¹¹⁶. Enfin, les effets d'amplification au sein du système financier, ainsi que les effets de rétroaction entre secteurs financier et non financier (par exemple, la contraction de l'offre de services financiers ou l'augmentation des primes d'assurance) ne sont que partiellement ou pas du tout intégrés. Le graphique 2.2 récapitule l'ensemble de ces canaux de transmission, en mettant en évidence en rouge ceux qui sont pris en compte dans cet exercice.

Graphique 2.2 : Cadre pour l'évaluation des vulnérabilités économiques et financières liées au climat



Note : Le diagramme du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board, FSB) a été adapté pour refléter les canaux de transmission des chocs climatiques pris en compte par le présent exercice (en rouge) et ceux qui n'ont pas été modélisés (en gris).

Sources : FSB¹¹⁷, Banque de France

Évaluation du risque de marché

Le risque de correction des marchés financiers, estimé au niveau de chaque actif à l'échelle mondiale, apparaît fortement hétérogène, à la fois entre les classes d'actifs et au sein de chaque classe, notamment en fonction de l'affiliation sectorielle des entreprises (cf. graphique 2.3) :

- **Les actions sont les plus exposées au risque de réévaluation.** En moyenne pondérée, les corrections potentielles des marchés boursiers atteignent -6,8 % dans le scénario *delayed transition* et -4,2 % dans le scénario *below 2°C* pour l'ensemble des 26 000 entreprises Tier 1 de l'échantillon, couvrant ainsi l'essentiel des pays et des secteurs à l'échelle mondiale (cf. annexe méthodologique). Soit une

¹¹⁶ Pour une analyse du risque de crédit, voir les *stress tests* de la Banque centrale européenne (Alogoskoufis et al. 2021 ; Emambakhsh et al. 2023) et l'exercice européen *Fit for 55* (2024). Pour une analyse du secteur de l'assurance, voir le *stress test* de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) (2024).

¹¹⁷ [Financial Stability Board](#) (2025), « Assessment of Climate-related Vulnerabilities: Analytical framework and toolkit », janvier.

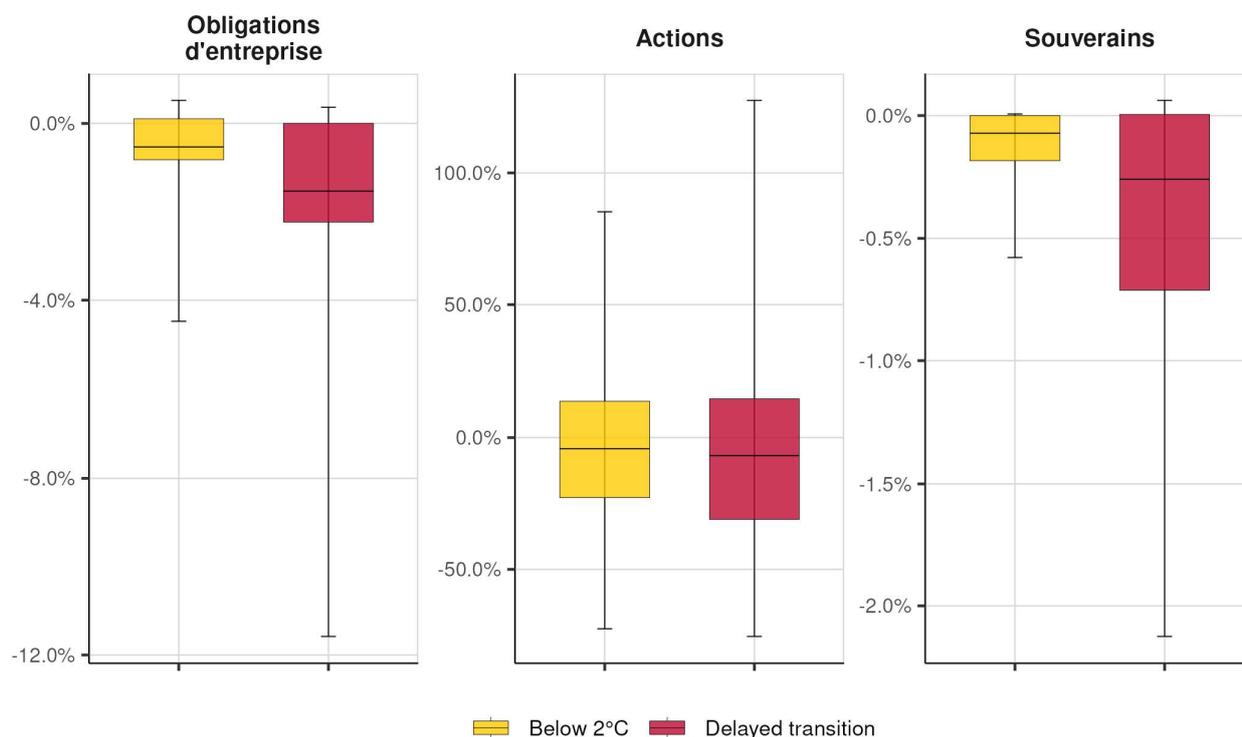
perte estimée à 2 900 milliards d'euros de capitalisation dans le premier scénario, et 1 700 milliards dans le second. La dispersion des pertes est toutefois significative : dans le scénario *delayed transition*, 80 % des entreprises enregistrent une variation de valorisation comprise entre -31 % et +14,5 % ; dans le scénario *below 2°C*, cet intervalle se situe entre -22,5 % et +14 %. Certains cas extrêmes enregistrent des pertes allant jusqu'à -75 % (*delayed transition*) et -72 % (*below 2°C*). Ces dépréciations potentielles pourraient se matérialiser rapidement si les investisseurs ajustaient soudainement leurs anticipations en intégrant ces scénarios de transition. À l'inverse, une incertitude prolongée pourrait entraîner une période de volatilité durable sur les marchés.

- **Les obligations d'entreprise présentent un risque de correction plus limité.** En moyenne, la dépréciation est de -1,5 % dans le scénario *delayed transition* et de -0,5 % dans le scénario *below 2°C*, ce qui correspond à une baisse des encours de 69 milliards et 24 milliards d'euros respectivement.¹¹⁸ Néanmoins, les obligations de certains émetteurs peuvent connaître des pertes allant jusqu'à -11,5 % dans le scénario *delayed transition* et -4,5 % dans le scénario *below 2°C*.
- **Les obligations souveraines sont les moins affectées, avec une dépréciation ne dépassant pas -2,1 %.** En moyenne pondérée, les obligations souveraines enregistrent une perte potentielle de 0,25 % dans le scénario *delayed transition*, soit une perte de valeur de 171 milliards d'euros. Cette correction est principalement liée à l'effet des tensions inflationnistes dans le cadre d'une transition désordonnée, donnant lieu à une hausse des taux et par conséquent une baisse du prix des obligations. Le canal de la détérioration des finances publiques et du risque de solvabilité de la dette souveraine n'est toutefois pas pris en compte dans cet exercice.

¹¹⁸ Les pertes estimées sur les obligations d'entreprise apparaissent en ligne ou inférieures à celles qui sont projetées dans les scénarios de transition à court terme du [NGFS](#) (-1,5 % dans le scénario *sudden wake-up call*) ou de la [BCE](#) (-3 % dans le scénario *late-push transition*). Au-delà des différences liées à la nature et à l'horizon des chocs considérés, cet écart pourrait également s'expliquer par le fait que l'estimation présentée ici intègre la possibilité que certaines entreprises tirent parti de la transition, ce que les autres exercices ne prennent pas en compte en raison de différences méthodologiques.

Graphique 2.3 : Distribution des corrections projetées par classe d'actif

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



Note : Le graphique présente uniquement les 26 000 entreprises Tier 1 disposant d'une segmentation sectorielle du chiffre d'affaires (cf. annexe méthodologique) ainsi que la correction des obligations souveraines de 18 pays. Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. La ligne horizontale dans la boîte représente la moyenne pondérée par la capitalisation boursière (actions) ou par l'encours (obligations). Les extrémités de la boîte représentent les déciles 1 et 9, et les lignes d'extension les centiles 1 et 99.
Sources : NGFS phase III¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

La transition vers une économie à faibles émissions de carbone affectera dans des proportions différentes les principaux secteurs d'activité. Les graphiques 2.4 et 2.5 présentent la distribution du risque de correction pour les actions et les obligations d'entreprise, selon la classification Climate Policy Relevant Sectors (CPRS)¹¹⁹, qui identifie les secteurs les plus exposés aux politiques climatiques :

- **Le secteur des combustibles fossiles est le plus vulnérable dans les deux scénarios.** La correction potentielle moyenne sur les actions dans ce secteur serait de -24 % dans le scénario *delayed transition* et de -20 % dans le scénario *below 2 °C*¹²⁰. Quarante-vingt-dix pour cent des entreprises du secteur sont exposées à une dépréciation, avec des corrections extrêmes allant jusqu'à -87 %. Néanmoins, une minorité d'entreprises (moins de 10 %) pourraient tirer parti de la transition et voir la valeur de leurs

¹¹⁹ La classification CPRS correspond à des regroupements de secteurs d'activité sélectionnés sur la base de leur exposition aux énergies non renouvelables et à l'électricité, en tant que fournisseurs ou consommateurs, et donc de leur exposition potentielle au risque lié à la transition. [Battiston \(S.\), Mandel \(A.\), Monasterolo \(I.\), Schütze \(F.\), et Visentin \(G.\) \(2017\)](#), « A climate stress-test of the financial system », *Nature Climate Change*, n°7 (4), pages 283-288.

