

Rapport sur la stabilité financière

DÉCEMBRE 2025



SOMMAIRE

VUE D'ENSEMBLE	2
MESURES DES AUTORITÉS	7
1. ANALYSE TRANSVERSALE DES VULNÉRABILITÉS	10
1.1 Dans un environnement incertain, les trajectoires budgétaires, notamment en France, font peser un risque sur les conditions de financement	10
1.2 Sur les marchés d'actions, des inquiétudes croissantes quant aux niveaux de valorisations, en particulier liées à l'intelligence artificielle	19
1.3 La situation financière des entreprises et du marché immobilier se stabilise, mais les acteurs les plus endettés restent vulnérables à une détérioration de l'environnement macroéconomique	31
1.4 Les banques et les assureurs demeurent résilients dans un environnement incertain	40
1.5 De nouveaux risques émergent en lien avec la tokénisation, tandis que la cybermenace perdure	54
1.6 Le risque climatique continue de s'intensifier et nécessite une réponse coordonnée	59
2. LA RECOMPOSITION DU PAYSAGE DU CRÉDIT À L'AUNE DU DÉVELOPPEMENT DE LA DETTE PRIVÉE ET SES IMPLICATIONS POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE	62
2.1. Le marché du crédit privé a connu une croissance rapide à la faveur du retrait des banques de certains segments d'activité	63
2.2. Les interconnexions se développent avec les secteurs bancaire et assurantiel	71
2.3 Des dynamiques de recomposition qui se poursuivent	78
Conclusion	82
 Annexe technique sur la titrisation	 83

Le système financier français demeure résilient face au risque accru de chocs internes et externes. Au second semestre 2025, des accords commerciaux ont réduit l'incertitude des politiques commerciales à court terme, permettant une amélioration des perspectives macroéconomiques par rapport à juin 2025. Les marchés d'actions, particulièrement aux États-Unis, affichent des niveaux de valorisation historiquement élevés portés notamment par des prévisions optimistes de croissance des résultats des entreprises de l'intelligence artificielle (IA). Cependant, des incertitudes quant à la rationalité de cette dynamique et des fragilités sur le marché du crédit exposent les actifs risqués à un retournement. Une telle correction de marché pourrait être désordonnée, propagée et amplifiée par des vulnérabilités identifiées parmi les acteurs de l'intermédiation financière non-bancaire. À l'échelle mondiale, les besoins de financement publics élevés conduisent à une augmentation de l'offre de titres souverains et à une hausse des taux longs. En France, le caractère dégradé de la trajectoire budgétaire continue de peser sur les conditions de financement. La situation d'ensemble des entreprises non financières se stabilise, mais le secteur reste exposé au risque d'une détérioration de la situation macroéconomique même si les perspectives à court terme se sont améliorées par rapport à juin 2025. Dans ce contexte, les banques et les assureurs demeurent résilients, avec des niveaux de fonds propres et de liquidité solides.

Le présent rapport a été arrêté au 31 décembre 2025 et n'intègre donc pas les développements postérieurs, notamment ceux qui sont relatifs à l'intervention des États-Unis au Venezuela début janvier 2026, et ses conséquences potentielles sur l'évolution des risques géopolitiques pour la stabilité financière mondiale.

La persistance de déficits budgétaires élevés représente un risque pour la stabilité financière et pourrait conduire à une détérioration des conditions de financement

À l'échelle mondiale, les niveaux de dette publique atteignent des records, dans un contexte de déficits élevés dans de nombreuses économies avancées. Les courbes de taux se sont sensiblement pentifiées en 2025, avec une hausse des rendements sur les maturités très longues dans l'ensemble des économies avancées, particulièrement au Japon et au Royaume-Uni. Outre les incertitudes autour des trajectoires budgétaires, la hausse des taux longs reflète une évolution de la demande de la part des investisseurs à long terme, tels que les fonds de pension. D'éventuels pics de volatilité sur les marchés de la dette souveraine pourraient être amplifiés par le débouclage de positions à effet de levier financées notamment par le marché du repo, des stratégies largement utilisées par les *hedge funds* et en forte expansion depuis 2022, en particulier pour la dette américaine. Aux États-Unis, les menaces contre l'indépendance de la Réserve fédérale, qui pourraient entraîner une perte de confiance des investisseurs et une hausse des anticipations d'inflation, contribuent à la volatilité et à la pentification des courbes de taux d'intérêt.

En France, le marché de la dette souveraine reste très liquide, mais l'absence de réduction suffisante du déficit pourrait peser sur la stabilité financière. La hausse des besoins de financement et les taux d'intérêt plus élevés affectent durablement la charge d'intérêt, réduisant les marges budgétaires nécessaires pour répondre à des chocs adverses. Malgré les incertitudes budgétaires, le marché de la dette souveraine française est demeuré globalement stable en 2025, dans un contexte de convergence des rendements entre les pays de la zone euro. Le marché français demeure profond et pleinement fonctionnel, avec une demande qui apparaît toujours soutenue sur le marché primaire et une liquidité confirmée sur le marché secondaire. En l'absence de réduction du déficit budgétaire à 5 % ou moins, les facteurs de soutien dont bénéficie la dette souveraine française pourraient toutefois s'éroder, avec le risque d'une reprise de la procédure de déficit excessif et de nouvelles détériorations par les agences de notation. Un tel scénario risquerait de se traduire par une hausse de la volatilité et par une réduction de la liquidité de la dette française, potentiellement amplifiées par des acteurs procycliques comme les *hedge funds*. La détérioration des conditions de financement sur la dette souveraine pourrait se transmettre aux banques et aux entreprises françaises, et pèserait non seulement sur

la charge d'intérêt, mais aussi sur l'investissement. Alors que le volume d'émission de titres de dette souveraine dans la zone euro restera très élevé en 2026, notamment en France et en Allemagne, garantir une trajectoire d'endettement soutenable est donc une condition indispensable pour maintenir de bonnes conditions de financement pour l'ensemble des acteurs économiques.

Sur les marchés, des doutes croissants quant aux niveaux de valorisations de certains actifs risqués, en particulier de ceux liés à l'intelligence artificielle

Depuis la forte correction engendrée par l'annonce des mesures douanières américaines le 2 avril 2025, les valorisations des marchés d'actifs risqués se sont fortement redressées, retrouvant des niveaux historiquement élevés. La performance des marchés actions a principalement été portée par les entreprises opérant dans le secteur de l'IA aux États-Unis. Les primes de risque de crédit sur les obligations d'entreprises restent compressées, malgré des défauts aux États-Unis qui ont renforcé l'attention portée aux vulnérabilités des marchés du crédit aux entreprises très endettées. À rebours des corrélations traditionnellement observées en période d'appétit pour le risque, l'or s'est fortement apprécié et a atteint un niveau record fin 2025, suggérant une recherche de diversification de la part de certains investisseurs. Parallèlement, certains investisseurs internationaux, dont l'exposition au dollar avait fortement augmenté depuis 2022, ont cherché à se couvrir contre le risque de change, contribuant à la dépréciation de la devise.

Les doutes sur les niveaux de valorisations des entreprises du secteur de l'intelligence artificielle se sont renforcés au second semestre 2025. La valorisation élevée des entreprises américaines du secteur de l'intelligence artificielle renforce la concentration de la capitalisation du marché actions, portant la part du secteur technologique dans les principaux indices américains à des niveaux records. Alors que des pics de volatilité au second semestre 2025 ont montré la sensibilité des marchés aux résultats des entreprises et aux indicateurs macroéconomiques, une révision des perspectives de rentabilité des valeurs technologiques pourrait alimenter une correction brutale des marchés.

Les systèmes financiers français et européens sont fortement interconnectés aux marchés internationaux et donc exposés à d'éventuels chocs de valorisation sur les actifs risqués américains. Une correction brutale des prix de certains actifs aux États-Unis se transmettrait aux marchés européens par effets de contagion. Ces mouvements de marché pourraient être amplifiés par des ventes forcées de la part d'intermédiaires financiers, en particulier des acteurs non bancaires fortement exposés à l'effet de levier et/ou à un risque de liquidité. Il est essentiel que les intermédiaires financiers intègrent les incertitudes de l'environnement de marché international dans leurs dispositifs de gestion des risques.

Les marchés des cryptoactifs sont restés très volatils en 2025, alors que leurs liens avec la finance traditionnelle s'accroissent. La capitalisation totale du marché a reculé d'environ 24 % entre fin septembre et fin décembre 2025. Ce repli, favorisé par les incertitudes économiques et géopolitiques, a été amplifié par des débouclages de positions à effet de levier. Il intervient dans un contexte d'interconnexions croissantes avec la finance traditionnelle à travers le développement des fonds indiciels cotés (ETF) adossés au Bitcoin et des sociétés cotées en bourse spécialisées dans l'accumulation de cryptoactifs (*Bitcoin Treasuries companies*), ces dernières étant exposées à un effet de levier et à un risque de liquidité élevés.

L'essor des jetons stables (*stablecoins*) s'est poursuivi au second semestre 2025. L'encours de *stablecoins* en dollars connaît une croissance soutenue, passant de 120 milliards de dollars fin novembre 2023 à 298 milliards de dollars début janvier 2026. En comparaison, les encours de *stablecoins* en euros sont plus modestes, à 581 millions d'euros, concentrés autour de deux principaux *stablecoins* en euros, autorisés par le Règlement européen des marchés de cryptoactifs (MiCAR). Les principaux émetteurs de *stablecoins* sont des acteurs non bancaires, exposés au risque de fuite en cas de doute quant à leur capacité à maintenir la parité avec leur monnaie de référence. Alors que la réglementation américaine (*Genius Act*) est encore en cours de mise en

application, la réglementation pionnière européenne devra être adaptée notamment pour prendre en compte les risques d'arbitrages réglementaires entre juridictions du côté des émetteurs et des investisseurs.

La situation financière des acteurs non financiers se stabilise dans l'ensemble, même si les secteurs les plus endettés restent vulnérables à une détérioration de l'environnement macroéconomique

Les entreprises françaises bénéficient de bonnes conditions de financement, dans un contexte de stabilisation des taux d'intérêt, mais les vulnérabilités liées à leur endettement évoluent de façon contrastée. Après avoir diminué depuis fin 2023, le coût des nouveaux financements aux sociétés non financières (SNF) se stabilise au troisième trimestre 2025 à un niveau toujours supérieur cependant à celui qui a précédé l'épisode inflationniste. La reprise modérée des crédits aux entreprises se poursuit tandis que les émissions de dette d'entreprises progressent plus rapidement. L'endettement net des SNF françaises rapporté au produit intérieur brut (PIB) est globalement stable depuis 2021, mais reste supérieur à la moyenne de la zone euro. Dans l'ensemble, la capacité de remboursement des entreprises semble se stabiliser depuis 2024. Dans un contexte d'incertitudes élevées, les entreprises restent toutefois exposées au risque d'une faible demande intérieure et aux évolutions des tensions commerciales, avec d'importantes disparités sectorielles.

Le marché de l'immobilier commercial connaît une stabilisation fragile. Alors que la hausse des taux avait provoqué un repli substantiel mais ordonné de ce marché, marqué par une baisse des prix et des volumes d'investissement, les perspectives apparaissent désormais plus stables et les volumes d'investissement repartent à la hausse. Cependant, la reprise du secteur, très exposé aux flux des investisseurs internationaux, reste fortement dépendante de la situation macroéconomique et des tensions commerciales.

Le marché de l'immobilier résidentiel poursuit sa reprise à la faveur de la stabilisation des taux. La production de crédits à l'habitat continue de croître, et atteignait 12,2 milliards d'euros en août 2025, en hausse de 23 % en un an. Les taux d'intérêt de ces nouveaux crédits se stabilisaient à 3,1 % en moyenne en août 2025. Les risques relatifs au marché de l'immobilier résidentiel demeurent limités, grâce notamment à la norme du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) plafonnant à 35 % le taux d'effort et à vingt-cinq ans la maturité des nouveaux prêts, qui permet d'éviter une dérive incontrôlée des conditions d'octroi et assure un endettement des ménages sain et soutenable.

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

Les banques françaises bénéficient de niveaux élevés de fonds propres et de liquidité, tandis que leur rentabilité progresse. Malgré la remontée du risque de crédit des portefeuilles de prêts aux SNF et aux ménages, les six principaux grands groupes bancaires français affichent une hausse de leurs revenus au cours des neuf premiers mois de l'année 2025, portés par les revenus des activités de marché et par le redressement de leur marge nette d'intérêt. La progression de leur rentabilité contribue à la solidité des banques françaises, dont les ratios de solvabilité et de liquidité demeurent largement supérieurs aux seuils réglementaires. Les tests de résistance bancaires menés en 2025 montrent que les coussins de fonds propres permettraient aux banques d'absorber un choc macroéconomique sévère. Ces facteurs de résilience sont essentiels au bon fonctionnement de l'économie dans un contexte incertain.

Les assureurs continuent également à afficher une solvabilité solide et ont bénéficié d'une collecte exceptionnelle en assurance-vie en 2025. La solvabilité moyenne des assureurs progresse légèrement au premier semestre 2025 et reste largement au-dessus des exigences réglementaires tandis que la rentabilité technique en assurance-vie s'améliore. La collecte nette en assurance-vie a atteint le record historique de 33 milliards d'euros au premier semestre 2025, principalement dirigée vers les supports en unités de compte.

Les innovations de l'intermédiation non-bancaire ainsi que leurs interconnexions avec les banques appellent une plus grande transparence et à une gestion des risques adéquate

La croissance rapide des intermédiaires financiers non-bancaires (NBFi) ces dernières années s'est accompagnée d'une hausse des interconnexions avec le reste du système financier. Ainsi, l'exposition des banques françaises aux NBFi a progressé à un rythme plus rapide que la taille de leurs bilans depuis 2022, bien que le poids des NBFi dans l'actif total des banques françaises demeure modéré. Cette hausse concerne surtout les contreparties non-résidentes, avec une augmentation notable des expositions envers les entités domiciliées aux États-Unis et dans les centres *offshore*. Les interconnexions entre acteurs du système financier, qu'elles soient directes ou indirectes, constituent des vecteurs potentiels d'amplification des chocs de marché, comme l'ont montré plusieurs épisodes de crises. En France, un premier exercice de stress-test à l'échelle du système financier mené conjointement par la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) vise à mieux comprendre ces mécanismes d'amplification liés aux interconnexions.

Un chapitre thématique de ce rapport évalue les conséquences du développement du crédit privé pour le financement de l'économie et pour la stabilité financière. La croissance rapide de cette classe d'actifs au cours de la dernière décennie a été plus marquée aux États-Unis, le marché demeurant de taille limitée en Europe malgré une dynamique qui s'accélère. Il s'agit d'un marché relativement opaque ce qui rend plus difficile l'appréciation des vulnérabilités pour les autorités. Au-delà du risque de crédit qui est inhérent à ce marché, les fonds de crédit privé utilisent traditionnellement peu de levier et sont peu exposés aux asymétries de liquidité. Toutefois, le développement du marché s'accompagne de structures de financement plus complexes et d'une croissance des interconnexions avec le reste du système financier, notamment le secteur bancaire. Ces évolutions couplées à une concentration croissante du marché autour de grands gestionnaires internationaux sont de nature à en renforcer les vulnérabilités et appellent à une amélioration de sa transparence.