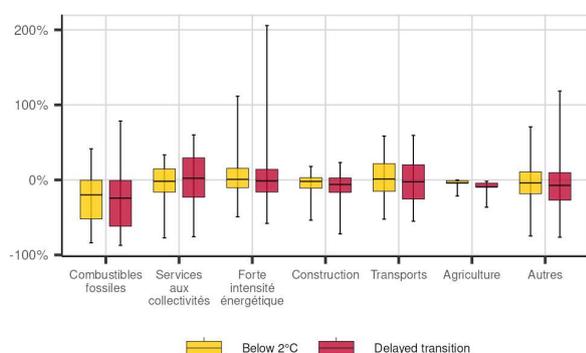
¹²⁰ En comparaison, Allen (T.) et al. (2024) évaluent l'ampleur des pertes en capital pour les actions du secteur pétrolier à plus de 50 %, tandis que la BoC-OSFI (2022) estime que les actions des secteurs du pétrole, du gaz et du charbon pourraient devenir des actifs échoués. [Allen \(T.\), Déés \(S.\), Caicedo Graciano \(C. M.\), Clerc \(L.\), de Gaye \(A.\), Lisack \(N.\), Pegoraro \(F.\) et Rabaté \(M.\) \(2024\)](#), « An analytical framework for assessing climate transition risks: an application to France », *Review of World Economics*, juillet, pages 1-57. [Bank of Canada and Office of the superintendent of financial institutions \(2022\)](#), « Using Scenario Analysis to Assess Climate Transition Risk », Final Report of the BoC-OSFI Climate Scenario Analysis Pilot.

actions progresser jusqu'à +78 %. Ce résultat souligne l'intérêt d'examiner la segmentation du chiffre d'affaires des entreprises, dans la mesure où une minorité d'entreprises du secteur des combustibles fossiles ont déjà pu amorcer leur transition vers des activités à faibles émissions. Les autres secteurs—services aux collectivités¹²¹, transports, agriculture¹²², construction, industries minières et manufacturières à forte intensité énergétique, et secteurs peu exposés à la transition selon la classification CPRS—présentent également une exposition notable. Les variations des valorisations y sont toutefois plus équilibrées.

- **Concernant les obligations d'entreprise, la correction projetée reste modérée dans la plupart des secteurs, à l'exception remarquable des combustibles fossiles, pour lesquels certaines entreprises pourraient enregistrer des pertes allant jusqu'à -34,5 % dans le scénario *delayed transition*, et -6,7 % dans le scénario *below 2 °C*.**

Graphique 2.4 : Distribution par secteur CPRS de la correction projetée des actions

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

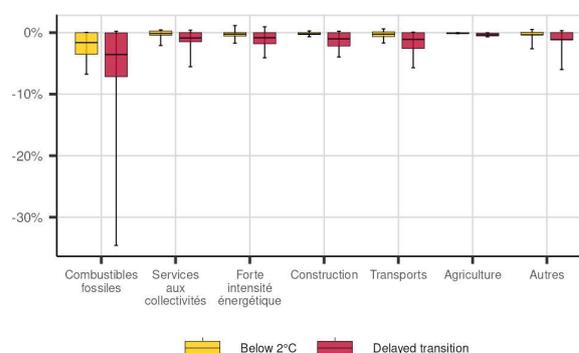


Note : Le graphique présente uniquement les 26 000 entreprises Tier 1 disposant d'une segmentation sectorielle du chiffre d'affaires (cf. annexe méthodologique). Elles sont regroupées au sein de la classification Climate Policy Relevant Sectors (CPRS). Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. La ligne horizontale dans la boîte représente la moyenne pondérée par la capitalisation boursière de l'entreprise émettrice. Les extrémités de la boîte représentent les déciles 1 et 9, et les lignes d'extension les centiles 1 et 99.

Sources : NGFS phase III ¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Graphique 2.5 : Distribution par secteur CPRS de la correction projetée des obligations d'entreprise

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



Note : Le graphique présente uniquement les 26 000 entreprises Tier 1 disposant d'une segmentation sectorielle du chiffre d'affaires (cf. annexe méthodologique). Elles sont regroupées au sein de la classification Climate Policy Relevant Sectors (CPRS). Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. La ligne horizontale dans la boîte représente la moyenne pondérée par l'encours des obligations. Les extrémités de la boîte représentent les déciles 1 et 9, et les lignes d'extension les centiles 1 et 99.

Sources : NGFS phase III ¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Le risque de réévaluation des obligations souveraines apparaît globalement limité, ne dépassant pas -1 % en moyenne, mais varie selon les zones géographiques. L'Irlande, le Canada et l'Autriche figurent parmi les pays les plus sensibles dans un scénario de transition désordonnée, suivis de l'Allemagne, de l'Espagne et de l'Italie (cf. graphique 2.15 en annexe). Ce résultat s'explique en grande partie par les trajectoires différenciées d'inflation projetées dans les scénarios du NGFS, qui varient selon les pays et les horizons de temps. Ces écarts reflètent notamment des niveaux d'exposition différents au risque de transition, en lien avec l'intensité carbone des économies et les progrès déjà effectués en matière de décarbonation. Néanmoins, une transition soudaine pourrait entraîner des pics d'inflation temporaires, susceptibles d'accroître la volatilité des marchés obligataires à court terme. Par ailleurs, si l'ampleur de la correction sur la dette souveraine demeure faible

¹²¹ Ce secteur comprend la production d'électricité, le traitement des eaux et la gestion des déchets.

¹²² Les résultats pour le secteur de l'agriculture sont peu représentatifs car celui-ci est principalement financé par des prêts bancaires, non pris en compte dans cet exercice.

comparée à celle des autres classes d'actifs, le risque de détérioration des finances publiques et de dégradation de la solvabilité n'est pas intégré dans cet exercice. Leur prise en compte pourrait, dans certains cas, accentuer sensiblement le risque de réévaluation, notamment pour les pays déjà confrontés à des contraintes budgétaires ou à une dette élevée.

Encadré 2.1 : Scénarios à court terme, risque physique et correction des marchés

Les scénarios climatiques à long terme sont un outil nécessaire, mais insuffisant pour la prise en compte des effets du risque climatique sur le secteur financier. Le changement climatique étant un phénomène progressif, s'étalant sur plusieurs décennies, de nombreux modèles ont été développés pour simuler les trajectoires d'émissions, les transformations économiques et les impacts physiques à un horizon lointain. Les scénarios du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), ou du NGFS figurent parmi les références les plus utilisées pour éclairer les choix de politiques publiques, technologiques et financiers dans le cadre de l'accord de Paris. En particulier, les scénarios à long terme du NGFS ont été développés pour les besoins des banques centrales et des autorités de supervision. Ils mettent l'accent sur les effets macroéconomiques de différentes trajectoires de transition (progressive ou désordonnée), ainsi que sur les niveaux de risque physique associé. Toutefois, ces scénarios présentent certaines limites lorsqu'il s'agit d'analyser les vulnérabilités du système financier à court terme. Leur horizon temporel étendu tend en effet à lisser certaines dynamiques de transition ou chocs physiques susceptibles d'avoir des effets immédiats sur la stabilité macrofinancière.

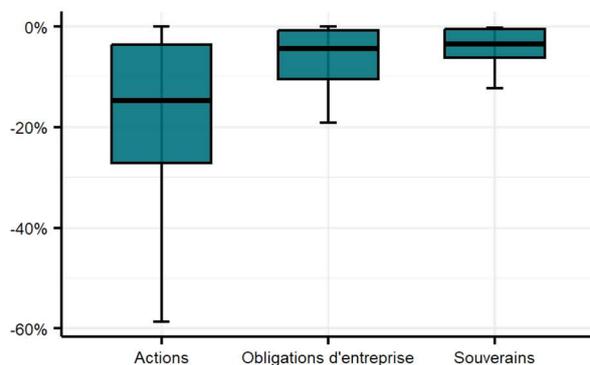
Pour répondre à cette limite, le NGFS a publié en mai 2025 un premier millésime de scénarios climatiques à court terme, construits sur un horizon de cinq ans¹²³. Ces scénarios sont spécifiquement calibrés pour les besoins de la supervision financière, avec des narratifs plus adverses, incluant un ensemble de chocs de transition et de risque physique sur les variables économiques. Ils permettent d'explorer des situations plausibles de stress pour les marchés et les institutions financières, en complément des trajectoires à long terme. La modélisation du risque physique illustre bien cette différence d'approche. Dans les scénarios à long terme, le risque physique est principalement déterminé par la hausse progressive de la température moyenne mondiale, ce qui conduit à un impact limité en début de simulation. À l'inverse, les scénarios à court terme supposent l'occurrence de catastrophes naturelles extrêmes, calibrées sur des statistiques historiques (par exemple, des événements climatiques se produisant en moyenne tous les cinquante ans). Ces chocs sont introduits à des dates précises dans certaines régions afin d'évaluer la réaction des systèmes socio-économiques et des marchés financiers à des événements climatiques aigus.