Les tensions géopolitiques élevées sont de nature à aggraver le cyber-risque et le risque climatique

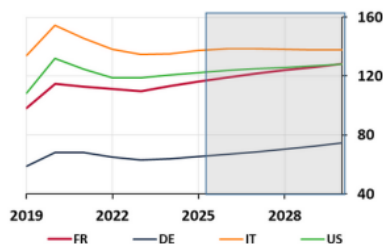
La cybermenace continue à progresser dans un contexte géopolitique dégradé, mais la résilience des institutions financières se renforce avec l'entrée en application du règlement DORA. Le cyber-risque constitue le principal facteur de risque opérationnel pour le système financier, en raison d'une dépendance croissante aux technologies de l'information, notamment aux prestataires de service externes, et de cybermenaces de plus en plus sophistiquées. Par ailleurs, les tensions géopolitiques pourraient conduire à une recrudescence des opérations dans un contexte de guerre hybride sur le continent européen. L'entrée en application du règlement DORA, effective depuis le 17 janvier 2025, se traduit par une meilleure vision des incidents par les autorités, et doit permettre de mieux mesurer ces risques et de renforcer encore la résilience du secteur.

Les risques pour la stabilité financière liés au changement climatique nécessitent une mobilisation continue des autorités et des acteurs de marché. Les premiers scénarios à court terme publiés en avril 2025 par le Réseau pour le verdissement du système financier (NGFS) illustrent les conséquences économiques d'événements climatiques extrêmes mais plausibles. Ces effets macroéconomiques se répercuteraient sur les institutions financières à travers une baisse du prix des actifs et une augmentation du risque de crédit. La mobilisation internationale sur les défis liés au risque climatiques et à la dégradation de la nature traverse actuellement une période défavorable, alors même qu'elle devrait être renforcée. Il est plus que jamais essentiel de coopérer et de partager les meilleures pratiques pour traiter ces risques systémiques pour la stabilité financière mondiale.

ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS | DÉC. 2025

RISQUES CYCLIQUES

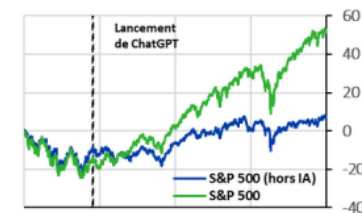
Risques sur les dettes souveraines



Évolution et projections des ratios dette publique / PIB

- Dette publique élevée dans plusieurs économies avancées, dont la France
- Réduction de la demande des investisseurs sur la partie longue de la courbe.
- Hausse du levier sur le marché du repo américain
- Liquidité des marchés primaire et secondaire français

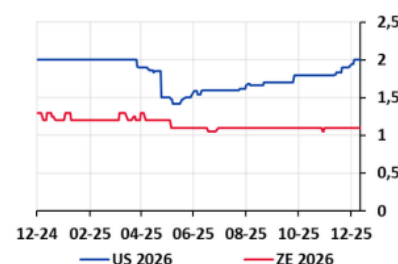
Risque de correction de marché désordonnée



Performance du S&P 500 avec et sans IA

- Anticipations de forte croissance des résultats du secteur technologique
- Forte concentration des valorisations
- Primes de risque faibles
- Positions à fort effet de levier de certains fonds
- Expositions des intermédiaires financiers non-bancaires européens aux actifs américains
- Infrastructures de marché résilientes
- Investisseurs diversifiés

Risque de dégradation de la conjoncture économique mondiale



Évolution des prévisions de croissance pour les États-Unis et la zone euro pour 2026

- Barrières tarifaires plus élevées
- Perspectives de croissance modérées
- Incertitude des politiques publiques
- Endettement élevé de certaines SNF
- Vulnérabilités relatives au développement du crédit privé
- Exposition commerciale directe aux États-Unis limitée
- Faibles niveaux de créances douteuses
- Solvabilité forte des banques et des assurances

RISQUES STRUCTURELS

Risques cyber

- Dépendance aux services tiers
- Tensions géopolitiques
- Exploitation des failles facilitée par les intelligences artificielles
- Exercices de crise
- Mise en œuvre de DORA
- Investissements cybersécurité

Risques liés à la tokenisation

- Essor des cryptoactifs, en particulier des *stablecoins* non bancaires
- Développement de la DeFi
- Préparatifs d'une monnaie numérique de banque centrale

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

Mesures des autorités

Avec le retour confirmé de la trajectoire d'inflation à l'objectif de 2 % à moyen terme de la Banque centrale européenne (BCE), le Conseil des gouverneurs de la BCE a conservé ses taux directeurs inchangés entre juin et décembre 2025. Ces taux directeurs de la BCE s'établissent ainsi à 2 % pour la facilité de dépôt, à 2,15 % pour les opérations principales de refinancement, et à 2,40 % pour la facilité de prêt marginal. Les autorités monétaires ont réaffirmé que toute évolution ultérieure serait décidée réunion après réunion, sur la base des données disponibles (approche *data-dependent*). Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a maintenu sa stratégie de réduction progressive de ses portefeuilles issus des programmes d'achats d'actifs (*asset purchase programme* et *pandemic emergency purchase programme*) dont les encours se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements des titres arrivant à échéance depuis décembre 2024.

En France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) continue à mener une politique macroprudentielle visant à préserver la résilience du système financier. À l'issue de sa réunion de décembre 2025, le HCSF a souligné la solidité des acteurs financiers français dans un environnement international qui continue à être porteur d'incertitude et de vulnérabilité¹. Le HCSF note la poursuite de la reprise du crédit aux particuliers en France, de même qu'une croissance continue du crédit bancaire aux sociétés non financières. Au regard de l'environnement économique et financier, le taux de la réserve de protection du crédit (coussin de fonds propres contracyclo - *countercyclical capital buffer*, CCyB) demeure fixé, à 1 %. Concernant l'octroi de crédits immobiliers résidentiels, la norme² juridiquement contraignante demeure en application. Celle-ci impose un taux d'effort maximal de 35 % et une durée de remboursement limitée à vingt-cinq ans (vingt-sept ans pour certains cas spécifiques). L'utilisation de la marge de flexibilité dont bénéficient les établissements bancaires dans le cadre de cette mesure s'établit à 16,8 % au troisième trimestre 2025, restant en deçà du plafond de 20 %.

Au niveau européen, la Commission européenne a engagé la mise en œuvre des premières mesures concrètes prévues dans le cadre de sa stratégie en faveur de l'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI). En juin 2025, elle a adopté deux propositions de règlement visant à relancer le marché de la titrisation dans l'Union européenne.³ Elle a également annoncé, le 30 septembre, la mise en place d'une stratégie en faveur de l'éducation financière (une mission confiée par le législateur national à la Banque de France)⁴, et a publié une recommandation invitant les États membres à instaurer un cadre harmonisé pour les comptes d'épargne et d'investissement permettant aux citoyens de l'Union européenne de tirer davantage parti de leur épargne en augmentant le financement des entreprises dans l'Union⁵. Poursuivant le même objectif, la France, conjointement à plusieurs partenaires européens, a déjà introduit en juin le label Finance Europe, destiné à aider les épargnants européens à améliorer le rendement de leur épargne en dirigeant une part importante de leurs investissements vers le financement d'entreprises européennes⁶.

En outre, la Commission a présenté un ensemble de nouvelles propositions de mesures dans le cadre de l'UEI, faisant suite à plusieurs consultations publiques. En particulier, la Commission a adopté, le 4 décembre, un ensemble complet de propositions visant à supprimer les obstacles et à libérer tout le potentiel du marché unique des services financiers de l'Union européenne (*Market integration package*)⁷. Elle y envisage un ensemble de mesures législatives sur la négociation, la post-négociation et la gestion d'actifs ayant pour objectif de supprimer les obstacles aux opérations transfrontalières, de réduire les coûts et de simplifier les

¹ Cf. communiqué de presse du 16 décembre 2025 du HCSF.

² Décision HCSF-2021-7

³ La Commission propose des mesures visant à relancer le cadre de titrisation de l'UE | Commission Européenne

⁴ La stratégie nationale d'éducation économique, budgétaire et financière (EDUCFI) | Banque de France

⁵ Recommandation de la commission du 30.9.2025 | Eur-lex.europa.eu

⁶ Financer l'économie européenne avec le label européen « Finance Europe » | Ministère de l'Économie

⁷ La Commission lance un vaste paquet législatif visant à intégrer pleinement les marchés financiers de l'UE | Commission Européenne

règles. Elle propose également de renforcer la supervision des infrastructures de marché les plus importantes en transférant, au moyen d'une proposition législative, la supervision directe des contreparties centrales (CCP) et des dépositaires centraux de titres (CSD) d'importance significative à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Elle propose également de mieux prendre en compte l'innovation technologique en facilitant l'usage de la technologie de registre distribué (*distributed ledger technology*, DLT) par les infrastructures de marché. Ses propositions doivent à présent être négociées et approuvées par le Parlement européen et par le Conseil. Parallèlement, la Commission a mené une consultation publique au sujet de la création d'un cadre juridique optionnel pour les entreprises au niveau européen ayant pour but de réduire la fragmentation réglementaire entre États membres, identifiée comme un frein à la compétitivité au sein de l'Union.

Par ailleurs, la Commission a mis en application le principe de la simplification réglementaire en annonçant la dépriorisation d'environ une centaine de mesures d'exécution de textes législatifs déjà adoptés⁸. La Commission a précisé qu'elle n'adopterait pas ces mesures non essentielles avant le 1er octobre 2027. Cette approche pragmatique s'inscrit dans la volonté de rationaliser le cadre réglementaire tout en préservant la cohérence des objectifs de l'Union en matière d'investissement et d'efficacité administrative, conformément au programme de simplification engagé.

S'agissant plus précisément de la simplification de la réglementation prudentielle bancaire, l'Autorité bancaire européenne (ABE)⁹ et la BCE¹⁰ ont publié des rapports faisant état des actions entreprises à leur niveau pour simplifier les cadres de supervision et de reporting. Ils formulent par ailleurs des recommandations concernant les règles prudentielles, dans la perspective de la revue du paquet bancaire que la Commission mènera en 2026 sur la base du mandat prévu dans le CRR3. Les mesures déjà proposées ou à venir par la Commission européenne, l'ABE et la BCE vont dans le sens des leviers d'actions¹¹ identifiés par la Banque de France pour aboutir à la création d'une véritable Union pour l'épargne et l'investissement. Elles doivent cependant être priorisées, notamment en faveur des fonds propres, et amplifiées sur la simplification.

Le Parlement européen et le Conseil ont également poursuivi leurs travaux. D'une part, l'Eurogroupe a annoncé, le 19 septembre, être parvenu à un accord sur les modalités de détermination de la limite de détention de l'euro numérique, en accordant un pouvoir de décision aux États membres¹², et le 27 octobre, le rapporteur du Parlement a présenté ses conclusions relatives à la proposition de règlement sur l'euro numérique. D'autre part, un compromis a été trouvé entre le Parlement européen et le Conseil sur le paquet concernant la gestion des crises et la garantie des dépôts (*crisis management and deposit insurance*, CMDI), visant à réformer le dispositif européen pour renforcer la résilience et la stabilité du système financier de l'Union¹³.

Au niveau international, le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) poursuit ses travaux visant à mieux surveiller et encadrer les risques liés à l'intermédiation financière non bancaire. L'intermédiation financière non bancaire est devenue une composante essentielle du système financier, représentant actuellement plus de 50 % des actifs financiers mondiaux, selon le rapport du FSB de décembre 2025 sur le secteur financier non bancaire¹⁴. Le FSB a d'ailleurs publié en juillet 2025 un rapport sur les risques liés à l'effet de levier dans ces acteurs financiers¹⁵ : le document propose des recommandations visant à doter

⁸ [Dépriorisation des actes de niveau 2 dans la législation sur les services financiers](#)

⁹ [Rapport ABE, octobre 2025](#)

¹⁰ [BCE, Simplification de la réglementation, de la supervision et du cadre de reporting prudentiel, décembre 2025](#); [BCE, Streamlining supervision, safeguarding resilience: the ECB's agenda for more effective, efficient and risk-based European banking supervision, décembre 2025](#).

¹¹ « L'Union pour l'épargne et l'investissement : incarner (enfin) une idée en actions » | Banque de France

¹² [Eurogroupe - Consilium](#)

¹³ [Commission welcomes the political agreement on the review of the bank crisis management and deposit insurance framework - Finance](#)

¹⁴ [FSB reports continued growth in nonbank financial intermediation in 2024 to \\$256.8 trillion - Financial Stability Board](#)

¹⁵ [Leverage in Nonbank Financial Intermediation: Final report](#)

les autorités d'un cadre d'identification et de suivi des vulnérabilités liées à l'usage du levier, à renforcer le cadre réglementaire existant et à améliorer l'accès aux données relatives à ces acteurs et à leur usage¹⁶.

Le FSB poursuit également son étude de l'impact des nouvelles technologies pour la stabilité financière mondiale. Le FSB a publié en octobre 2025 un rapport issu d'une revue thématique¹⁷ sur la mise en œuvre de son cadre de régulation des cryptoactifs et des jetons stables (*stablecoins*), soulignant des avancées, mais aussi des écarts persistants entre juridictions. L'institution appelle à une mise en œuvre plus homogène du cadre mondial et à une coopération internationale renforcée. Dans un autre rapport publié en octobre 2025¹⁸, le FSB s'intéresse aux défis de l'intelligence artificielle en matière de stabilité financière et propose des indicateurs pour renforcer les approches de surveillance dans l'adoption de ces technologies et des vulnérabilités associées.

Enfin, le FSB a entamé une évaluation de la mise en œuvre des réformes financières décidées depuis la crise de 2008. Dans un rapport préliminaire¹⁹, présenté au G20 en octobre, le FSB souligne un certain nombre de retards, en particulier dans l'application des accords de Bâle III. Il est à noter que les autorités américaines ne devraient préciser leur calendrier de mise en œuvre de ces accords que début 2026. Dans ce contexte, s'agissant de la réforme du cadre sur les risques de marché, qui concerne des activités soumises à une forte concurrence internationale, la Commission européenne²⁰ et la Banque d'Angleterre²¹ ont adopté respectivement en juin et en juillet derniers un délai supplémentaire pour sa mise en œuvre (2027 en Europe, 2028 au Royaume-Uni s'agissant de l'approche modèles internes).

Un ralentissement général des travaux internationaux concernant les risques de stabilité financière liés au climat est à noter, à l'exception importante du réseau informel NGFS. Au-delà du cadre prudentiel bancaire, les autorités américaines ont engagé un programme de réformes nationales destiné à alléger les contraintes imposées au secteur financier. Sur les défis financiers liés au changement climatique plus largement, les divergences entre les États-Unis et le reste du monde s'accroissent : à titre d'exemple, les États-Unis ont décidé de supprimer le groupe de travail consacré à ces sujets dans le cadre de leur présidence du G20 en 2026, et ont retiré leur soutien aux principes de gestion du risque climatique pour les grandes institutions bancaires²², ce qui pourrait contribuer à alimenter les vulnérabilités du secteur financier et encourager l'arbitrage réglementaire.

¹⁶ [FSB Workplan to Address Nonbank Data Challenges](#)

¹⁷ [Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities](#)

¹⁸ [Monitoring Adoption of Artificial Intelligence and Related Vulnerabilities in the Financial Sector](#)

¹⁹ [G20 Implementation Monitoring Review Interim report](#)

²⁰ [Commission proposes to postpone by one additional year the market risk prudential requirements under Basel III](#)

²¹ [CP17/25 – Basel 3.1: Adjustments to the market risk framework | Bank of England](#)

²² [Agencies announce withdrawal of principles for climate-related financial risk management](#)

1. Analyse transversale des vulnérabilités

1.1 Dans un environnement incertain, les trajectoires budgétaires, notamment en France, font peser un risque sur les conditions de financement

L'environnement macroéconomique apparaît globalement résilient, mais les perspectives de croissance restent entourées d'aléas

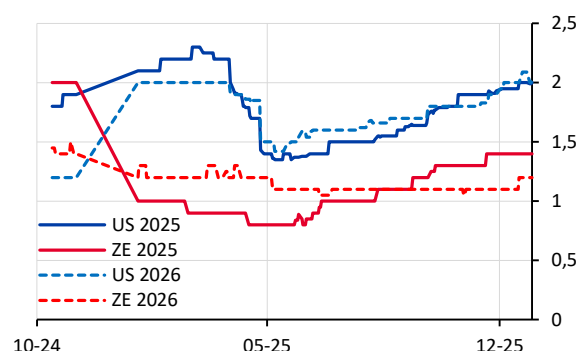
Le système financier français évolue dans un environnement global incertain et doit composer avec des perspectives de croissance modérées. L'incertitude générée par la hausse unilatérale des tarifs douaniers américains n'est que partiellement retombée à la suite de la conclusion d'accords commerciaux à l'été 2025. Elle se traduit par une réorganisation progressive des chaînes de valeur à l'échelle internationale et par des barrières commerciales significativement plus élevées qu'elles ne l'étaient début 2025. Dans ce contexte, les perspectives de croissance demeurent limitées, bien qu'en légère hausse par rapport au pic d'incertitude observé en avril 2025 (cf. graphique 1.1). En octobre 2025, le Fonds monétaire international (FMI) a ainsi relevé ses prévisions de croissance mondiale à 3,2 % pour 2025, contre 2,8 % anticipés en avril. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2025 de la Banque de France, la croissance française est attendue à 0,9 % en 2025, en retrait par rapport à 2024 où elle atteignait 1,1 %. Elle augmenterait ensuite modérément pour atteindre 1 % en 2026 et en 2027, tirée par un raffermissement de la consommation des ménages, une reprise de l'investissement privé et une moindre incertitude des politiques commerciales. Les aléas autour de ces prévisions de croissance sont globalement équilibrés, les surprises favorables récentes quant à l'activité pouvant constituer les premiers signes d'un rebond de la demande privée plus rapide. À l'inverse, un maintien de l'instabilité politique et budgétaire serait de nature à renforcer l'attentisme des entreprises et des ménages.

Le retour de l'inflation proche de sa cible en zone euro et dans la plupart des économies avancées a permis aux banques centrales d'assouplir progressivement leurs conditions de financement. L'inflation sur une année glissante en zone euro s'est établie à 2 % en décembre 2025, à un niveau proche de celui de décembre 2024 et bien en-deçà du pic de 10,6 % atteint en octobre 2022. Dans ce contexte, la BCE a procédé à plusieurs baisses de taux, dont la dernière en juin 2025 a porté le taux de la facilité de dépôt à 2 % (cf. graphique 1.2). L'inflation demeure plus élevée aux États-Unis, mais son recul depuis le pic de 2022, en lien avec le ralentissement de l'emploi, a permis à la Réserve fédérale de baisser ses taux de 175 points de base entre septembre 2024 et décembre 2025. Par ailleurs, des préoccupations persistent quant à l'effectivité de l'indépendance de la Réserve fédérale des États-Unis, condition nécessaire pour ancrer les anticipations d'inflation et garantir la crédibilité des décisions de politique monétaire.

L'environnement géopolitique reste une source de chocs, alors que les tensions demeurent vives en Ukraine, au Proche-Orient, en mer de Chine et en mer des Caraïbes. Une escalade potentielle pourrait affecter les chaînes d'approvisionnement et générer davantage d'incertitude pour les agents économiques et les opérateurs de marché. Cependant, le relatif relâchement des tensions géopolitiques au Proche-Orient représente un élément de résilience pour le système financier. Par ailleurs, la baisse concomitante des primes de risque sur les cours du pétrole constitue un facteur désinflationniste dans un contexte d'abondance de l'offre.

Graphique 1.1 : Évolution des prévisions de croissance aux États-Unis et en zone euro pour 2025 et 2026

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



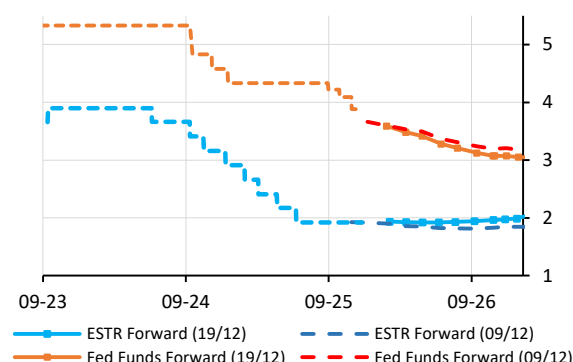
Note : Consensus Bloomberg établi à partir des prévisions d'un panel d'analystes.

Source : Bloomberg

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.2 : Anticipation de marché des taux directeurs aux États-Unis et en zone euro

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



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

La persistance de déséquilibres budgétaires dans les grandes économies avancées est de nature à affecter négativement les conditions de marché

À l'échelle mondiale, les niveaux de dette publique sont élevés et en hausse. Les besoins de financement sont tirés par le secteur de la défense, la nécessaire transition écologique mais aussi le vieillissement de la population. D'après le FMI, la dette publique mondiale devrait ainsi excéder 100 % du PIB à l'horizon 2029, un niveau qui n'a plus été atteint depuis 1948. La part des dépenses publiques rapportées au PIB a ainsi doublé depuis les années 1960 pour atteindre 42 % dans les économies avancées en 2023²³. Par ailleurs, l'environnement de taux plus élevés contribue à renforcer la charge d'intérêts sur les nouvelles émissions obligataires. Pour répondre à ces enjeux, les États ont largement recours à l'émission de titres souverains qui viennent renforcer le niveau d'offre sur les marchés obligataires mondiaux. Une poursuite de la trajectoire d'endettement actuel pourrait venir éprouver les capacités d'absorption du marché, et conduire à une détérioration des conditions de financement des États.

La hausse des besoins de financement des États fait face à une évolution des facteurs de demande sur les marchés de dette souveraine. La fin des politiques d'assouplissement quantitatif puis la réduction du bilan des principales banques centrales renforcent mécaniquement le rôle des autres participants de marchés, plus sensibles aux prix, dans l'absorption de l'offre de titres souverains. Par ailleurs, certains moteurs structurels de la demande pour les obligations de très longue maturité s'amenuisent, en particulier dans la zone euro avec la réforme des fonds de pension néerlandais, jusqu'ici parmi les principaux acheteurs sur ces segments (cf. encadré 1.1). Certains émetteurs souverains ajustent leur stratégie d'endettement en réduisant la part des émissions à long terme. Dans le même temps, les encours de dette souveraine détenus par des acteurs non bancaires financés par endettement en *repo*²⁴ augmentent, en particulier aux États-Unis, ce qui renforce les liens entre les conditions de financement sur les marchés monétaires et le bon fonctionnement du marché des obligations souveraines (cf. ci-dessous).

La progression des rendements des obligations souveraines à très long terme durant l'année 2025 témoigne des risques quant au coût de financement de la dette. Alors que les taux d'intérêt à court terme ont été globalement stables en 2025 dans la zone euro et en baisse aux États-Unis (- 70 points de base pour le taux à deux ans américain), l'écart entre les taux à court et à long terme a augmenté durant l'année 2025, dans un mouvement de pentification des courbes de taux. Cette tendance a été particulièrement marquée sur la partie très longue de la courbe, avec une augmentation de l'écart entre les taux à trente ans et les taux à dix ans (+ 45 points de base

²³ *Fiscal Monitor*, FMI, octobre 2025.

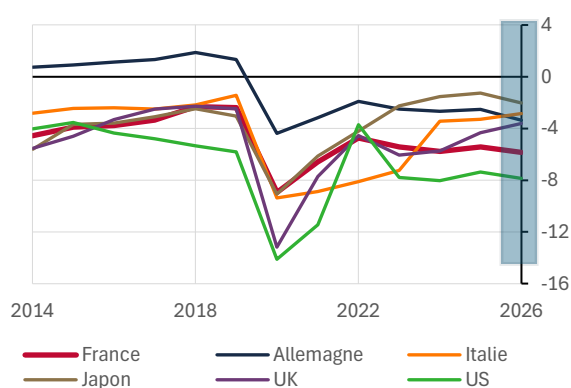
²⁴ *Repurchase agreement*, ou marché de la pension livrée.

pour les rendements allemands, et + 55 points de base pour les rendements américains, cf. graphique 1.4). Ces dynamiques correspondent à une hausse de la prime de terme, à savoir le rendement supplémentaire que les investisseurs exigent pour détenir des obligations à long terme par rapport à des placements à court terme. Les participants de marché ont associé cette hausse des primes de terme à des inquiétudes croissantes autour des trajectoires d'endettement public et de la capacité d'absorption des volumes d'émission par le marché. À l'exception notable du Japon, la pentification des courbes de taux a cessé à partir du mois de septembre, mais un regain d'inquiétudes sur les trajectoires budgétaires ou un déséquilibre entre offre et demande pourrait à nouveau provoquer un élargissement de l'écart entre taux longs et taux courts. En effet, la courbe des rendements des obligations d'État japonaises a connu une reprise marquée de pentification en novembre 2025, particulièrement prononcée sur le segment long, alors que les opérateurs anticipaient une série de mesures de relance budgétaire. Une telle évolution pèserait sur les conditions de financement de l'ensemble des acteurs économiques, pour lesquels les taux souverains constituent une référence.

Les marchés souverains européens demeurent vulnérables aux aléas entourant les politiques économiques américaines. À la suite des annonces des États-Unis sur les droits de douanes en avril 2025, le marché des titres du Trésor américains a traversé un épisode inhabituel de tensions, attribué à plusieurs facteurs (cf. *Rapport sur la stabilité financière* de juin 2025) : potentielles réallocations d'investisseurs étrangers, hausse de la volatilité entraînant des débouclages de positions à effet de levier et une augmentation des besoins de liquidité à travers les appels de marges, dégradation des perspectives macroéconomiques et budgétaires. Outre les incertitudes commerciales et budgétaires, des menaces sur l'indépendance de la Réserve fédérale ont pu contribuer à la hausse des taux de long terme, en affectant la confiance des investisseurs et en renforçant les anticipations d'inflation. Bien que le fonctionnement du marché se soit rapidement normalisé, l'incertitude des politiques publiques américaines demeure un facteur majeur de préoccupation pour les participants de marché²⁵. Même si la corrélation entre les taux souverains européens et américains a diminué à partir du mois d'avril par rapport à sa moyenne historique (cf. partie 1.2), un choc sur le marché des titres du Trésor américain aurait des effets de contagion sur les marchés européens, avec un effet haussier sur les taux d'intérêt mondiaux et une hausse de la volatilité de marché.

Graphique 1.3 : Déficits budgétaires réalisés et projections du FMI

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

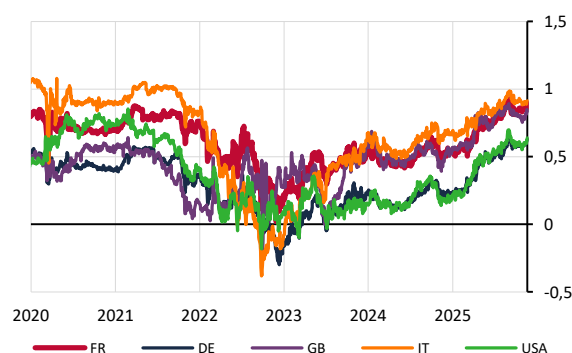


Note : Les projections sont faites à politique constante (no policy change).

Source : FMI.

Graphique 1.4 : Écart entre les rendements souverains à trente ans et à dix ans

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



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

²⁵ L'incertitude politique représente la principale source potentielle de choc sur une période de 12 à 18 mois selon les participants de marchés interrogés par le Réserve fédérale, FSR FED nov 2025 [Financial Stability Report; November 2025](#).

Encadré 1.1 : Réforme des fonds de pension néerlandais

Par Frédéric GUÉVEL

Les fonds de pension sont des acteurs majeurs du système financier, avec 56 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion au niveau mondial estimés par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) à fin 2023, en hausse de plus de 50 % en dix ans. Les fonds de pension néerlandais, qui totalisent environ 1 900 milliards d'euros d'actifs à fin 2024, sont les plus importants de la zone euro²⁶.

Le système des fonds de pension néerlandais est engagé dans une transition d'un régime à prestations définies, dans lequel les fonds garantissent le niveau futur de retraite, vers des régimes à cotisations définies, où le risque financier est transféré vers le salarié. Cette réforme vise à mieux gérer les risques liés aux variations de taux d'intérêt, à l'inflation et à l'allongement de l'espérance de vie. Dans un système à prestations définies, les fonds de pension portent le risque de garantir des flux de retraite souvent très longs, parfois supérieurs à trente ou quarante ans. Ces engagements sont extrêmement sensibles aux variations de taux : leur valeur actualisée augmente lors d'une baisse des taux et, inversement, diminue lorsque les taux augmentent. Pour aligner la sensibilité au risque de taux de leurs actifs sur celle de leurs engagements, les fonds de pension à prestation définie investissent massivement dans des obligations à long terme, et recourent à des instruments de couverture, notamment les *swaps* de taux²⁷. Les fonds de pension néerlandais détenaient environ 9 % de la dette française de maturité supérieure à vingt ans au premier trimestre 2025.

La réforme pourrait réduire durablement la demande pour les obligations et dérivés de taux de très longue maturité en euro. En passant à un système à cotisations définies, les fonds n'ont plus besoin d'adosser aussi étroitement leurs actifs aux engagements futurs, puisque ces engagements ne sont plus garantis. Dans ce contexte, la banque centrale des Pays-Bas estime que les fonds réduiront leurs positions en obligations d'État et en *swaps* de taux de maturité supérieure à vingt-cinq ans d'environ 100 milliards à 150 milliards d'euros, mais l'ampleur effective de ces réallocations reste difficile à prévoir, car elle dépendra des conditions et des stratégies mises en œuvre par chaque fonds de pension. À titre de comparaison, l'encours total d'obligations publiques de ces maturités atteint environ 900 milliards d'euros, et la position nette en *swaps* de taux dépasse 300 milliards d'euros²⁸. La baisse potentielle de la demande pourrait se traduire par une pentification de la courbe des taux, avec une hausse des taux à long terme (notamment sur le segment de dix à trente ans) par rapport aux taux à court terme. Dans le même temps, les fonds de pension devraient accroître leur exposition aux actions et aux autres actifs risqués.

Les modalités opérationnelles de cette transition pourraient comporter des risques pour les conditions de marché. Le volume total de transactions attendu représente plus d'un mois d'activité normale sur le marché des *swaps* de taux en euros, ce qui pourrait créer des tensions si ces flux sont concentrés. Cette transition sera étalée dans le temps. Une majorité de fonds de pension prévoient de basculer soit début 2026, soit début 2027. Une fois la transition effectuée, les fonds de pension bénéficieront d'une période de douze mois pour ajuster leurs portefeuilles. Enfin, les conditions d'absorption de ces flux par le marché dépendront de la réaction des autres participants : certains *hedge funds* se sont déjà positionnés pour tirer profit de ces mouvements, ce qui peut renforcer la baisse du prix des obligations à long terme, mais contribue aussi à renforcer la liquidité.

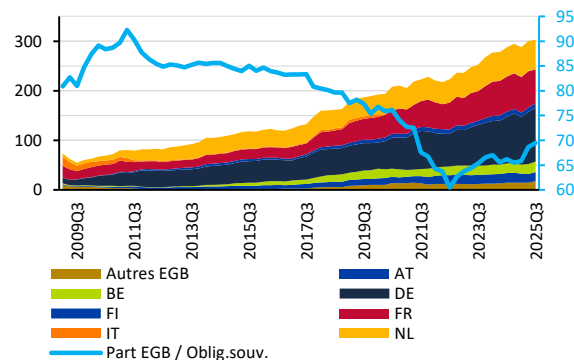
²⁶ Le poids des fonds de pension est nettement plus faible dans des pays comme la France et l'Allemagne, où les régimes de retraite par répartition dominent.