Les estimations basées sur le scénario de risque physique à court terme *disasters and policy stagnation* (toutes régions confondues) suggèrent que les chocs physiques extrêmes ont un impact plus important sur les prix des actifs que les chocs de transition. En moyenne, les marchés boursiers mondiaux pourraient baisser de 15 % en cas de choc physique aigu au cours des cinq prochaines années (cf. graphique 2.6), contre 3,3 % en moyenne dans le scénario de transition à court terme *sudden wake-up call*. Les impacts varient considérablement selon les secteurs (cf. graphique 2.7) et les pays. En particulier, l'agriculture (-41 %), les biocarburants (-37 %) et la construction (-23 %) seraient fortement touchés en moyenne. Les marchés obligataires sont également vulnérables. Les prix des obligations d'entreprise pourraient chuter de 4 % en moyenne (contre 1,5 % dans le scénario *sudden wake-up call*), avec une grande variabilité entre les pays et les secteurs. Les obligations souveraines sont relativement moins exposées, avec des effets moyens de -3,4 % (contre -0,8 % dans le scénario *sudden wake-up call*), bien que dans certaines juridictions, les pertes pourraient atteindre 12 %.

¹²³ NGFS (2025), « NGFS Short-term Climate Scenarios for central banks and supervisors », mai.

Graphique 2.6 : Distribution par classe d'actifs de la correction projetée dans un scénario de risque physique

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

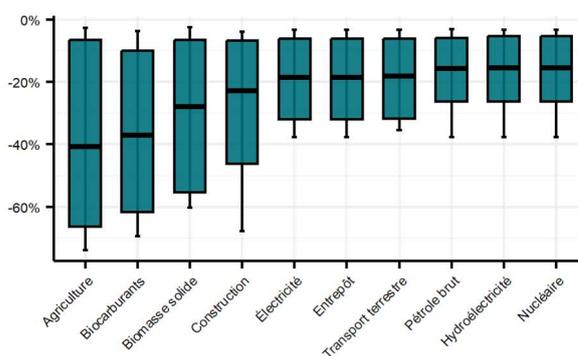


Note : Le graphique illustre la distribution des chocs de marché par classe d'actifs pour l'ensemble des pays et des secteurs couverts par les données du NGFS. Les scénarios du NGFS modélisent les effets combinés de sécheresses, de vagues de chaleur et d'incendies en 2026, suivis d'inondations et de tempêtes en 2027. Les résultats présentés correspondent à l'impact maximal observé pour 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 les centiles 1 et 99.

Source : scénarios à court terme du NGFS « disasters and policy stagnation », données de mai 2025.

Graphique 2.7 : Distribution par secteur de la correction projetée sur les actions dans un scénario de risque physique

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



Note : Le graphique illustre la distribution des chocs sur les actions au sein de chaque secteur du modèle macrosectoriel GEM-E3 des scénarios du NGFS pour l'ensemble des pays couverts. Les scénarios du NGFS modélisent les effets combinés de sécheresses, de vagues de chaleur et d'incendies en 2026, suivis d'inondations et de tempêtes en 2027. Les résultats présentés correspondent à l'impact maximal observé pour 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 les centiles 1 et 99. Les dix pays qui présentent le risque de correction le plus élevé sont affichés.

Source : scénarios à court terme du NGFS « disasters and policy stagnation », données de mai 2025.

Les scénarios à court terme et à long terme sont complémentaires. Les premiers offrent une meilleure visibilité du risque immédiat lié à une transition désordonnée ou à des chocs physiques aigus. Ils sont particulièrement utiles pour les exercices de *stress test* et la supervision financière. En revanche, ils ne permettent pas, à ce stade, d'estimer de manière granulaire le risque de correction pour chaque actif financier (cf. données BloombergNEF), ni d'évaluer l'évolution structurelle du risque physique en fonction des politiques de transition mises en œuvre, une dimension que seuls les scénarios à long terme peuvent appréhender. Une approche intégrée, combinant ces deux échelles de temps, est donc indispensable pour une prise en compte systémique et cohérente du risque climatique dans le secteur financier.

2.2. Réévaluation du portefeuille actuel des institutions financières françaises dans le cadre de scénarios de transition bas carbone

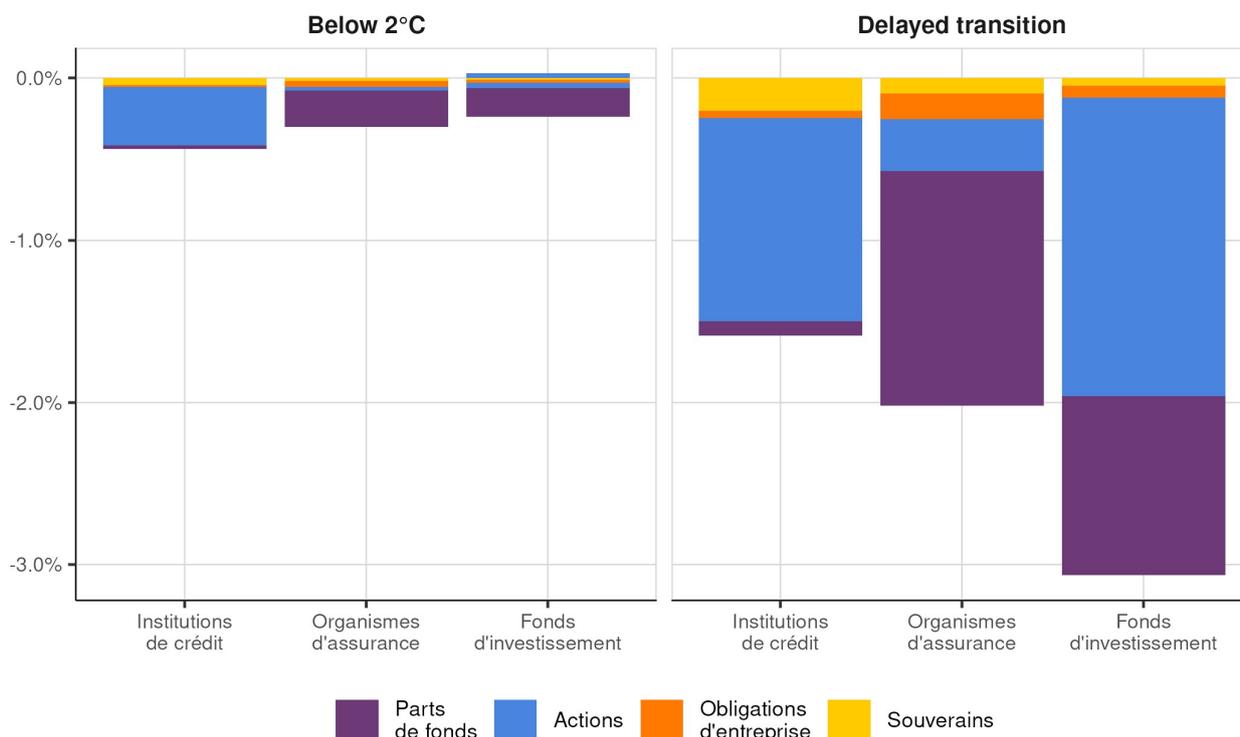
Au niveau agrégé, les investisseurs français sont exposés à un risque de correction modéré mais non négligeable, dans le scénario de transition désordonnée¹²⁴. Certaines catégories apparaissent toutefois plus vulnérables que d'autres (cf. graphique 2.8). Les fonds d'investissement présentent les pertes moyennes les plus importantes (environ -3 % dans le scénario de transition désordonné par rapport au scénario de référence), principalement en raison de la part élevée d'actions dans leurs portefeuilles (cf. graphique 2.12 en annexe), soit une dépréciation des encours sous gestion estimée à 29 milliards d'euros. À l'inverse, les établissements de crédit (-1,5 %, soit 14 milliards d'euros) et les organismes d'assurance (-2 %, soit 28 milliards d'euros) sont moins exposés : leurs portefeuilles sont composés majoritairement d'obligations souveraines et d'obligations d'entreprise (cf. graphiques 2.13 et 2.14 en annexe), des classes d'actifs pour lesquelles le risque de transition estimé est plus limité. La correction potentielle des portefeuilles de titres des organismes d'assurance est toutefois amplifiée par leur exposition indirecte, liée à leur détention importante de parts de fonds d'investissement¹²⁵. Néanmoins, ce risque ne se traduit pas nécessairement par une perte nette, car elle peut être partiellement compensée par une baisse du passif, en particulier des provisions techniques des contrats d'assurance-vie en unités de compte (cf. graphique 2.11).