²⁷ Les stratégies de couverture reposant sur des dérivés exposent les fonds de pension à un risque de liquidité lié à la hausse des appels de marge en cas de hausse rapide des taux d'intérêt.

²⁸ De Nederlandsche Bank (2025), « [New pension contract: implications for international interest rate markets](#) », 22 octobre.

Graphique 1 : Détentions d'obligations d'État européennes par les fonds de pension néerlandais

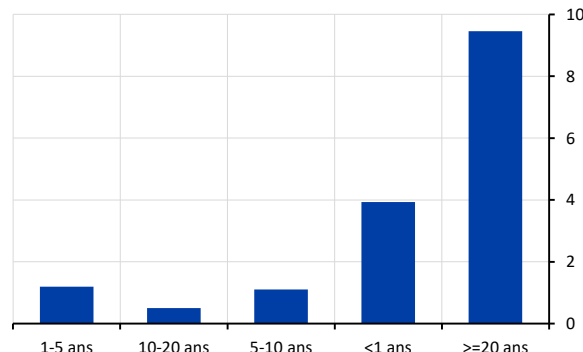
x : axe temporel / y : [gauche] montant (en milliards d'euros) ; [droite] part dans le total d'actifs (en %)



Sources : SHS-S, calculs Banque de France.
Dernier point : troisième trimestre 2025.

Graphique 2 : Part de la dette souveraine française détenue par les fonds de pension néerlandais

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



Sources : SHS-S, calculs Banque de France.
Dernier point : troisième trimestre 2025.

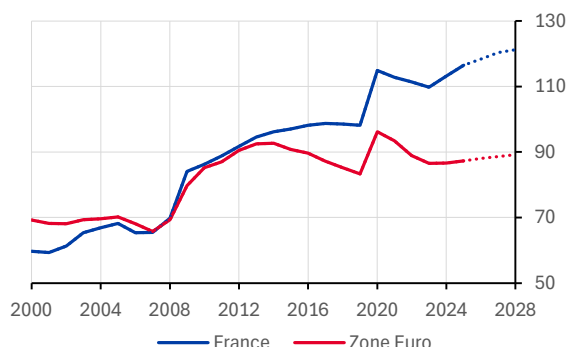
En France, l'incertitude budgétaire présente un risque pour la stabilité financière

En France, la réduction du déficit budgétaire est indispensable pour stabiliser la trajectoire d'endettement. En 2025, le solde public devrait être en ligne avec la prévision de la loi de finances à $-5,4\%$ du PIB, soit une amélioration de 0,4 point de PIB par rapport à 2024, mais un niveau encore inférieur au solde stabilisant le ratio d'endettement, estimé à $-2,1\%$. Cette réduction du déficit résulterait principalement des mesures fiscales augmentant le taux de prélèvements obligatoires ($+0,8$ point de PIB). D'après les projections de la Banque de France, arrêtées le 3 décembre 2025 et s'appuyant sur les hypothèses du projet de loi de finances et du projet de loi de financement de la sécurité sociale initiaux, le déficit public pour 2026 aurait été réduit un peu en dessous de 5% du PIB. Toutefois, la loi de financement de la Sécurité sociale votée par l'Assemblée nationale prévoit un niveau de dépenses supérieur à celui du projet initialement présenté et en l'absence de vote de la loi de finances, une loi spéciale reconduisant les dispositions budgétaires et fiscales de 2025 a été adoptée. Dans ces circonstances, il apparaît probable que le déficit public ressorte plus élevé que les hypothèses budgétaires retenues. À l'horizon 2027-2028, la Banque de France retient une hypothèse conventionnelle d'ajustement structurel primaire inférieur à celui communiqué par le gouvernement, car celui-ci est fondé sur des économies non encore explicitées. En l'absence de mesures supplémentaires, l'ajustement budgétaire supposé dans le scénario de la Banque de France serait insuffisant pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB d'ici 2028. Ce ratio augmenterait sur tout l'horizon de prévision et s'établirait un peu au-dessus de 120% du PIB en 2028 (cf. graphique 1.5). Cela élargirait l'écart avec la zone euro dans son ensemble, où le ratio de dette serait proche de 90% du PIB en 2028.

Le marché de la dette souveraine française demeure globalement stable et pleinement fonctionnel en dépit des incertitudes géopolitiques et budgétaires. Malgré des épisodes de volatilité en lien avec l'incertitude politique, l'écart de rendement entre les titres souverains français et allemands a légèrement diminué en 2025, dans un contexte favorable d'appétit au risque et de convergence des rendements en zone euro. Dans le même temps, les primes de risques se sont sensiblement réduites dans certaines juridictions comme l'Italie et l'Espagne à la faveur de l'amélioration des perspectives budgétaires. Ainsi, l'écart entre les rendements des obligations italiennes et françaises à dix ans, qui s'élevait encore à plus de 30 points de base en janvier 2025, s'établissait à un niveau quasiment fin décembre. La dette souveraine française bénéficie d'une profondeur de marché importante et d'une forte liquidité sur les marchés primaire et secondaire. Les adjudications qui se sont déroulées au cours de l'année 2025 ont ainsi connu des niveaux de demande historiquement élevés, avec un ratio de couverture généralement supérieur à 3.

Graphique 1.5 : Dette publique en France et en zone euro

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

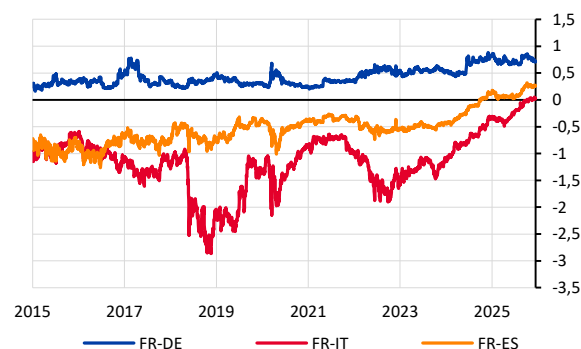


Note : Les projections de la Banque de France se fondent sur des ajustements strictement conventionnels, c'est-à-dire n'intégrant que les mesures législatives déjà actées.

Sources : Insee et Eurostat jusqu'en 2024, projections Banque de France et Eurosystem sur fond bleu.

Graphique 1.6 : Évolution des spreads souverains à 10 ans par rapport à la France

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



Source : LSEG Workspace, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

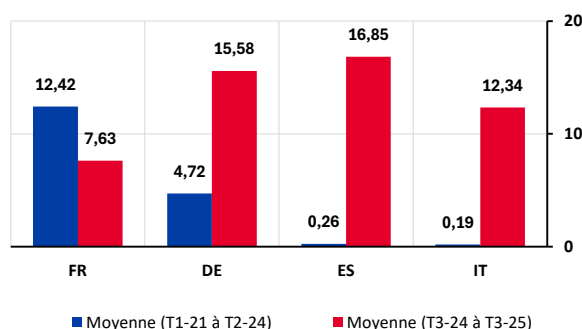
Les facteurs de soutien dont bénéficie la dette souveraine française pourraient toutefois être fragilisés en l'absence de réduction suffisante du déficit public. Au-delà de 5 % de déficit, les finances publiques entreraient dans une zone de danger, avec des risques accrus de retournement brutal sur le marché de la dette souveraine face à un enchaînement de signaux négatifs. D'une part, la France s'écarterait de la trajectoire d'ajustement prévue par la procédure de déficit excessif. De plus, la note attribuée à la dette souveraine française serait exposée à de nouvelles dégradations en l'absence de progrès effectifs. L'abaissement de la note souveraine française par plusieurs agences de notation en 2025 a eu des effets jusqu'ici limités, mais de nouvelles dégradations pourraient contraindre certains investisseurs à réduire leurs expositions à la dette souveraine française. Enfin, une détérioration des perspectives budgétaires pourrait se traduire par une hausse de la volatilité et une détérioration de la liquidité de la dette souveraine française. Ces dynamiques pourraient être amplifiées par certains acteurs de marché procycliques tels que les *hedge funds*. Dans un tel scénario, la prime de risque sur la dette souveraine française augmenterait, avec également une détérioration des conditions de financement des banques, des entreprises, et des ménages, qui pèserait sur l'investissement et renforcerait les risques pour la soutenabilité de la dette publique.

Alors que les volumes de dettes souveraines européennes à absorber par les investisseurs resteront élevés en 2026, il est indispensable de préserver les conditions d'un bon fonctionnement du marché de la dette française. La mise en œuvre de la politique de resserrement quantitatif de l'Eurosystem depuis 2022 a conduit mécaniquement à une augmentation des détentions par des investisseurs plus sensibles aux prix, particulièrement les banques françaises et celles du reste de la zone euro. La part des investisseurs non-résidents dans la détention de dette souveraine française a également progressé depuis 2022, après avoir reflué jusqu'en 2021 dans le contexte des programmes d'achats de la BCE. Depuis 2024 et la hausse des tensions sur le marché souverain français, les investisseurs non-résidents ont continué à augmenter leurs détentions de titres souverains, mais à un rythme plus réduit que sur d'autres EGB. Parmi ces investisseurs non-résidents, le rôle des *hedge funds* sur le marché secondaire s'est accru depuis 2022, même si leur poids dans le total des détentions reste difficile à estimer. L'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché des dettes souveraines européennes continuera à évoluer avec la hausse des besoins de financement qui se poursuivra en 2026, sous l'effet du déficit français, du plan de relance allemand et des impératifs de défense. Les émissions nettes d'EGB se stabiliseraient ainsi à un niveau élevé autour de 500 milliards d'euros en 2026, soit l'équivalent d'environ 3,5 % du PIB. Les émissions

nettes de dette souveraine française à moyen et long terme étaient estimés à 136 milliards d’euros en 2026 sur la base du projet de loi de finances²⁹, un niveau proche de celui des émissions allemandes attendues.

Graphique 1.7 : Rythme trimestriel moyen d’achats par les investisseurs hors zone euro de dette émise par les secteurs publics

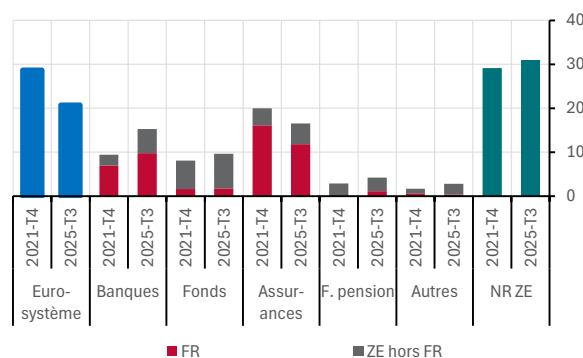
x : juridictions / y : montant (en milliards d’euros)



Sources : Banque de France, SHSS.
Dernier point : troisième trimestre 2025.

Graphique 1.8 : Évolution de la base d’investisseurs sur la dette des administrations publiques françaises par type d’investisseur

x : axe temporel / y : % du stock de dette



Note : NR ZE = non-résidents hors zone euro
Sources : Banque de France, SHSS, CSDB.
Dernier point : troisième trimestre 2025.

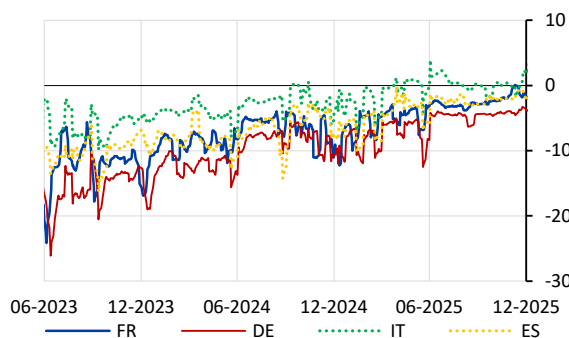
La stabilité du marché du *repo* est nécessaire au bon fonctionnement des marchés souverains

Depuis 2022, les marchés du *repo* dans la zone euro et aux États-Unis évoluent de façon similaire sous l’effet du resserrement quantitatif. Dans la zone euro, la baisse de l’excès de liquidité, la baisse de la détention de titres de l’Eurosysteme et l’augmentation des émissions souveraines ont mis fin au phénomène de rareté du collatéral, qui tiraient les taux de *repo* vers le bas³⁰. Fin octobre 2025, les taux de *repo* sur collatéral français, espagnol et italien se situaient autour du taux de la facilité de dépôt de la BCE (2 %), et le taux sur collatéral allemand légèrement en dessous (cf. graphique 1.9). Avec la baisse de l’excédent de liquidité, le marché du *repo* redevient ainsi un marché de financement, avec une part plus importante d’opérations où les banques en excédent de liquidité prêtent aux participants de marché en recherche de liquidité à des taux supérieurs au taux de la facilité de dépôt de la BCE. Cette remontée progressive du taux de *repo* correspond au fonctionnement attendu du marché dans un contexte de réduction de l’excédent de liquidité. Aux États-Unis, le taux de *repo* au jour le jour adossé aux titres du Trésor américains (*secured overnight financing rate*, SOFR) a augmenté partir de septembre 2025, dépassant le taux de rémunération des réserves (*interest rate on reserve balances*, IORB) et même temporairement le taux de la *standing repo facility* de la Réserve Fédérale, censé plafonner les taux sur le marché du *repo* (cf. graphique 1.10). Cette évolution reflète une dynamique similaire de baisse structurelle de la liquidité excédentaire liée au resserrement quantitatif et de hausse des émissions de titres souverains, accentuée par des facteurs techniques conjoncturels (notamment l’augmentation temporaire du compte du Trésor à la Réserve fédérale dans le contexte du *shutdown*). L’annonce de la fin du resserrement quantitatif de la Réserve fédérale à compter de décembre 2025 a permis d’atténuer ces pressions.

³⁰ En période de rareté du collatéral et d’excédent de liquidité, la motivation première des intervenants sur le marché du *repo* est moins d’obtenir de liquidité que de sécuriser l’accès à du collatéral de bonne qualité.

Graphique 1.9 : Écart entre le taux de repo français overnight et le taux de la facilité de dépôt (DFR)

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



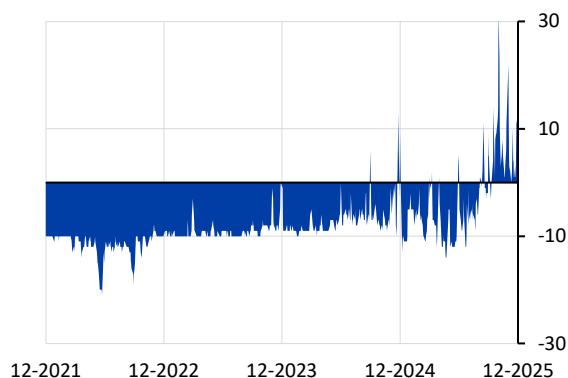
Note : Moyenne glissante sur 10 jours. Écarts des taux repo GC (ou « General Collateral ») par rapport au DFR pondérés par les volumes.

Sources : SFTDS, Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.10 : Écart entre le taux de repo overnight (SOFR) et le taux de rémunération des réserves à la Fed (IORB)

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



Source : Réserve fédérale des États-Unis.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Le marché du repo joue un rôle important dans le fonctionnement du marché souverain. Il permet aux participants de marché de prêter ou d'emprunter des obligations souveraines contre des financements et participe ainsi à la liquidité et la formation des prix sur le marché secondaire. Les banques et les *brokers dealers* sont les principaux intervenants sur ce marché, où ils jouent un rôle d'intermédiaire entre des acteurs cherchant à prêter des liquidités (par exemple des fonds monétaires) et des acteurs cherchant à emprunter des liquidités (par exemple des fonds d'investissement).

Les hedge funds en particulier ont une présence croissante sur le marché du repo, qui leur permet de financer des positions à effet de levier sur les marchés de dette souveraine. Les autorités américaines ont identifié une hausse de 1 000 milliards de dollars des détentions de titres du Trésor américain par des *hedge funds* établis aux îles Caïmans entre 2022 et 2024, soit 37 % des émissions nettes au cours de la période³¹. Ces fonds mettent notamment en œuvre des stratégies de valeur relative visant à exploiter des écarts de valorisation entre les titres souverains et les instruments dérivés de taux correspondants (*basis trade*). Ces stratégies reposent sur l'achat de titres d'États financés en repo et sur la prise de positions de couverture sur les marchés dérivés, de manière à neutraliser l'exposition aux mouvements des taux d'intérêt, tout en mobilisant un effet de levier significatif (cf. encadré 1.2 du [Rapport de stabilité financière](#) publié au mois de juin 2025). Leur rôle sur le marché du repo apparaît déterminant : à l'automne 2025, selon les données de l'*Office of Financial Research (OFR)*, ils empruntaient environ 3 000 milliards de dollars de liquidité via des opérations de repo, contre environ 1 300 milliards de dollars de prêts, tous collatéraux confondus³². La part des *hedge funds* sur les marchés de dette souveraine européenne demeure difficile à estimer sur la base des données à la disposition des autorités européennes, car ces fonds sont généralement domiciliés hors d'Europe, notamment aux îles Caïmans. L'analyse de leurs positions en repo suggère toutefois que leur présence progresse, bien qu'elle reste plus limitée que sur le marché américain. Les volumes de repo en euros réalisés par des *hedge funds* avec une contrepartie européenne ont doublé entre 2023 et 2025, les *hedge funds* étant devenus emprunteurs nets de liquidités contre des titres d'État européens à hauteur d'environ 80 milliards d'euros³³ dont 25 milliards d'euros contre des OAT (cf. graphique 1.11). Les stratégies mises en œuvre par les *hedge funds* sur le marché européen

³¹ Barth (D.) et al. (2025), « [The cross-border trail of the treasury basis trade](#) », *FEDS Notes*, Réserve fédérale des États-Unis, 15 octobre.

³² Office of Financial Research, « [SEC Form PF](#) ». Voir aussi, à ce sujet : Banegas (A.) et Monin (P.) (2023), « [Hedge fund treasury exposures, repo, and margining](#) », *FEDS Notes*, Réserve fédérale des États-Unis, 8 septembre, où les auteurs estiment que, à la fin de 2022, les *hedge funds* avaient contracté environ 553 milliards de dollars d'emprunts de liquidité en repo adossés aux titres du Trésor américain, soit près de 45 % de l'encours total de leurs emprunts de liquidité en repo à cette période, tous collatéraux confondus.

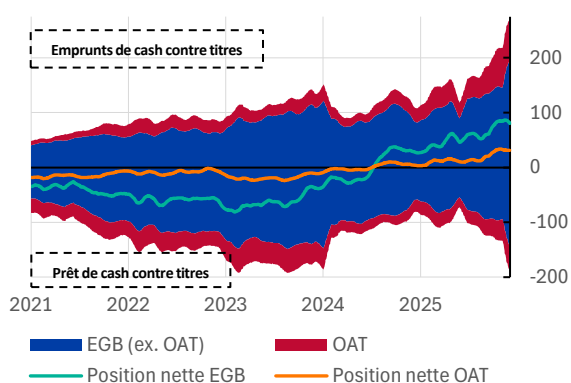
³³ Voir aussi les estimations BCE à ce sujet : [Tracing the growing role of hedge funds](#)

apparaissent plus diversifiées qu'aux États-Unis, avec notamment des stratégies concernant le cycle d'adjudication³⁴ ou des stratégies de valeur relative entre titres d'État.

Les positions de prêt/emprunt de titres de dette souveraine se caractérisent par une forte concentration des intermédiaires. Le financement des *hedge funds* sur le marché du repo est assuré par un nombre réduit de banques systémiques, ce qui crée un risque de non-substituabilité en cas de retrait de ces acteurs. En Europe, cinq banques assurent 79 % du financement total accordé aux *hedge funds*. Par ailleurs, l'exposition des banques de la zone euro aux *hedge funds* à travers les opérations de repo reste concentrée sur un nombre limité d'acteurs : les trois plus grands *hedge funds* emprunteurs comptant en moyenne pour 43 % de l'encours total. Les opérations de repo impliquant des *hedge funds* ne sont pour la plupart pas compensées par une chambre de compensation. Les décotes (*haircuts*) appliquées sur la valeur des titres souverains pour ces opérations de repo non compensées sont le plus souvent nulles (cf. graphique 1.12), alors qu'elles sont de l'ordre de 2 % pour les opérations compensées. Les décotes permettent de limiter le risque de contrepartie pour les banques prêteuses et de contenir le niveau de levier possible pour les *hedge funds*. Les participants de marché expliquent le faible niveau des décotes par des pratiques de calcul des marges de protection au niveau de l'ensemble d'un portefeuille d'expositions entre une banque et un fonds : le collatéral est apporté pour couvrir l'exposition nette d'un portefeuille, plutôt que celle de chaque opération de repo prise isolément. La Banque des règlements internationaux (BRI) estime toutefois que la prise en compte de ces pratiques de marge au niveau du portefeuille ne modifie pas le constat du faible niveau de décotes sur le marché des repo adossés à des titres souverains³⁵.

Graphique 1.11 : Encours de repo des hedge funds contre collatéral de dette dans la zone euro

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



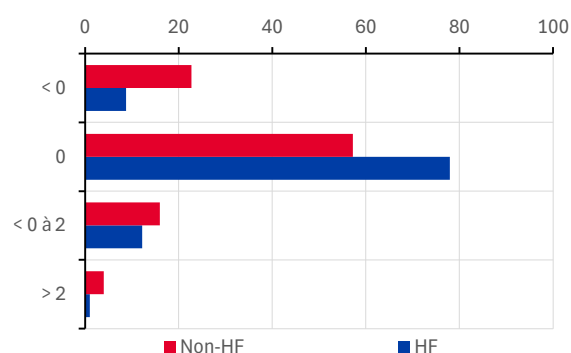
Note : Moyenne glissante sur 20 jours. Les transactions considérées impliquent au moins une entité soumise au reporting SFTR. L'identification des *hedge funds* est réalisée à partir des bases de données Lipper et de la BCE, incluant les fonds domiciliés aux Cayman, Bermudes et Îles Vierges britanniques.

Sources : SFTDS, LSEG Lipper, BCE, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.12 : Décotes sur les repo non-compensés contre dette française

x : % de transactions repo / y : niveau de décote



Note : Moyenne annuelle sur l'année 2025.

Sources : SFTDS, calculs Banque de France.

Les positions à effet de levier des *hedge funds* sont vulnérables à une détérioration des conditions de financement sur le marché du repo et à une forte hausse de la volatilité sur les marchés. Des tensions sur le marché du repo, qu'elles se manifestent par une hausse des coûts de financement ou par une contraction des volumes, pourraient contraindre des *hedge funds* à déboucler leurs positions à effet de levier sur les obligations souveraines. Un assèchement du marché du repo pourrait notamment provenir d'une réduction de la capacité d'intermédiation des principales banques actives sur le marché. Si ces capacités d'intermédiation apparaissent

³⁴ 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.

³⁵ Voir aussi Hermes (F.), Schmeling (M.) et Schrimpf (A.), « [Unpacking repo haircuts and their implications for leverage](#) », *BIS bulletin*, n° 117, 2 décembre.

suffisantes pour le moment, elles pourraient se réduire en cas de tensions sur les marchés³⁶. Plus largement, les positions d'arbitrage des *hedge funds* sont sensibles à une hausse brutale de la volatilité sur les marchés, susceptible de déclencher une hausse des appels de marge sur les positions de produits dérivés, et donc un risque de vente en urgence d'obligations souveraines. Des débouclages de positions à effet de levier ont déjà amplifié des épisodes de volatilité des titres du Trésor américain lors de la crise Covid-19, en mars 2020, ou plus récemment, en avril 2025.

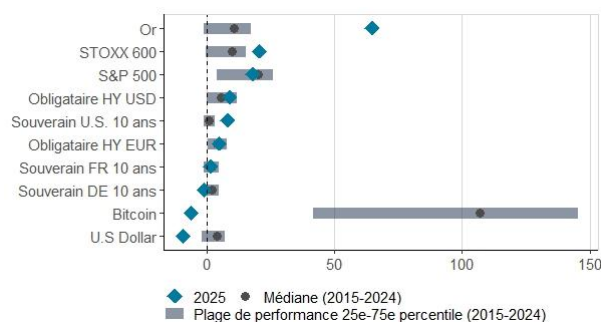
1.2 Sur les marchés d'actions, des inquiétudes croissantes quant aux niveaux de valorisations, en particulier liées à l'intelligence artificielle

Rebond des prix d'actifs et atténuation de la volatilité dans un contexte d'incertitude persistante

Les politiques économiques des États-Unis ont alimenté une exubérance des actifs risqués depuis la chute provoquée par l'annonce de tarifs douaniers le 2 avril 2025. Au second semestre 2025, les marchés ont anticipé une politique monétaire américaine plus accommodante, une atténuation des tensions commerciales internationales, ainsi que la bonne tenue de l'économie des États-Unis et des résultats d'entreprises, portés par l'optimisme entourant le secteur de l'intelligence artificielle (IA) (cf. encadré 1.2). Ces anticipations ont entraîné un rebond des valorisations sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises et une baisse de la volatilité pour l'ensemble des classes d'actifs (cf. graphiques 1.13 et 1.14). Les marchés ne semblent donc pas pleinement intégrer les incertitudes persistantes liées aux politiques économiques et à l'environnement géopolitique, même si la hausse record du prix de l'or peut s'expliquer en partie par une volonté de couverture et de diversification de certains investisseurs. Des épisodes de rebond temporaires de la volatilité au quatrième trimestre 2025 rappellent les risques d'une réappréciation soudaine des anticipations des acteurs qui pourrait entraîner un réalignement rapide des prix d'actifs avec le niveau d'incertitude observé fin 2025.

Graphique 1.13 : Performance annuelle des principales classes d'actifs en 2025

x : rendement annuel total / y : classes d'actifs



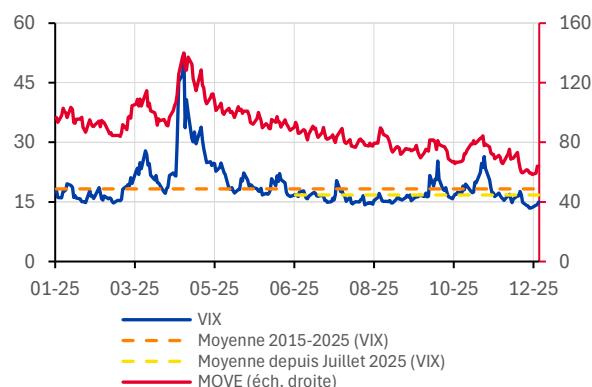
Note : le rendement total d'un actif est la performance complète que génère un actif, en tenant compte de la variation du prix, des revenus distribués (coupons, dividendes) et en supposant que ces revenus sont réinvestis immédiatement.

Point gris = médianes. Losange = rendement total entre le 1er janvier et le 31 décembre 2025). Calculs sur l'ensemble de l'année 2025.

Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.

Graphique 1.14 : Volatilité implicite pour les actions et obligations souveraines américaines

x : axe temporel / y : volatilité implicite



Note : le VIX mesure la volatilité anticipée sur 30 jours du marché boursier américain (S&P 500). Le MOVE (Merrill Option Volatility Estimate) mesure la volatilité future attendue des titres du Trésor américain.

Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

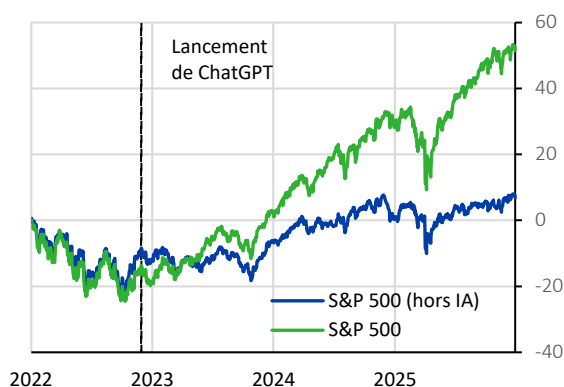
³⁶ Un signal de la capacité d'intermédiation des banques est la marge dont elles disposent par rapport à leurs exigences de fonds propres en ratio de levier (cf. partie 1.5). Voir aussi : Ampudia (M.) (2025), « Constraints on intermediary banks can undermine functioning government bond markets », *The ECB Blog*, Banque centrale européenne, 22 septembre.

Les marchés actions sont proches de leurs plus hauts historiques, et la forte concentration des valorisations autour de l'intelligence artificielle les expose à un risque de correction désordonnée

Les actions américaines, qui avaient sous-performé par rapport aux indices européens en début d'année 2025, affichent pour l'ensemble de l'année des performances comparables. En 2025, les États-Unis (S&P 500) et l'Europe (Euro Stoxx 600) ont progressé respectivement de 19,6 % et 23,2 %, tandis que la France (CAC 40) affiche + 15,5 %. Ce rattrapage du S&P 500 est lié à la progression des entreprises du secteur de l'IA au second semestre. À titre de comparaison, l'indice S&P 500 hors IA n'a progressé que de 6 % au cours de la même période (cf. graphique 1.15). L'indice américain a toutefois été plus volatil (19 % de volatilité réalisée) que le CAC 40 (16 %) et l'Euro Stoxx 600 (14 %), notamment à cause du regain des tensions commerciales en avril (*Liberation Day*). Cet épisode a aussi affecté les actions françaises, favorisant une surperformance des entreprises tournées vers le marché domestique, malgré le risque politique national. Le net rebond des indices boursiers internationaux dans ce contexte très incertain accroît la vulnérabilité des marchés en cas de résurgence des tensions.

Graphique 1.15 : Performance du S&P 500 (avec et hors IA)

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



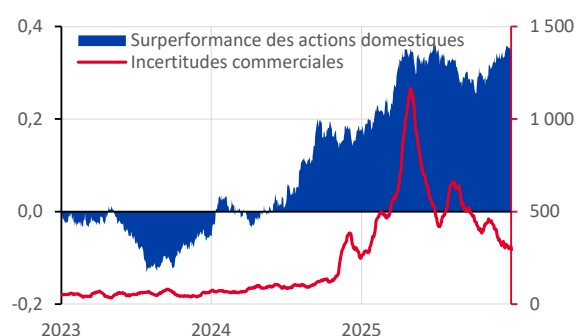
Note : les entreprises du S&P 500 opérant dans le secteur de l'IA considérées sont : Nvidia, Apple, Microsoft, Meta Platforms, Amazon, Broadcom, Tesla, Alphabet, Oracle, Palantir, Micron Technology, Arista Networks, Adobe, Palo Alto, AMD, Intel, Salesforce, Servicenow, IBM.

Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.16 : Surperformance des actions domestiques françaises dans un contexte de tensions commerciales

x : axe temporel / y : [gauche] surperformance (en %) ; [droite] indicateur d'incertitudes commerciales de Caldara et al. (2020)³⁷



Note : la surperformance des actions domestiques est estimée à partir d'une série de régressions transversales (Fama et Macbeth, 1973) des performances quotidiennes des actions du SBF 120 selon un ensemble de caractéristiques : le ratio des ventes domestiques sur le chiffre d'affaires (variable d'intérêt), la capitalisation, le book-to-market, la rentabilité des capitaux propres, le levier, les dépenses d'investissement et les immobilisations corporelles. L'aire bleue dans le graphique représente la surperformance cumulée entre janvier 2023 et décembre 2025, associée à 1 point de pourcentage supplémentaire de ventes domestiques. Une valeur de 100 sur l'échelle de droite indique qu'1 % de tous les articles de journaux traitent de l'incertitude en matière de politique commerciale.