¹²⁴ Ce risque est calculé comme la moyenne pondérée des pertes potentielles sur les titres détenus, en fonction de leur poids dans le portefeuille global de chaque catégorie d'investisseurs.

¹²⁵ Il convient de noter que cette évaluation porte uniquement sur les portefeuilles de titres, sans intégrer le risque de crédit lié aux prêts bancaires ni le risque de souscription dans le secteur assurantiel.

Graphique 2.8 : Correction moyenne projetée des portefeuilles de titres des intermédiaires financiers français

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



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. Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. Le graphique distingue les principales sources de réévaluation selon les classes d'actifs : parts de fonds, actions, obligations d'entreprise et obligations souveraines.

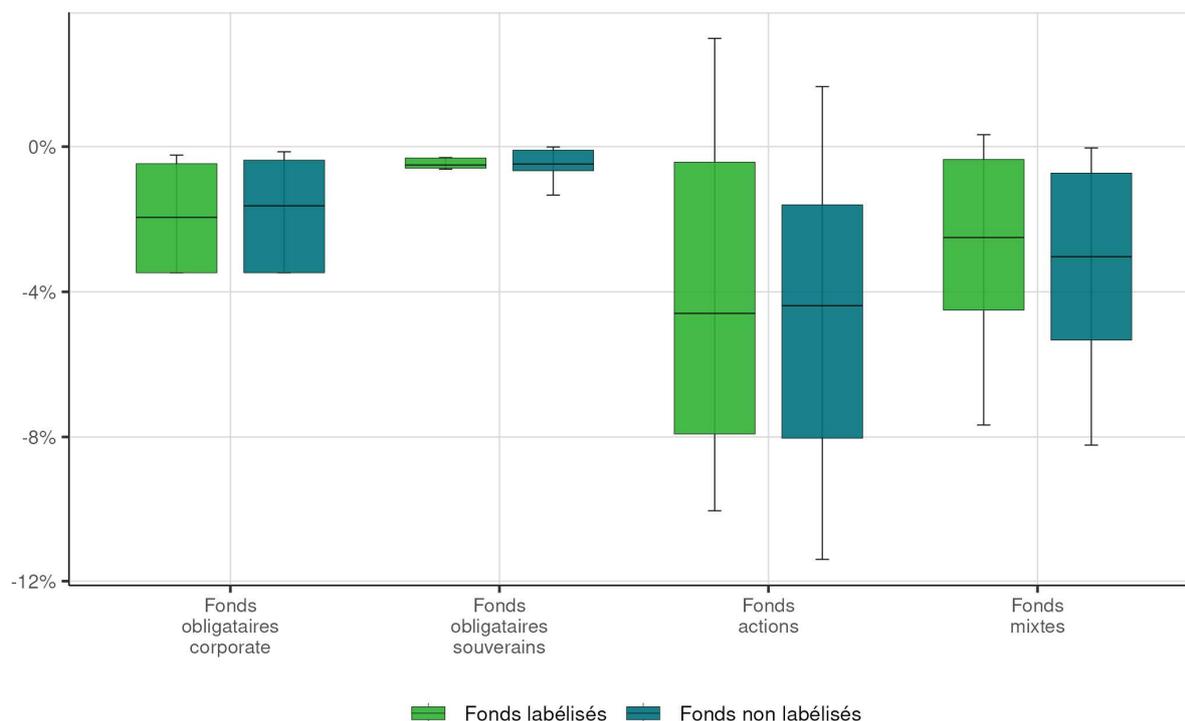
Sources : NGFS phase III ¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S, OPC titres, Lipper ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Fonds d'investissement

Bien que la correction moyenne potentielle agrégée demeure modérée, elle masque une hétérogénéité importante entre institutions, en particulier parmi les fonds d'investissement. Le graphique 2.9 illustre, pour le scénario climatique *delayed transition*, la correction potentielle associée à chaque fonds d'investissement français, en distinguant le type de fonds (actions, mixtes, obligations) ainsi que la présence ou non d'un label vert. Cette correction est mesurée par la moyenne pondérée des pertes potentielles sur les titres détenus au sein de chaque portefeuille. Sans surprise, les fonds actions et fonds mixtes sont ceux qui présentent les expositions les plus élevées au risque de transition, tandis que les fonds obligataires (souverains et d'entreprise) apparaissent nettement moins exposés. Par ailleurs, les fonds labellisés affichent en moyenne une perte potentielle plus faible que les fonds non labellisés, et une proportion plus importante d'entre eux pourraient même enregistrer des surperformances dans un scénario de transition désordonnée. La dispersion des résultats reste marquée, bien qu'essentiellement orientée à la baisse, y compris au sein d'une même catégorie de fonds: pour les fonds actions, la réévaluation varie de -11,4 % à +2,9 % ; pour les fonds mixtes, de -8,2 % à +0,3 % ; pour les fonds obligataires d'entreprise, entre -3,4 % et -0,15 % ; et, pour les fonds obligataires souverains, entre -1,3 % et 0 %. Ces écarts reflètent une concentration plus ou moins forte d'actifs sensibles à la transition climatique dans certains portefeuilles, traduisant une exposition différenciée selon les stratégies de gestion mises en œuvre.

Graphique 2.9 : Distribution de la correction projetée par type de fonds d'investissement français dans un scénario de transition désordonnée

x : types de fonds d'investissement / y : correction de la valorisation (en %)



Note : 5 331 fonds d'investissement français sont considérés. Les fonds d'investissement immobiliers, monétaires et les « hedge funds » ne sont pas représentés. La réévaluation est calculée comme la moyenne pondérée des pertes potentielles sur les titres détenus, en fonction de leur poids dans le portefeuille global de chaque catégorie d'investisseurs. Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. Les labels considérés sont : CIES, Finansol, Greenfin, ISR et Relance. Les fonds mixtes sont une catégorie intermédiaire de fonds qui détiennent à la fois des actions et des obligations. La distinction entre les fonds obligataires souverains et « corporate » est effectuée à partir de la proportion respective de ces deux catégories d'actifs dans le portefeuille des fonds. La ligne horizontale dans la boîte représente la moyenne pondérée par l'encours sous gestion des fonds d'investissement. Les extrémités de la boîte représentent les déciles 1 et 9, et les lignes d'extension les centiles 1 et 99.

Source : NGFS phase III (delayed transition)¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, OPC titres ; calculs Banque de France.

Banques et compagnies d'assurances

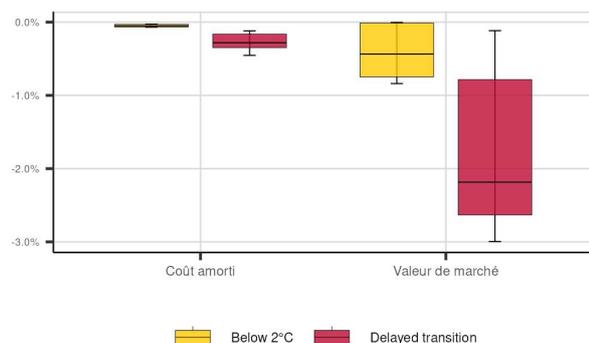
L'analyse granulaire des portefeuilles de titres détenus par les banques et les assureurs français met en évidence des pertes relativement limitées, en raison notamment d'une diversification sectorielle suffisante des actifs. Pour les banques, il convient de distinguer les expositions comptabilisées au coût amorti de celles en valeur de marché, ces dernières étant directement sensibles à une réévaluation des prix induite par les chocs climatiques. Ainsi, la part du portefeuille valorisée au marché affiche une perte potentielle moyenne liée au risque de transition de $-2,1$ % dans un scénario *delayed transition*, avec une forte dispersion entre établissements : certaines banques apparaissent peu exposées, tandis que d'autres pourraient enregistrer des pertes allant jusqu'à -3 % (cf. graphique 2.10). Les actifs comptabilisés au coût amorti, notamment composés d'obligations, présentent une réévaluation potentielle plus faible. Ces pertes ne seraient toutefois pas comptabilisées dans les états financiers, sauf en cas de vente anticipée.

S'agissant des organismes d'assurance, les résultats sont présentés en distinguant les portefeuilles en unités de compte, dont le risque est supporté par les assurés, des portefeuilles hors unités de compte, dont les pertes sont absorbées par l'assureur lui-même. L'analyse montre que le risque de transition est principalement concentré sur les portefeuilles en unités de compte, et serait donc largement transféré aux détenteurs de contrats (cf. graphique 2.11). À l'inverse, les portefeuilles relevant de la responsabilité directe des assureurs

affichent une correction projetée plus modérée (-1,2 % en moyenne) et une dispersion relativement contenue entre institutions. Cette différenciation selon le traitement comptable et la nature des engagements permet d'identifier plus finement les canaux de transmission du risque climatique dans le secteur financier, ainsi que les acteurs réellement exposés aux pertes potentielles.