Sources : LSEG WIB, Caldara et al. (2020), calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Les valorisations des marchés actions français et américains sont élevées, avec un risque significatif de correction en lien avec une concentration croissante. Bien que les ratios prix-bénéfices anticipés (*price earnings ratio*, PER) soient inférieurs à leur pic de fin 2021 et de la bulle Internet, ils sont très supérieurs à leur moyenne de long terme, et ce malgré les tensions géopolitiques et commerciales élevées. On observe toutefois un écart important entre le niveau de valorisation des actions américaines et françaises, qui affichent des PER moyens de 26 et 22 respectivement (cf. graphique 1.17). L'écart entre les valorisations moyenne et médiane met également en lumière des poches de survalorisation : le secteur de la technologie aux États-Unis et le secteur du luxe en

³⁷ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2020), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty," *Journal of Monetary Economics*, 109, pp.38-59.

France³⁸. L'indicateur de concentration sectorielle aux États-Unis a d'ailleurs dépassé son niveau du début des années 2000, malgré le *de-FAANGing*³⁹ survenu fin 2018 (cf. graphique 1.18). Bien qu'en repli par rapport à 2023, les cinq plus grandes valeurs françaises du luxe représentent 40 % de la valorisation du SBF 120. Ce haut niveau de valorisation et de concentration des indices expose les marchés à des corrections soudaines en cas de déception quant aux résultats des entreprises, ainsi qu'à des effets de contagion en provenance du marché américain (cf. encadré 1.2).

Graphique 1.17 : Ratio cours-bénéfices des actions françaises et américaines

x : axe temporel / y : ratio cours-bénéfices anticipés



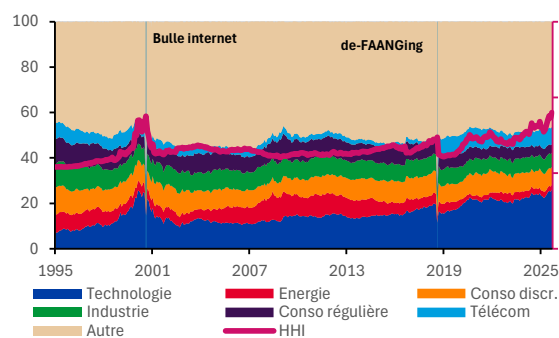
Note : ce graphique représente l'évolution des ratios prix-bénéfices anticipés entre 1995 et 2025. Les projections des bénéfices à court terme (un à deux ans) selon les analystes financiers sont utilisées au dénominateur. Les ratios sont calculés pour chaque entreprise composant l'indice à une période donnée, puis sont agrégés par une moyenne pondérée (par la capitalisation de marché) ou la médiane. L'écart entre la moyenne pondérée et la médiane permet de refléter l'émergence de poches de survalorisation.

Sources : LSEG Workspace, IBES, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.18 : Concentration au sein du S&P 500

x : axe temporel / y : [gauche] part de chaque secteur dans la capitalisation du S&P500 (en %) ; [droite] indice de Herfindahl-Hirschmann



Note : ce graphique illustre l'évolution de la part de chaque secteur au sein du S&P500 (selon la capitalisation de marché). Le secteur « autre » agrège les secteurs de la finance, de l'immobilier, des services publics, de la santé et des matières premières. L'indice de Herfindahl-Hirschmann (HHI), qui mesure la concentration de marché, est calculé à partir de la capitalisation agrégée de chacun des secteurs.

Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Encadré 1.2 : L'intelligence artificielle : un (sur-)optimisme concentré sur la « tech » américaine

Par Tristan JOURDE

L'engouement pour l'intelligence artificielle (IA) se poursuit mais est sujet à débat. L'optimisme est alimenté par des prévisions de gains macroéconomiques majeurs. Certaines estimations, comme celles de McKinsey (2023)⁴⁰ ou Goldman Sachs (2023)⁴¹, suggèrent que l'IA pourrait augmenter la croissance annuelle moyenne du PIB de 1,5 à 3,4 points de pourcentage au cours de la prochaine décennie. Cette vision est corroborée à l'échelle nationale par le rapport de la Commission de l'intelligence artificielle (2024)⁴², présidée par Philippe Aghion et Anne Bouverot. Il estime que « les gains générés par l'IA augmenteraient significativement le taux de croissance de la France, estimé à 1,35 % par an à moyen terme ». À l'inverse, les prévisions

³⁸ Les multiples de valorisation des entreprises françaises du secteur du luxe restent très élevés malgré la baisse du cours de leurs actions en 2025. Cela s'explique par un ralentissement des prévisions de croissance des bénéfices conjoint à cette baisse des cours qui permet au ratio du prix des actions sur résultats anticipés de se maintenir.

³⁹ Avant 2018, les actions FAANG (pour Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) étaient réparties entre le secteur technologique (Apple, Facebook, Google) et celui de la consommation discrétionnaire (Amazon, Netflix). Le *de-FAANGing* désigne le reclassement sectoriel qui a sorti Google et Facebook du secteur technologique pour les placer, aux côtés de Netflix, dans le nouveau secteur des services de communication. Cela a rendu le secteur technologique moins concentré et permet de mieux refléter la nature des activités de ces entreprises.

⁴⁰ McKinsey & Company (2023), *The Economic Potential of Generative AI: The Next Productivity Frontier*.

⁴¹ Goldman Sachs (2023), « Generative AI could raise global GDP by 7 percent ».

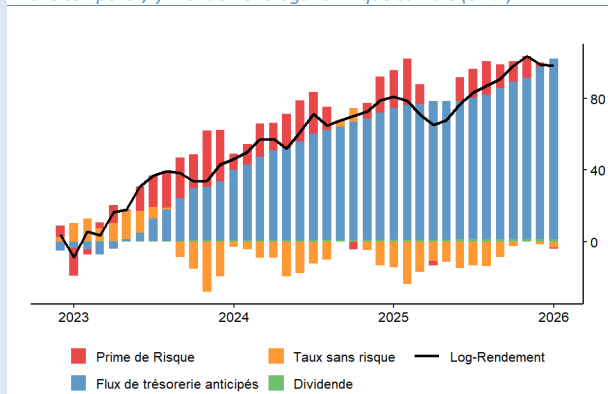
⁴² Commission de l'intelligence artificielle (2024), « IA : Notre ambition pour la France ».

macroéconomiques de Daron Acemoglu (2025), dans « The simple macroeconomics of AI »⁴³, sont beaucoup plus modestes. Il estime que seuls 4,6 % de l'ensemble des tâches pourront être réellement et rentablement automatisées au cours des dix prochaines années. Sur cette base, il conclut que les gains de productivité totaux sur dix ans seront au maximum de 0,66 %, soit des prévisions plus de dix fois inférieures à celles de McKinsey (2023) et Goldman Sachs (2023)⁴⁴.

Cet optimisme relatif aux potentialités de l'IA se reflète dans les récentes performances boursières et alimente des craintes de bulle⁴⁵. La valorisation moyenne des entreprises opérant dans le secteur de l'IA a doublé depuis la sortie de l'agent conversationnel ChatGPT, fin novembre 2022. Les performances récentes s'expliquent massivement par la révision à la hausse des perspectives de croissance attendues par les analystes financiers (cf. graphique 1). Le cas d'Oracle, qui a vu son action grimper après des résultats tirés par la demande en infrastructure *cloud*, en est une bonne illustration. Bien que, contrairement à ce qui avait été observé lors de la bulle Internet de la fin des années 1990, les leaders technologiques actuels génèrent des flux de trésorerie très importants, les prévisions semblent particulièrement optimistes. Pour les deux prochaines années, les analystes anticipent plus de 80 % de croissance des résultats pour les entreprises qui opèrent dans l'IA. En comparaison, les attentes sont de + 26 % pour les autres entreprises américaines et + 20 % pour les entreprises européennes (cf. graphique 2).

Graphique 1 : Décomposition des performances des entreprises américaines de l'IA

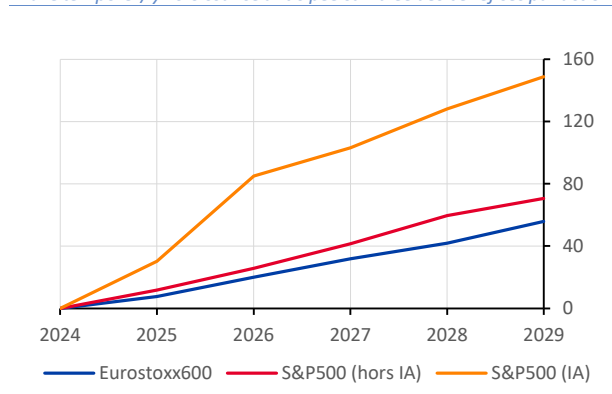
x : axe temporel / y : rendement logarithmique cumulé (en %)



Note : ce graphique décompose le rendement logarithmique cumulé d'un portefeuille d'actions IA (ligne noire) en trois composantes fondamentales : le dividende (le rendement du dividende), les flux de trésorerie (la croissance des prévisions de bénéfices anticipés), le taux sans risque (l'impact de la variation des taux d'intérêt sur la valorisation). La décomposition s'appuie sur une expansion de Taylor du premier ordre pour estimer la sensibilité du multiple de valorisation aux variations du taux sans risque, dérivée du modèle d'actualisation des dividendes. La prime de risque est calculée comme le résidu, représentant la part du rendement non expliquée par ces trois facteurs. Enfin, les contributions de chaque action sont agrégées au niveau du portefeuille en utilisant une pondération par la capitalisation boursière du début de période. Les entreprises du S&P 500 opérant dans le secteur de l'IA considérées sont : Nvidia, Apple, Microsoft, Meta Platforms, Amazon, Broadcom, Tesla, Alphabet, Oracle, Palantir, Micron Technology, Arista Networks, Adobe, Palo Alto, AMD, Intel, Salesforce, Servicenow, IBM. Sources : LSEG WIB, IBES, FRED database, calculs Banque de France. Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 2 : Perspectives de croissance des bénéfices d'après les analystes financiers

x : axe temporel / y : croissance anticipée cumulée des bénéfices par action



Note : ce graphique présente les perspectives de croissance des bénéfices des entreprises du S&P 500 et de l'Eurostoxx 600 par les analystes financiers pour un horizon de cinq ans. Ces perspectives sont calculées pour chaque entreprise au sein des indices. La médiane de chaque groupe est reportée pour chaque horizon de projection. Les entreprises du S&P 500 opérant dans le secteur de l'IA considérées sont : Nvidia, Apple, Microsoft, Meta Platforms, Amazon, Broadcom, Tesla, Alphabet, Oracle, Palantir, Micron Technology, Arista Networks, Adobe, Palo Alto, AMD, Intel, Salesforce, Servicenow, IBM. Sources : LSEG WIB, IBES, calculs Banque de France.

⁴³ Acemoglu (D.) (2025), *The simple macroeconomics of AI*. *Economic Policy*, 40(121), 13-58.

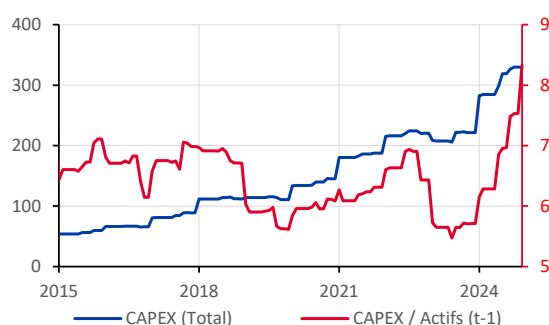
⁴⁴ Au-delà des chiffres, la temporalité et la capacité d'adoption de l'IA à grande échelle posent question. Brynjolfsson, Rock et Syverson (2021) rappellent en effet, à travers le concept de « courbe en J », que les investissements immatériels nécessaires (formation, réorganisation) tendent à masquer les gains de productivité initiaux. Enfin, sur un plan théorique, Aghion, Jones et Jones (2017) soulèvent un risque de long terme : la facilité d'imitation procurée par l'IA pourrait réduire les rentes des inventeurs et, in fine, désinciter l'innovation.

⁴⁵ Selon l'enquête mensuelle de Bank of America d'octobre 2025, 54 % des gérants américains estiment que les actions technologiques sont surévaluées.

Cet optimisme doit être tempéré par des interrogations quant à la rentabilité des infrastructures du secteur et au risque de surinvestissement. D'une part, les dépenses d'investissements des entreprises de l'IA sont en forte croissance : elles ont progressé de 50 % entre 2023 et 2024, contre 17 % par an en moyenne au cours des dix années précédentes.⁴⁶ D'autre part, le ratio d'investissement sur le stock d'actifs est passé de 5,5 % à 8 % entre 2023 et 2024 (cf. graphique 3), et devrait continuer à croître à un rythme soutenu au cours des deux prochaines années, selon les projections. Ces investissements s'accompagnent d'une progression de l'endettement des acteurs du secteur, qui reste néanmoins limité, tant sur les marchés publics que privés (cf. chapitre 2). De plus, ces investissements reposent sur un écosystème de plus en plus circulaire, où les géants technologiques s'engagent dans des transactions croisées. NVIDIA a par exemple annoncé le 22 septembre 2025 qu'elle prévoit d'investir 100 milliards de dollars dans OpenAI pour le développement de ses serveurs, qui à son tour lui achètera les puces nécessaires à l'entraînement de ses modèles. Le caractère rentable de cette infrastructure dépend essentiellement de la capacité à monétiser les services d'IA en facturant les clients finaux, ce qui n'est pas encore pleinement établi. Ces inquiétudes se reflètent dans le comportement des investisseurs. Au cours des derniers mois, la volatilité moyenne des actions individuelles de l'IA a atteint 40 %, contre un niveau stable à 30 % pour les actions américaines individuelles hors IA (cf. graphique 4).

Graphique 3 : Dépenses d'investissements (CAPEX) annuelles des entreprises de l'IA et ratio CAPEX-total d'actifs

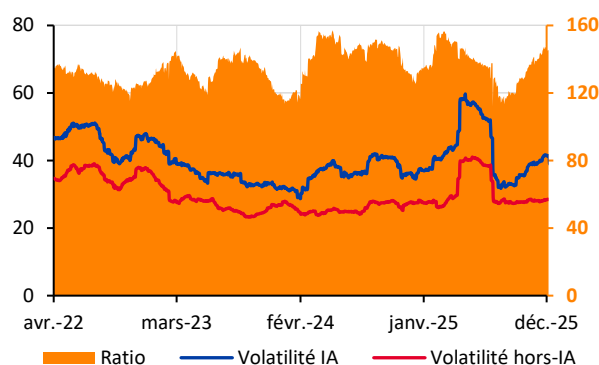
x : axe temporel / y : [gauche] (en milliards de dollars) ; [droite] (en %)



Note : Les entreprises opérant dans le secteur de l'IA considérées ici sont : Nvidia, Apple, Microsoft, Meta Platforms, Amazon, Broadcom, Tesla, Alphabet, Oracle, Palantir, Micron Technology, Arista Networks, Adobe, Palo Alto, AMD, Intel, Salesforce, Servicenow, IBM.
Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.
Dernier point : décembre 2024.

Graphique 4 : Hausse récente de la volatilité sur les valeurs de l'IA américaine (cotées uniquement)

x : axe temporel ; y : [gauche] volatilité annualisée (en %) ; [droite] ratio volatilité IA / volatilité hors IA (en %)



Note : La volatilité annualisée de chaque action du S&P500 est calculée à partir des performances quotidiennes sur des fenêtres glissantes de 3 mois. La volatilité IA et hors IA correspond à la moyenne des volatilités individuelles pour chacun de ces groupes. Les entreprises du S&P 500 opérant dans le secteur de l'IA considérées sont : Nvidia, Apple, Microsoft, Meta Platforms, Amazon, Broadcom, Tesla, Alphabet, Oracle, Palantir, Micron Technology, Arista Networks, Adobe, Palo Alto, AMD, Intel, Salesforce, Servicenow, IBM.
Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.
Dernier point : 31 décembre 2025

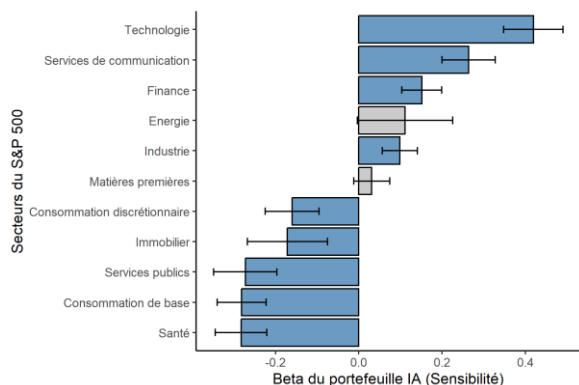
L'optimisme pour l'IA ne semble cependant pas s'être généralisé au reste de l'économie. La performance du S&P 500 en 2025 (+ 19,6 %) est quasi-exclusivement due à la progression des entreprises de l'IA, l'indice hors IA ne progressant que de 6 % au cours de la période. Une analyse de sensibilité des secteurs du S&P 500 aux performances de l'IA montre que les principaux bénéficiaires sont le secteur technologique, les services de communication, et dans une moindre mesure, la finance et l'industrie (cf. graphique 5). Les autres secteurs – consommation discrétionnaire et de base, immobilier, services publics et santé – n'ont pas bénéficié de cet optimisme, voire ont enregistré des contreperformances potentiellement en lien avec des mouvements de réallocation sectorielle des portefeuilles. Géographiquement, le secteur de la technologie américaine surperforme largement ses pairs européens, anglais, japonais et chinois (cf. graphique 6). Cette vision d'un

⁴⁶ Les données sont disponibles pour l'ensemble des entreprises mentionnées dans la note du graphique 3 pour la période 2013-2024, à l'exception de Palantir, dont les données sont disponibles à partir de 2018.

impact très concentré, plutôt que d'une révolution diffuse, est en ligne avec les estimations modestes d'Acemoglu (2025). En conclusion, l'optimisme est focalisé sur un nombre restreint d'entreprises américaines. Bien que leur poids dans le marché américain soit fort (les Sept Magnifiques représentant 33 % de la capitalisation du S&P 500), cela limite le risque d'une bulle généralisée à la tech mondiale ou à l'ensemble du marché américain.

Graphique 5 : Sensibilité des secteurs du S&P 500 à l'IA

x : axe temporel / y : bêta

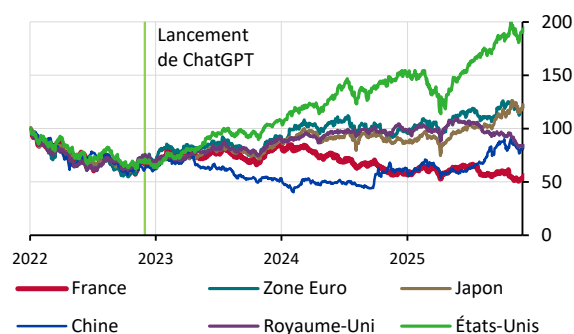


Note : ce graphique représente la sensibilité (bêta) de la performance boursière de chaque secteur du S&P 500 à un facteur de l'IA. Dans un premier temps, les rendements de chaque secteur et du marché (S&P 500) sont neutralisés en leur retirant la contribution des entreprises de l'IA qu'ils contiennent. Un portefeuille de l'IA pondéré par la capitalisation boursière est ensuite construit. Les rendements quotidiens de chaque secteur sont régressés sur ce facteur de l'IA, ainsi que sur les facteurs de marché (S&P 500 neutralisé) et les facteurs Fama-French (SMB, HML, etc.). La barre d'erreur correspond à l'intervalle de confiance (95 %) autour du coefficient.

Sources : LSEG WIB, K. French, calculs Banque de France.

Graphique 6 : Comparaison des performances des actions des entreprises technologiques par pays

x : axe temporel / y : indice base 100 au 31 décembre 2021



Note : ce graphique compare l'évolution de la performance boursière des indices technologiques américains, de la zone euro, français, anglais, japonais et chinois entre fin 2021 et fin 2025.

Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Malgré un environnement incertain, l'appétit pour le risque reste fort sur les marchés des obligations d'entreprises

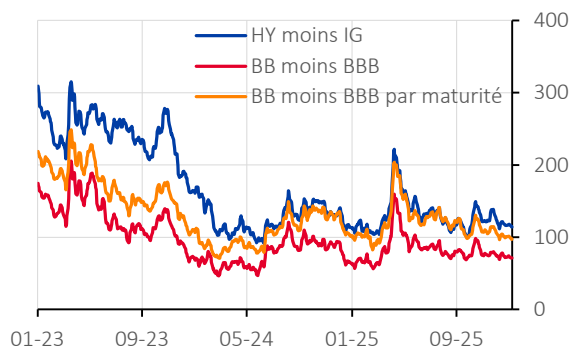
Les primes de risque de crédit sur les obligations d'entreprises européennes et américaines se sont maintenues à des niveaux historiquement faibles en 2025, malgré quelques défauts importants aux États-Unis au second semestre de l'année. Après s'être écartés lors des tensions de marché du mois d'avril 2025, les *spreads* de crédit sur les obligations d'entreprises atteignent un niveau proche de leur plus bas historique au second semestre 2025. Les faillites de deux entreprises aux États-Unis – First Brands et Tricolor – en septembre 2025 (cf. encadré 2.3) et la révélation de fraudes quant à des expositions bancaires aux États-Unis ont souligné des fragilités du marché du crédit américain. Ces événements ont toutefois été perçus comme idiosyncrasiques par la plupart des acteurs de marché, et leurs répercussions sur le marché obligataire sont restées limitées et concentrées sur les segments les plus risqués. Les *spreads* moyens sur les obligations *high yield* se sont écartés entre fin septembre et début octobre 2025, avant de revenir à un niveau proche de leur plus bas historique (cf. graphique 1.19).

Dans ces conditions de marché favorables, les émissions d'obligations d'entreprises en euros augmentent, notamment de la part d'émetteurs américains. En tenant compte des obligations arrivées à maturité, l'émission nette en 2025 atteint le niveau le plus élevé de ces dernières années, avec une progression des émissions des entreprises non financières européennes (cf. graphique 1.20). Les entreprises américaines ont également intensifié leurs émissions en euros, attirées par des coûts de financement plus faibles par rapport à leurs marchés domestiques et par une volonté de diversifier leurs sources de financement dans un contexte économique

incertain. Alors que les grandes entreprises du secteur technologique aux États-Unis ont fortement augmenté leur volume d'émission sur le marché obligataire en dollars en 2025, des entreprises faisant partie des Sept Magnifiques ont également émis 13,25 milliards d'obligations en euros en 2025 contre des émissions nulles durant les cinq années précédentes.

Graphique 1.19 : Différence entre les rendements des obligations européennes HY et IG

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



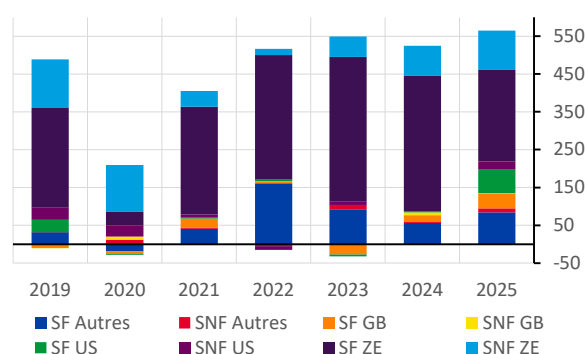
Note : HY : high yield ; IG : investment grade. La mesure par maturité compare les rendements entre segments de notation en corrigeant des différence de maturité.

Sources : CSDB, LSEG Workspace, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.20 : Émission nette annuelle de titres de dette en euros par régions d'émission

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



Note : SNF : sociétés non financières ; SF : sociétés financières.

Sources : CSDB, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Canaux de contagion d'un éventuel choc sur les actifs risqués américains vers le système financier européen

Bien que l'environnement de marché soit resté favorable aux actifs risqués en 2025, l'accumulation de risques invite à analyser les répercussions d'un éventuel ajustement désordonné. Un choc sur les marchés d'actifs risqués aux États-Unis pourrait se diffuser aux systèmes financiers français et européens, à travers plusieurs canaux directs (les expositions financières) et indirects (les conséquences macroéconomiques). Une correction brutale de valorisations d'actifs peut devenir une source de risque systémique s'il est amplifié par les vulnérabilités des acteurs financiers.

Les principaux détenteurs européens de titres émis par des entités domiciliées aux États-Unis sont des fonds d'investissement (cf. graphique 1.21). En France, la part des actions américaines dans le portefeuille des fonds actions français a fortement augmenté au cours des dernières années, passant de 15 % en 2017 à presque 23 % au troisième trimestre 2025 (cf. graphique 1.22). Cette dynamique est le résultat, d'une part, de la surperformance persistante des marchés américains (effet valorisation), qui gonfle mécaniquement le poids de ces actifs, et, d'autre part, renforcement de leurs positions à partir de la fin de l'année 2023 (effet flux). Si les fonds actions français et européens ont généralement un niveau de levier limité⁴⁷, ils peuvent faire face à une hausse des demandes de rachat en cas de tensions sur les marchés, ce qui pourrait les contraindre à des ventes forcées. En effet, le choc lié aux annonces américaines sur les droits de douane du 2 avril a déclenché des flux sortants temporaires sur les fonds actions européens investissant principalement aux États-Unis (jusqu'à - 0,6 % des encours sous gestion dans les semaines suivant l'annonce). Historiquement, lors des épisodes de repli des actifs risqués, le dollar américain tend à s'apprécier, ce qui a conduit de nombreux investisseurs résidents hors des États-Unis, tels que des fonds d'investissement européens, à conserver des expositions non couvertes en change sur des actions américaines : le dollar joue alors un rôle de couverture en s'appréciant lorsque les actions reculent. Toutefois, une rupture de ces corrélations traditionnelles – comme en avril 2025, lorsque les actions américaines et le dollar se sont simultanément dépréciés – peut accroître le risque associé à ces

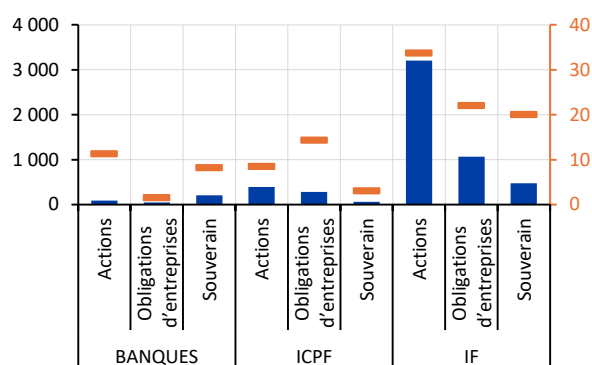
⁴⁷ Banque de France (2022), « [Évaluation des risques du système financier français](#) », décembre.

positions pour les investisseurs européens (cf. encadré 1.3). Au-delà des détentions directes, les banques peuvent être exposées aux risques des marchés d’actions par le biais du risque de contrepartie lié à leurs relations avec des acteurs non bancaires à fort effet de levier, comme l’a démontré l’effondrement d’Archegos en mars 2021, provoqué par son incapacité à honorer des appels de marge sur des positions à fort effet de levier sur des dérivés sur actions.

Un choc significatif et prolongé sur les marchés américains pourrait également affecter la stabilité du système financier par des effets plus indirects. Une correction brutale des indices américains pourrait se transmettre au système financier européen à travers un canal macroéconomique. Un ralentissement de l’économie américaine, lié à une baisse de la consommation et des investissements, pourrait se transmettre aux économies européennes à travers une baisse de la confiance et une diminution des échanges commerciaux avec les États-Unis. Enfin, une correction brutale des indices américains réduirait l’appétit pour le risque à l’échelle mondiale, et se traduirait par une détérioration des conditions de financement et une hausse de la volatilité. Cela pourrait entraîner une hausse des besoins de liquidité pour répondre aux appels de marge ou aux demandes de rachat des investisseurs, avec le risque de vente forcée de la part des acteurs non bancaires qui pourraient affecter les marchés les plus liquides comme les marchés souverains.

Graphique 1.21 : Détention de titres émis par des entités résidentes aux États-Unis par catégories d’investisseurs de la zone euro

x : axe temporel / y [gauche] : montant (en milliards d’euros) ; [droite] : part des titres détenus (en %)

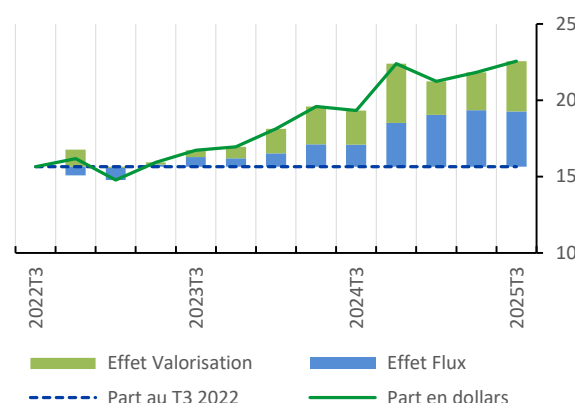


Note : pour chaque catégorie de titres, ce graphique représente la part de titres émis par des résidents américains dans le total de titres détenus de cette catégorie au T3 2025. Les titres libellés en dollars américains émis par des entités résidant hors des États-Unis ne sont pas pris en compte. Le graphique couvre les secteurs investisseurs domiciliés dans la zone euro (y compris les filiales de groupes hors zone euros), et exclut les détentions des filiales de groupes européens situées hors de la zone euro. La catégorie ICPF renvoie aux assurances et fonds de pension et la catégorie IF renvoie aux fonds d’investissement.

Sources : SHS-S, calculs Banque de France.

Graphique 1.22 : Décomposition de l’évolution de la part d’actions américaines dans le portefeuille des fonds français

x : axe temporel / y : part des encours sous gestion (en %)



Note : ce graphique représente l’évolution cumulée de la décomposition entre l’effet flux et l’effet valorisation de la part des actions émises en dollars dans le portefeuille des fonds français.

Sources : SHS-S, calculs Banque de France.

Dernier point : troisième trimestre 2025.

Encadré 1.3 : Comment les fonds d'investissement européens ont-ils adapté leur couverture du risque de change sur le dollar en 2025 ?