Graphique 2.10 : Distribution de la correction moyenne projetée des portefeuilles des banques françaises

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

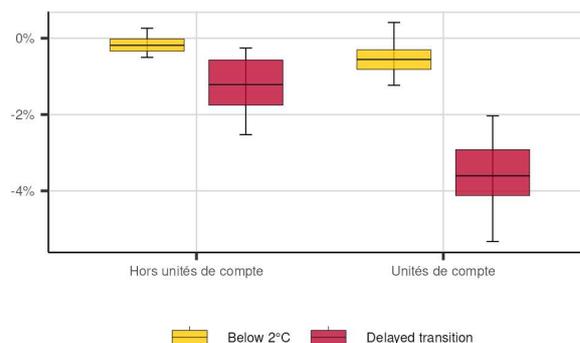


Note : 11 banques françaises sont évaluées. Le graphique distingue les actifs comptabilisés au coût amorti et ceux en valeur de marché, ces derniers étant directement sensibles à une réévaluation des prix induite par les chocs climatiques. Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. 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 les centiles 1 et 99.

Sources : NGFS phase III ¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-G, OPC titres, Lipper ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Graphique 2.11 : Distribution de la correction moyenne projetée des portefeuilles des organismes d'assurance français

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



Note : 152 organismes d'assurance français sont évalués. Le graphique distingue les actifs détenus en représentation de contrats en unités de compte ou indexés des portefeuilles hors unités de compte, dont les pertes sont absorbées par l'assureur lui-même. Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. 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 les centiles 1 et 99.

Sources : NGFS phase III ¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, Solva2, OPC titres, Lipper ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

2.3 Mise en perspective

Les résultats présentés fournissent un premier ordre de grandeur des réévaluations potentielles des actifs financiers induites par la transition bas carbone. Toutefois, ils reposent sur des hypothèses parfois simplificatrices, notamment concernant la nature des scénarios explorés, la composition statique des portefeuilles, les comportements d'ajustement des anticipations de marchés et les effets d'amplification potentiels des chocs. Ces limites ne permettent pas de saisir toute la complexité des dynamiques susceptibles de se déclencher en cas de choc climatique. Dans ce contexte, plusieurs facteurs pourraient conduire à une correction des prix plus sévère qu'anticipée :

- **Le caractère conservateur des scénarios utilisés.** Bien que les pertes estimées soient nettement plus marquées en cas de transition désordonnée et tardive, les projections utilisées s'appuient sur les scénarios à long terme du NGFS (phase III ¹¹⁵), dont les hypothèses restent relativement prudentes. L'horizon à long terme de ces scénarios tend à lisser les chocs à court terme, ce qui peut masquer des dynamiques transitoires potentiellement déstabilisantes pour la stabilité macroéconomique et financière. À titre de comparaison, les scénarios à court terme du NGFS liés au risque de transition, davantage calibrés pour des exercices de *stress test*, suggèrent des corrections de prix d'un même ordre de grandeur, mais concentrées sur un horizon de cinq ans, atteignant -3,3 % pour les actions, -1,5 % pour les obligations d'entreprise et -0,8 % pour les obligations souveraines. Certains exercices,

comme le *stress test* européen Fit for 55, vont plus loin en simulant des scénarios hybrides combinant un choc climatique à un choc macroéconomique, conduisant à un effet amplifié sur les prix des actifs. Ces éléments soulignent la sensibilité des résultats à l'intensité, à la vitesse et à la nature des chocs climatiques simulés, et appellent à la diversification des approches pour saisir une gamme réaliste de réévaluation des prix.

- **L'incertitude autour des anticipations de marché.** L'ampleur de la correction potentielle dépend du degré actuel d'intégration du risque climatique dans les valorisations des actifs financiers. Le modèle suppose que les prix reflètent actuellement uniquement l'impact économique des politiques climatiques en vigueur, sans anticiper un durcissement futur¹²⁶. De plus, le choc modélisé correspond à un ajustement soudain des anticipations des investisseurs vers un scénario de transition climatique alternatif. Dans les faits, les anticipations peuvent évoluer plus lentement et de manière différenciée selon les classes d'investisseurs ou, au contraire, se dégrader plus brutalement en réponse à des événements climatiques extrêmes dans un contexte d'incertitude politique. Par exemple, une perte initiale importante sur les actifs exposés au changement climatique peut servir de signal d'alarme et déclencher un changement soudain des attentes des investisseurs, de l'évaluation du risque et des préférences environnementales, conduisant à un nouvel équilibre du marché. Ces dynamiques rendent la trajectoire de réévaluation particulièrement incertaine.
- **Absence de prise en compte des effets de contagion et de la composition dynamique des portefeuilles.** Les modèles utilisés n'intègrent pas (ou seulement partiellement) les effets d'amplification potentiels qui peuvent accompagner un choc climatique de transition. Or ces boucles de rétroaction financière peuvent accentuer la baisse des prix au-delà de l'impact initial du choc. Par exemple, un événement climatique extrême peut provoquer une révision soudaine de la perception du risque par les marchés financiers, entraînant une chute brutale des prix des actifs exposés, notamment les actifs dits « bruns ». Cette baisse peut à son tour déclencher des ventes forcées d'actifs, en raison de contraintes liées à la gestion du risque de portefeuille ou aux préférences environnementales. Ces ventes accentuent alors la pression à la baisse sur les prix, amplifiant les pertes pour d'autres investisseurs, et contribuent à un cercle vicieux de désengagement et de baisse généralisée des valorisations. L'exercice de *stress test* européen Fit for 55¹²⁷ montre que de tels effets peuvent amplifier de près de 30 % l'impact initial des chocs de transition sur les portefeuilles d'actifs. L'intégration de ces canaux de contagion constitue un axe prioritaire pour une évaluation plus complète du risque climatique sur le système financier. En outre, les intermédiaires financiers sont considérés ici comme des investisseurs passifs qui n'ajustent pas la composition de leur portefeuille en fonction de l'évolution de leurs anticipations.

¹²⁶ Un récent [sondage mené par MSCI](#) apporte des éclairages sur les attentes des investisseurs. Celles-ci semblent alignées avec le scénario de référence en ce qui concerne la trajectoire de température. Les investisseurs anticipent une hausse de +2,8 °C, tandis que les projections du NGFS pour ce même scénario prévoient un réchauffement de 3,2 °C en phase III, de 2,85°C en phase IV et de 3,0 °C en phase V. En revanche, leurs attentes divergent fortement lorsqu'il s'agit des trajectoires d'émissions.

¹²⁷ [Autorités européennes de surveillance et Banque centrale européenne \(2024\)](#), « One-off Fit for 55 climate risk scenario analysis ».

2.4 Conclusion

Dans l'ensemble, la transition vers une économie bas carbone constitue un risque que le secteur financier peut absorber, à condition que les marchés ne réagissent pas de manière excessive et que les mécanismes d'amplification soient contenus. La transition représente avant tout un risque financier si elle est engagée tardivement et de manière désordonnée. À l'inverse, une transition progressive, laissant le temps aux acteurs économiques de s'adapter, limiterait les pertes potentielles pour les portefeuilles financiers. Néanmoins, ces estimations ne tiennent pas compte du risque physique lié au changement climatique. Or les travaux de la Banque centrale européenne (Alogoskoufis et *al.* (2021) soulignent que ce risque, bien qu'il se matérialisera davantage à moyen terme, pourrait générer des pertes bien plus importantes. Les scénarios à court terme du NGFS permettent également d'illustrer l'impact de phénomènes physiques extrêmes, qui sont de nature à détériorer nettement les valorisations de marché (cf. encadré 2.1). De plus, de tels événements climatiques peuvent se combiner à des chocs macroéconomiques et interagir avec un ensemble de vulnérabilités propres aux institutions financières, réduisant ainsi leur capacité à absorber les effets des chocs climatiques.

Le manque d'ambition ou le retard dans la mise en œuvre des politiques climatiques de transition n'est pas neutre : il accentue simultanément le risque physique et le risque de transition, fragilisant d'autant plus la stabilité financière. L'incertitude actuelle et la remise en question du cadre réglementaire peuvent également créer des difficultés pour les acteurs déjà engagés dans la transition, et rendre plus complexe la coordination des anticipations à moyen terme. Ces dynamiques renforcent également le risque d'un monde fragmenté, dans lequel la transition bas carbone s'opère de manière tardive, hétérogène et non coordonnée. Seuls certains pays mettent en place des politiques climatiques suffisamment ambitieuses, ce qui ne permet pas de limiter le risque physique. Dans ce contexte d'incertitude, un renforcement du cadre d'évaluation et de gestion du risque climatique par les acteurs financiers est primordial.

Annexe méthodologique – Construction de l'indicateur prospectif de risque climatique de transition

Approche granulaire de projection des revenus d'entreprise

L'évaluation des effets de la transition climatique sur les marchés financiers et les portefeuilles repose sur une estimation des trajectoires de revenus futurs des entreprises. Pour cela, BloombergNEF applique une approche en trois niveaux, selon le degré de disponibilité des données de segmentation sectorielle du chiffre d'affaires¹²⁸ :

- **Tier 1 (entreprises avec segmentation détaillée)** : Les projections de demande sectorielle issues des scénarios du NGFS sont directement appliquées aux parts de chiffre d'affaires de 26 000 entreprises à l'échelle mondiale, en fonction de leur exposition sectorielle.
- **Tier 2 (entreprises avec segmentation partielle)** : Pour environ 32 000 entreprises, Bloomberg identifie les relations de sous-traitance avec les entreprises Tier 1. Les revenus non attribués sont supposés croître au rythme du PIB régional.
- **Tier 3 (entreprises sans segmentation disponible)** : Pour 14 000 entreprises, dont la structure de revenus est inconnue, la croissance future est supposée alignée avec le PIB régional.

Limite méthodologique – cette approche suppose que la trajectoire de croissance d'une entreprise est une moyenne pondérée des trajectoires des secteurs dans lesquels elle opère. Cette hypothèse ne prend pas en compte les spécificités propres à chaque entreprise. Une amélioration future pourrait consister à intégrer des données microéconomiques supplémentaires afin de mieux refléter leur réalité économique et leur exposition au risque de transition. Par exemple, la dimension transition de l'indicateur climat pour les entreprises, développé par la Banque de France, évalue l'alignement d'une entreprise avec une trajectoire bas carbone cohérente avec l'accord de Paris. Cet indicateur a également vocation à couvrir la dimension adaptation au risque physique lié au changement climatique.

Modélisation du risque de correction des obligations souveraines

Pour les titres obligataires souverains, les corrections de valorisation sont estimées à partir de projections des variables macroéconomiques (taux de croissance du PIB et taux d'inflation) issues des scénarios du NGFS, en tenant compte de leur impact sur les projections des taux d'intérêt nominaux obtenus à partir de la procédure présentée ci-dessous. Ces variations sont ensuite traduites en ajustements des prix des obligations par une formule standard fondée sur leur duration modifiée et leur convexité.

La procédure adoptée pour calculer, pour chaque pays et chaque scénario du NGFS, les projections (à plusieurs horizons de prévisions) de la courbe de taux souveraine est la suivante :

¹²⁸ Le modèle d'actualisation des dividendes est applicable aux entreprises des niveaux 1, 2 et 3, mais la précision des projections sera beaucoup plus faible pour les entreprises du niveau 3.

- a. Un modèle affine gaussien de la courbe de taux d'intérêt est considéré, avec des variables macrofinancières (composantes principales des taux, activité économique et inflation), inspiré de Joslin, Priebisch et Singleton (2014)¹²⁹. Le modèle est estimé selon la méthodologie d'Adrian, Crump et Moench (2013)¹³⁰, et les variables macroéconomiques et les taux (pour des maturités d'un an à dix ans) sont observés jusqu'en décembre 2024. Ces données sont téléchargées à partir de Bloomberg et de la base Fred.
- b. La dynamique historique des variables d'état, représenté par un modèle VAR (1) gaussien, et la nature affine de la formule de la courbe de taux, permettent de représenter ce modèle de valorisation (par absence d'opportunité d'arbitrage) comme un modèle espace-état linéaire gaussien.
- c. Cette représentation permet ensuite de calculer la prévision de la courbe de taux d'intérêt (à plusieurs horizons de prévisions), conditionnellement aux trajectoires futures des deux variables macroéconomiques, dictées par le scénario du NGFS pertinent et fixées entre 2025 et 2050. Ces prévisions (dites « conditionnelles ») sont obtenues à l'aide de la méthodologie de Waggoner et Zha (1999)¹³¹, fondée sur le filtrage et le lissage de Kalman.
- d. Étant donné le pays d'intérêt i et un horizon de projection h , la prévision conditionnelle de la courbe de taux pour le scénario de référence ($RF_{i,t+h}^{ref} = RF_{i,t+h}^{ref}(1y), \dots, RF_{i,t+h}^{ref}(10y)$) et pour un scénario alternatif s ($RF_{i,t+h}^s$) est calculée, ainsi que la différence ($\Delta RF_{i,t+h}^s$), pour établir la déformation de la courbe induite par le passage d'un scénario à l'autre. Voir Pegoraro (2025)¹³², pour une présentation détaillée de la méthodologie.

Pour chaque pays et chaque scénario, le choc retenu sur les taux correspond à l'impact maximal de la transition observé pour l'ensemble de la période 2023-2045. De manière générale, la transition engendre un choc inflationniste, qui se traduit par une hausse des taux suivie d'un retour progressif à l'équilibre. Cette approche repose sur l'hypothèse que les anticipations des investisseurs se concentrent sur le point culminant du choc, entraînant une réévaluation anticipée du prix des obligations souveraines.

Modélisation du risque de correction des obligations d'entreprise

Une régression sur données de panel historiques (2010-2024), téléchargées à partir d'Eikon Refinitiv, permet d'estimer la sensibilité des *spreads* de crédit aux caractéristiques financières des entreprises :

$$Spread_{i,t} = \alpha_t + \beta_1 Leverage_{i,t} + \beta_2 Profitability_{i,t} + \beta_3 Revenue_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

¹²⁹ Joslin (S.), Priebisch (M.), et Singleton (K.) (2014), « Risk premiums in dynamic term structure models with unspanned macro risks », *The Journal of Finance* n° 69 (3), juin, pages 1197-1233.

¹³⁰ Adrian (T.), Crump (R.), et Moench (E.) (2013), « Pricing the term structure with linear regressions », *Journal of Financial Economics*, n° 110 (01), pages 110-138.

¹³¹ Waggoner (D. F.) et Zha (T.) (1999), « Conditional forecasts in dynamic multivariate models », *Review of Economics and Statistics*, n° 81 (4), pages 639-651.

¹³² Pegoraro (F.) (2025), « Regulatory yield curves and climate-related scenarios » *Handbook of Climate Change and Financial Markets*, à paraître.

Avec $Leverage = \frac{Dette_{i,t}}{Actifs_{i,t}}$ le levier financier de l'entreprise, $Profitability = \frac{EBITDA_{i,t}}{Actifs_{i,t}}$ sa rentabilité et $Revenue$ son chiffre d'affaires. $Controls$ correspond aux caractéristiques de l'obligation (taille, maturité, coupon, séniorité, remboursement anticipé).

Les scénarios du NGFS fournissent des projections de revenus, mais pas directement du levier ni de la rentabilité. Deux relations empiriques supplémentaires sont donc estimées :

$$\frac{\Delta Leverage_{i,t:t+h}}{Leverage_{i,t}} = \alpha_{i,t} + \gamma_1 \frac{\Delta Revenue_{i,t:t+h}}{Revenue_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{\Delta Profitability_{i,t:t+h}}{Profitability_{i,t}} = \alpha_{i,t} + \gamma_2 \frac{\Delta Revenue_{i,t:t+h}}{Revenue_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

La croissance du levier financier dépend négativement de la croissance du chiffre d'affaires, telle que $\gamma_1 = -0,2$ et la croissance de la rentabilité est positivement corrélée à la croissance du chiffre d'affaire, telle que $\gamma_2 = 0,7$.

Pour chaque entreprise i et chaque scénario climatique s , la variation de $spread$ par rapport au scénario de référence est estimée :

$$\begin{aligned} \Delta Spread_{i,t+h}^s &= (1 + \delta) (Spread_{i,t+h}^s - Spread_{i,t+h}^{ref}) = \\ (1 + \delta) &[\beta_1 (Leverage_{i,t+h}^s - Leverage_{i,t+h}^{ref}) \\ &+ \beta_2 (Profitability_{i,t+h}^s - Profitability_{i,t+h}^{ref}) \\ &+ \beta_3 (Revenue_{i,t+h}^s - Revenue_{i,t+h}^{ref})] \end{aligned} \quad (4)$$

Le paramètre δ saisit un effet supplémentaire lié à l'évolution des préférences environnementales des investisseurs, à une perte de confiance dans les actifs bruns, ou à des effets de réallocation de portefeuille donnant lieu à une dégradation additionnelle de la prime de risque par les investisseurs. En ligne avec l'exercice de *stress test* européen Fit for 55, ce paramètre est fixé à 0,58¹³³.

Le changement de prix des obligations d'entreprise est ensuite estimé par la formule d'ajustement liée à la duration et à la convexité de l'actif financier en question (provenant d'Eikon Refinitiv et de la *Centralised Securities Database*, CSDB) :

$$\frac{\Delta P_{i,t+h}^s}{P_{i,t+h}^{ref}} = -MD_{i,t} \Delta YTM_{i,t+h}^s + \frac{1}{2} C_{i,t} (\Delta YTM_{i,t+h}^s)^2 \quad (5)$$

où $\Delta P_{i,t+h}^s = P_{i,t+h}^s - P_{i,t+h}^{ref}$ correspond à la variation de prix entre le scénario de transition et le scénario de référence et $\Delta YTM_{i,t+h}^s = \Delta Spread_{i,t+h}^s + \Delta RF_{i,t+h}^s$ représente la variation du rendement à maturité du titre. MD est la duration modifiée de l'obligation et C sa convexité. Dans cet exercice, l'horizon considéré est 2045. Néanmoins, la réévaluation du prix des actifs peut avoir lieu avant cet horizon si les investisseurs intègrent

¹³³ Exprimée sous la forme d'un simple multiplicateur, la dynamique des ventes forcées augmente les pertes du premier tour par un facteur de 0,58. Bien que la modélisation des effets de second tour soit complexe et qu'il soit en fait peu probable que le multiplicateur s'échelonne linéairement, il donne une idée de l'ampleur relative des amplifications dues aux ventes forcées.

dans les prix la dégradation future des conditions économiques et financières des entreprises exposées au risque de transition.

Modélisation du risque de correction des actions

Les valorisations boursières sont estimées grâce au H-Model de Fuller et Hsia (1984)¹³⁴, une extension de la méthode de Gordon et Shapiro (1966), qui introduit une convergence progressive du taux de croissance des dividendes vers sa valeur à long terme.

$$P_{i,t+h}^s = \frac{D_{i,t} \left[(1 + g_{LT,i}^s) + H (g_{CT,i}^s - g_{LT,i}^s) \right]}{r_{i,t+h}^s - g_{LT,i}^s} \quad (6)$$

avec P^s la valeur du titre à chaque période, D le dividende versé lors de douze derniers mois glissants¹³⁵, g_{CT}^s et g_{LT}^s les taux de croissance à court terme et à long terme des dividendes, estimés à partir des revenus projetés :

$$g_{CT,i}^s = \left(\frac{\text{Revenue}_{i,2030}^s}{\text{Revenue}_{i,2023}^s} \right)^{1/7} - 1 ; g_{LT,i}^s = \left(\frac{\text{Revenue}_{i,2045}^s}{\text{Revenue}_{i,2030}^s} \right)^{1/15} - 1 \quad (7)$$

Le paramètre H de la relation (6) correspond à la moitié de la durée de convergence vers le taux de croissance à long terme (en années). On considère une valeur de $H = 3,5$ dans cet exercice. Enfin, r_i^s est le taux d'actualisation (*cost of equity*), qui peut être décomposé entre un taux sans risque et une prime de risque :

$$r_{i,t+h}^s = r_{i,t}^{ref} + RP_{i,t+h}^s \quad (9)$$

avec $RP_{i,t+h}^s$ la prime de risque supplémentaire du scénario s qui est approximé dans cet exercice par $RP_{i,t+h}^s = \Delta Spread_{i,t+h}^s + \Delta RF_{i,t+h}^s$.¹³⁶

$r_{i,t}^{ref}$ représente le taux d'actualisation de référence qui est déduit du prix actuel par une inversion du H-Model en supposant que les attentes des investisseurs sont actuellement ancrées dans le scénario de référence :

$$r_{i,t}^{ref} = \frac{D_{i,t}}{P_{i,t}} \left[(1 + g_{LT,i}^{ref}) + H (g_{CT,i}^{ref} - g_{LT,i}^{ref}) \right] + g_{LT,i}^{ref} \quad (10)$$

Enfin, la correction du prix d'une action entre le scénario de transition s et le scénario de référence est donnée par $\frac{\Delta P_{i,t+h}^s}{P_{i,t+h}^{ref}}$, avec $\Delta P_{i,t+h}^s = P_{i,t+h}^s - P_{i,t+h}^{ref}$.

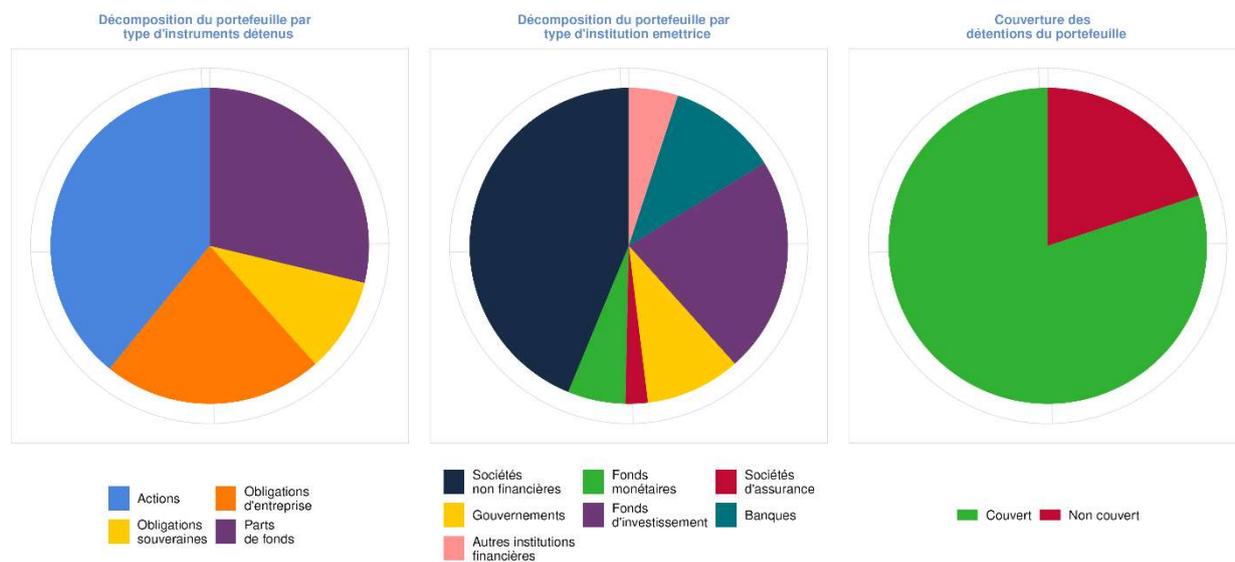
¹³⁴ Fuller (R. J.), Hsia (C.) (1984), « A simplified common stock valuation model », *Financial Analysts Journal*, n°40 (5), pages 49-56.

¹³⁵ Les bénéfices de l'entreprise (EPS) sont utilisés à la place des dividendes car certaines entreprises ne versent pas de dividendes et que nous disposons d'une meilleure couverture pour cette variable. Les prix et les EPS sont téléchargés à partir d'Eikon Refinitiv.

¹³⁶ Cette approche est inspirée des travaux d'Allen (T.), Dées (S.), Caicedo Graciano (C. M.), Clerc (L.), de Gave (A.), Lisack (N.), Pegoraro (F.) et Rabaté (M.) (2024), « An analytical framework for assessing climate transition risks: an application to France », *Review of World Economics*, juillet, pages 1-57.

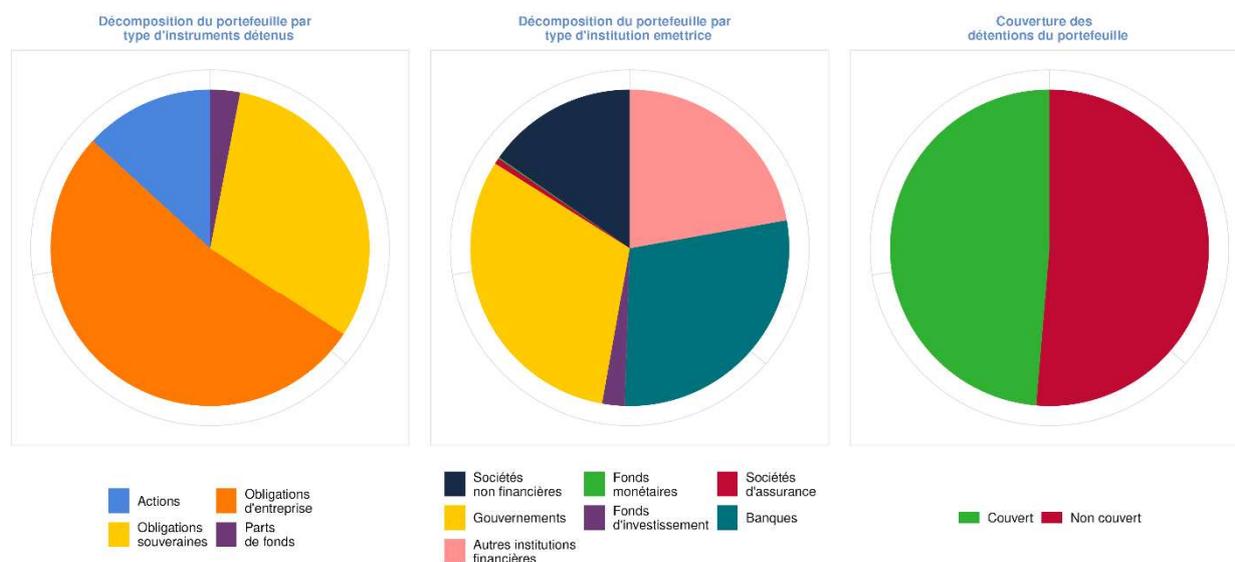
Annexe – Graphiques supplémentaires

Graphique 2.12 : Répartition du portefeuille des fonds d'investissement français



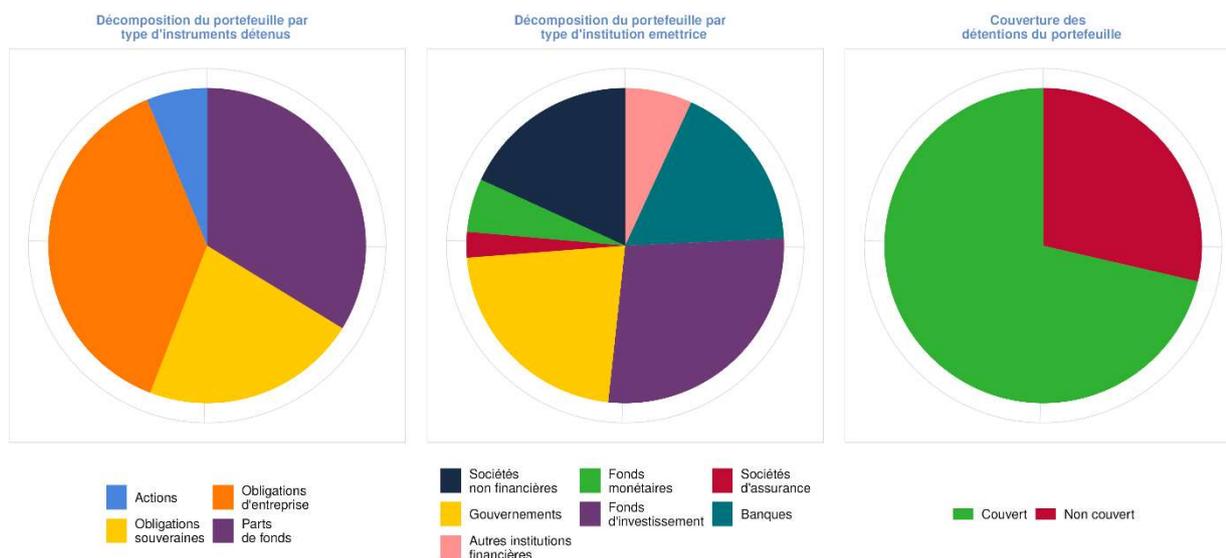
Note : Cette série de graphiques présente la répartition du portefeuille des fonds d'investissement par (i) type d'instruments détenus, (ii) type d'institutions émettrices, et (iii) le pourcentage du portefeuille pour lequel le risque de réévaluation est estimé avant imputation.
Sources : NGFS Phase III, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Graphique 2.13 : Répartition du portefeuille des banques françaises



Cette série de graphiques présente la répartition du portefeuille des banques par (i) type d'instruments détenus, (ii) type d'institutions émettrices, et (iii) le pourcentage du portefeuille pour lequel le risque de réévaluation est estimé avant imputation. La proportion importante d'actifs non couverts est liée à la part majoritaire représentée par les titres émis par des institutions financières dans le portefeuille.
Sources : NGFS Phase III, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Graphique 2.14 : Répartition du portefeuille des organismes d'assurance française



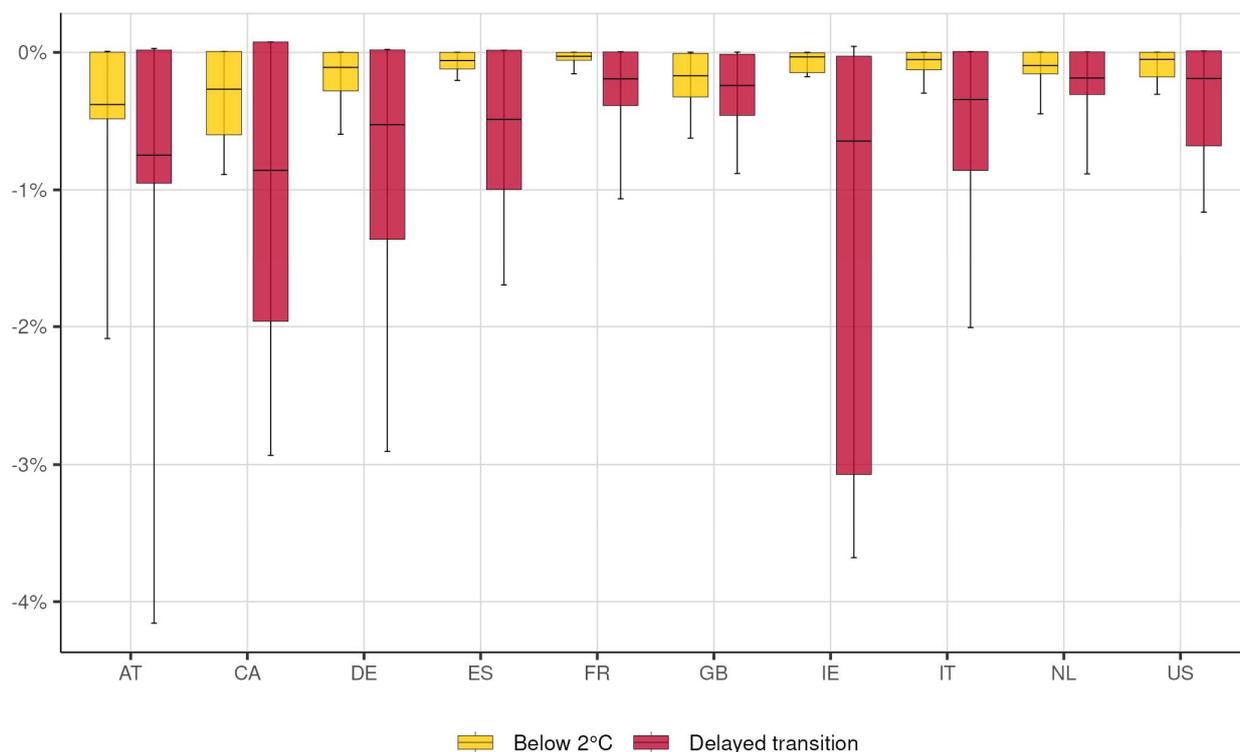
Note : Cette série de graphiques présente la répartition du portefeuille des organismes d'assurance par (i) type d'instruments détenus, (ii) type d'institutions émettrices, et (iii) le pourcentage du portefeuille pour lequel le risque de réévaluation est estimé avant imputation. La part relativement importante d'actifs non couverts est notamment liée à la présence de titres émis par des institutions financières dans le portefeuille.

Sources : NGFS Phase III, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Données : fin juin 2024

Graphique 2.15 : Distribution de la correction projetée pour les obligations souveraines

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



Note : Autriche (AT), Canada (CA), Allemagne (DE), Espagne (ES), France (FR), Royaume-Uni (GB), Irlande (IE), Italie (IT), Pays-Bas (NL), États-Unis (US). Les pays représentés sont les dix plus grands émetteurs d'obligations présents dans la base de données (SHS-S). Les corrections de valorisation estimées reposent sur l'horizon de projection 2023-2045 des scénarios du NGFS. Pour chaque pays et chaque scénario, le choc retenu sur les taux correspond à l'impact maximal de la transition observé pour l'ensemble de la période. La ligne horizontale dans la boîte représente la moyenne pondérée par l'encours des obligations souveraines. Les extrémités de la boîte représentent les déciles 1 et 9, et les lignes d'extension les centiles 1 et 99.

Sources : NGFS phase III ¹¹⁵, BloombergNEF, Eikon Refinitiv, SHS-S ; calculs Banque de France ; données de fin juin 2024.

Éditeur

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

Directeur de la publication

François HAAS

Directeur de la rédaction

Édouard VIDON

Coordinateurs

Tarik MOUAKIL ; Gabriel CHEMAIN

Comité éditorial

Frédéric AHADO ; Cyrille AMAND ; Jade AL YAHYA ; Pierre BERTHONNAUD ; Antoine BERTHOU ; Caroline BIENVENU ; Thomas BOGLINO ; Aurélie BONEL ; Jean-François BOUSCASSE ; Claire BROUSSE ; Émilie CAMBUS ; Paul CHAMPEY ; Emilie DA SILVA ; Annabelle DE GAYE ; Lucas DEVIGNE ; Fanchon DURAND ; Mathieu EL DAHABY ; Thomas FERRIERE ; Marie GABET ; Tommaso GASPARINI ; Raphaël GORRAND ; Léopold GOSSET ; Paola GRYPARIS ; Frédéric GUÉVEL ; Déborah HADDAD ; Jonas HEIPERTZ ; Robin HORRI ; Caroline JARDET ; Pascal JOURDAIN ; Tristan JOURDE ; Jules JOYEZ ; Yannick KALANTZIS ; Lisa KERDELHUÉ ; Sandrine LECARPENTIER ; Aubert MASSENGO ; Thibaut PIQUARD ; Clara PONS MAURÉOU ; Sofia RUIZ ROMANOS ; Martin SAILLARD ; Dilyara SALAKHOVA ; Pierre SARRUT ; Alice SCHWENNINGER ; Edith STOJANOVIC ; Yann TESTARD ; Camille THUBIN ; Floris VAN DIJK ; 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

Juin 2025
ISSN 3076-0739 (en ligne)

Internet

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