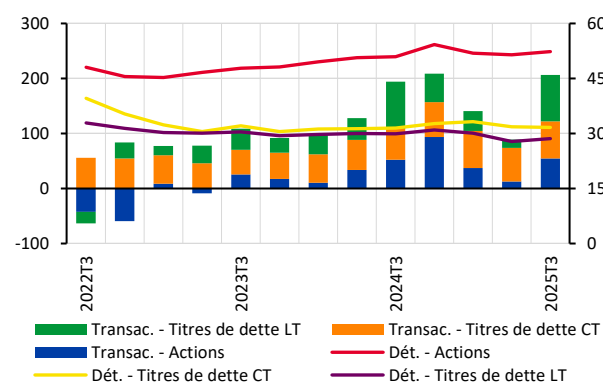
Par Martin SAILLARD et Floris VAN DIJK

L'annonce des tarifs douaniers par l'administration américaine en avril 2025 a constitué un choc considérable pour les marchés financiers internationaux, entraînant une dépréciation importante du dollar face à l'euro et aux principales devises. La dépréciation inhabituelle du dollar simultanément aux baisses des actions et des obligations a été attribuée en partie à une vague de couverture *ex post* des positions en devises étrangères non couvertes par les investisseurs institutionnels⁴⁸. En conséquence, le volume des transactions sur le marché des changes a atteint 9 500 milliards d'euros par jour en avril 2025 (+ 27 % par rapport à avril 2022), alors que les investisseurs ont accru leur recours aux dérivés de change⁴⁹.

En Europe, la détention d'actifs en dollars des fonds n'a pas diminué à la suite des tensions d'avril 2025, malgré l'incertitude pesant sur le dollar. Après des achats dynamiques fin 2024, les flux se sont modérés au premier semestre 2025 pour les actions et les titres de dette à long terme (cf. graphique 1). Le troisième trimestre 2025 a marqué une réaccélération de l'investissement des fonds européens dans les actifs en dollars. Ces achats, combinés à l'effet de valorisation, ont porté la détention d'actifs en dollars à un niveau élevé, en particulier pour les actions : 52 % des actions détenues au troisième trimestre 2025 par les fonds européens sont émises en dollars.

Graphique 1 : Achats-ventes d'actifs en dollars par les fonds d'investissement de la zone euro

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



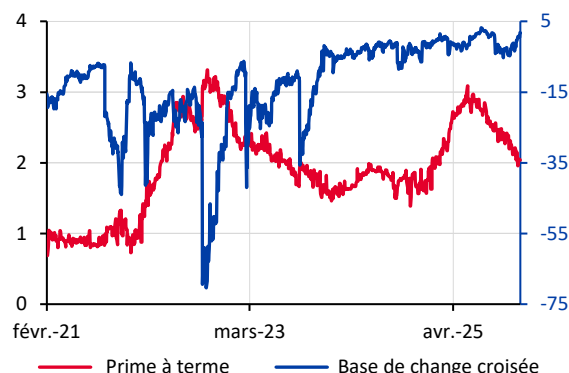
Note : transaction : achat et vente de titres libellés en dollars (axe de gauche). Détention : part de détention en dollars des fonds européens, par classes d'actifs (axe de droite). Les fonds européens sont définis selon la résidence de domiciliation.

Sources : SHS-S, calculs Banque de France.

Dernier point : troisième trimestre 2025.

Graphique 2 : Coûts de couverture contre le dollar pour un investisseur en euros

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



Note : le coût de couverture (forward premium) correspond à l'écart entre le taux euro-dollar à terme à trois mois, et le taux journalier (spot), annualisé. La cross-currency basis mesure l'écart entre le coût effectif d'emprunt en dollars par le marché des swaps et le taux implicite issu de la parité de taux d'intérêt (CIP), reflétant une tension de financement ou une préférence de liquidité. Une base négative montre des coûts plus élevés pour les investisseurs afin de couvrir leur exposition en dollars.

Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Le coût de la couverture en dollars constitue un déterminant important des stratégies de couverture des fonds européens, qui demeurent généralement partielles. Le coût de la couverture du risque de change, réalisée principalement via des swaps de change (*FX swaps*) et des contrats à terme (*forwards*), dépend étroitement du différentiel de taux d'intérêt entre le dollar et l'euro. Ce coût est d'autant plus élevé que le

⁴⁸ Shin (H.-S.), Wooldridge (P.) et Xia (D.) (2025), « US dollar's slide in April 2025: the role of FX hedging », *BIS Bulletin*, n° 105, avril.

⁴⁹ Huang (W.), Krohn (I.) et Sushko (V.) (2025), « Global FX markets when hedging takes centre stage », *BIS Quarterly Review*, décembre.

taux d'intérêt en dollars est supérieur au taux d'intérêt en euros⁵⁰. Le cycle de resserrement monétaire de 2022-2023, marqué par une hausse plus importante des taux courts en dollars, a significativement renchéri le coût de la couverture pour les investisseurs étrangers, entraînant une réduction du volume des opérations de couverture en dollars. En conséquence, le coût de couverture euro-dollar (*forward premium*) s'est accru à partir de 2022. Simultanément, le *cross-currency basis*, qui mesure la prime ou le coût supplémentaire exigé par le marché par rapport à la parité des taux d'intérêt théorique, s'est resserré, traduisant une moindre demande de financement en dollars via les *swaps* (cf. graphique 2).

L'analyse granulaire des données de transactions de dérivés révèle une hétérogénéité marquée dans les stratégies de couverture du risque de change parmi les fonds européens. En croisant les données de portefeuilles et celles sur les contrats dérivés de fonds exposés au risque de change, à savoir les fonds détenant des actifs en dollars et dont les parts sont majoritairement libellées en euros⁵¹, il apparaît qu'un tiers de ces fonds ne se couvrent pas contre le risque de change, soulignant une tolérance ou une gestion opportuniste pour une part d'entre eux. Les fonds obligataires se distinguent comme étant ceux qui ont le plus recours à la couverture. Leur ratio médian de couverture⁵² oscille autour de 80 %, ce qui est nettement plus élevé que celui des fonds actions, qui reste généralement inférieur à 10 % (cf. graphique 3). Les fonds mixtes se situent plutôt à un niveau intermédiaire, autour de 30 %. Ces résultats sont en ligne avec d'autres études au niveau granulaire sur des fonds européens⁵³ et des fonds actions américains⁵⁴. Cette divergence s'explique notamment par le fait que la couverture de change est déterminante pour le rendement ajusté au risque sur le segment obligataire, tandis que, pour les fonds actions, la volatilité du portefeuille est principalement dominée par la performance des titres.

Les données observées depuis avril 2025 montrent que les investisseurs n'ont pas augmenté de manière importante leur niveau de couverture contre le risque de change. En effet, entre avril et fin décembre 2025, le notionnel brut de dérivés de change (euro-dollar à terme et *swaps*) des fonds obligataires est resté relativement stable, oscillant majoritairement entre 700 milliards et 750 milliards de dollars (cf. graphique 4). Seuls les fonds actions ont montré une légère hausse de leur utilisation de dérivés de change durant cette période. Le notionnel des assureurs et fonds de pension est resté constant, autour de 550 milliards de dollars. L'évolution des taux de couverture moyens pondérés par les encours suggère que les fonds obligataires et mixtes de taille plus importante ont pu augmenter leur utilisation contre les dérivés de change entre juin et décembre 2025 par rapport à des fonds de plus petite taille.

⁵⁰ En effet, le taux de change à terme (*forward*) est déterminé par la parité des taux d'intérêt. Si le dollar offre un rendement supérieur, il doit se négocier avec une décote à terme (*forward discount*) pour éliminer toute opportunité d'arbitrage. Cette décote se traduit directement par un taux de change à terme moins favorable que le taux au comptant (*spot*), représentant ainsi le coût de la couverture pour l'investisseur qui doit vendre des dollars à terme.

⁵¹ Nous identifions les fonds exposés au risque de change comme les fonds actions, obligations et mixtes déclarant auprès de Lipper et dont le passif est émis au moins à 75 % en euros, détenant des actifs en dollars et n'ayant pas de mandat spécifique de couverture contre le risque de change.

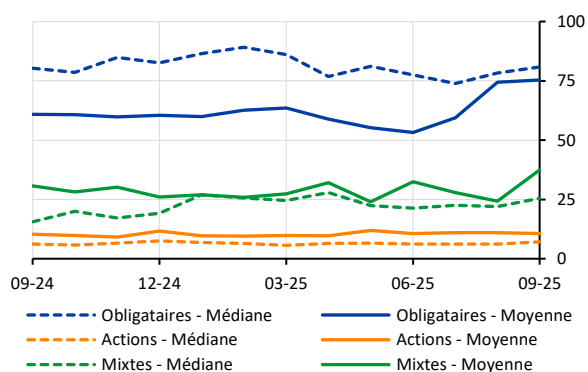
⁵² Le ratio de couverture d'un fond représente le ratio du montant de la couverture de change divisé par les détentions d'actifs en dollars. Ce montant total inclut les contrats à terme, les futures et les *swaps*. Les options de change sont plus rarement utilisées par les fonds européens et sont généralement exclues des analyses empiriques portant sur l'usage des dérivés de change par les fonds d'investissement.

⁵³ Bräuer (L.) et Hau (H.) (2024), « Fund-level FX hedging redux », *Working Paper Series*, n° 148, [European Systemic Risk Board](#).

⁵⁴ Opie (W.) et Riddiough (S.) (2025), *On the Use of Currency Forwards: Evidence from International Equity Mutual Funds*, novembre.

Graphique 3 : Ratio de couverture des fonds d'investissement européens

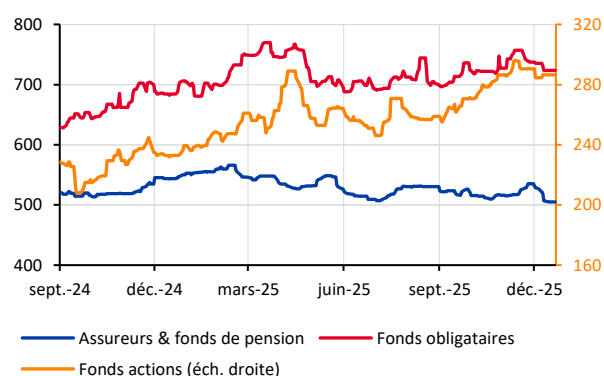
x : axe temporel / y : ratio de couverture



Note : Le ratio de couverture représente le ratio du montant notionnel de contrats dérivés EUR/USD sur le montant total d'actifs détenus en dollars. Moyenne pondérée par les encours d'actifs détenus en dollars. Sources : LSEG Lipper, EMIR, calculs Banque de France. Dernier point : 30 septembre 2025.

Graphique 4 : Évolution du notionnel brut de dérivés de change des principaux investisseurs européens

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



Note : Évolution du notionnel brut des contrats EUR/USD à terme et des swaps de change détenus par les fonds, assureurs et fonds de pension européens. Sources : EMIR, calculs Banque de France. Dernier point : 31 décembre 2025.

Un mouvement de change défavorable et soudain pourrait éroder la valeur des actifs sous-jacents et affecter la performance des fonds d'investissement qui choisissent de ne pas se couvrir, ou de ne couvrir que partiellement leurs expositions en dollars. Par ailleurs, de nombreuses stratégies reposent sur des corrélations stables entre classes d'actifs. Or, le dollar s'est récemment découplé de certaines classes traditionnelles, comme les actions ou l'or, ce qui complexifie la gestion du risque pour ces fonds et renforce le risque porté par les investisseurs. Dans la zone euro, les principaux investisseurs dans les fonds actions exposés au risque de change sur leurs expositions en dollars sont des ménages, d'autres fonds d'investissement et des assureurs et fonds de pension européens, tandis que les investisseurs extra-européens privilégient les parts de fonds libellées en dollar.

Même en cas de stratégie de couverture active, les fonds obligataires demeurent sensibles au risque de roulement (*roll-over risk*). Ce risque provient du désalignement de maturité des produits dérivés FX à court terme (souvent trois mois) pour couvrir des actifs obligataires dont l'échéance est, elle, à long terme. Une hausse importante du coût de couverture peut conduire les investisseurs à réduire leur exposition aux obligations en dollar afin de préserver le rendement de leur capital. Ce phénomène de désengagement est plus marqué pour les fonds ayant une exposition élevée à ce risque de roulement ou ceux qui sont soumis à des mandats de couverture stricts⁵⁵. Des tensions sur le marché des dérivés de change peuvent alors se transformer en un choc de demande systémique, notamment sur le marché obligataire en dollars.

Les marchés de capitaux non cotés (marchés dits « privés ») sont particulièrement sensibles à l'évolution de l'environnement macroéconomique

Les marchés du capital-investissement et du crédit privé, qui se sont fortement développés depuis 2009, pourraient être mis à l'épreuve en cas de ralentissement économique durable. Si la France constitue le premier marché de l'Union européenne pour ces deux segments d'activités, les volumes de financement restent limités au regard de l'ensemble du système financier français. Ces marchés requièrent néanmoins une attention continue

⁵⁵ Kubitzka (C.), Sigaux (J.-D.) et Vandeweyer (Q.) (2025), « The implications of CIP deviations for international capital flows », *Working Paper Series*, n° 3017, Banque centrale européenne.

en raison de leurs vulnérabilités face à l'environnement de taux plus élevés et au contexte macroéconomique incertain. Le chapitre 2 de ce rapport analyse les implications du développement du crédit privé pour le financement de l'économie et pour la stabilité financière.

Le capital-investissement connaît une phase de ralentissement, caractérisé par des cessions d'entreprises plus difficiles qui peuvent amener à rallonger la durée de détention des actifs et susciter des besoins de liquidité.

Les levées de capitaux par des fonds français ont atteint 13,9 milliards d'euros au S1 2025, globalement stables par rapport à la période 2023-2024, mais en retrait en comparaison avec le pic enregistré au S1 2022 (17 milliards d'euros)⁵⁶. Les cessions d'entreprises en portefeuille ont également ralenti depuis 2023, ce qui conduit à augmenter la durée de vie des fonds. Une enquête menée par le cabinet *Ernst and Young*⁵⁷ souligne les préoccupations des gestionnaires d'actifs à l'échelle internationale vis-à-vis des possibilités de sorties, alors que les investisseurs exercent une pression accrue pour générer de la liquidité. Ce contexte incertain explique pour partie l'attentisme des investisseurs, certains préférant attendre d'obtenir une meilleure visibilité avant d'engager de nouveaux fonds. Par ailleurs, pour répondre à leurs besoins de liquidité de court terme, les gestionnaires d'actifs mettent en œuvre des stratégies de distribution comme les fonds de continuation qui permettent le transfert des participations dans certaines entreprises en portefeuille à un nouveau fonds. Pour le segment du crédit privé, le ralentissement du capital-investissement freine les opportunités de financement de nouvelles opérations de rachat à effet de levier mais accroît les besoins de refinancement des entreprises existantes (voir chapitre 2).

Le marché des cryptoactifs a fortement corrigé depuis son plus haut et demeure très volatil

Le marché des cryptoactifs a enregistré une baisse à partir de l'automne 2025, après la forte progression enregistrée en début d'année dans un environnement réglementaire jugé favorable aux États-Unis⁵⁸. Après avoir atteint 3 771 milliards de dollars fin septembre, la valorisation totale du marché des cryptoactifs a reculé de 24 %, pour s'établir à 2 883 milliards de dollars fin décembre (cf. graphique 1.23). Le Bitcoin a suivi la même dynamique, enregistrant une baisse de 23 % entre fin septembre et fin décembre, en recul d'environ 11 % par rapport au début de l'année. Cette correction s'explique notamment par une réduction de l'appétit pour le risque sur ce marché, en lien avec les incertitudes économiques et géopolitiques. Des liquidations de positions à effet de levier ont amplifié le mouvement de baisse, tandis que des prises de bénéfices après les fortes hausses du premier semestre ont ajouté une pression supplémentaire à la vente. Néanmoins, ces ajustements sont restés essentiellement cantonnés à l'écosystème des cryptoactifs, sans propagation notable vers les marchés financiers traditionnels.

La croissance des véhicules d'investissement permettant une exposition aux cryptoactifs non adossés contribue à renforcer les interconnexions avec les acteurs financiers traditionnels⁵⁹. Après une forte collecte début 2024, les *exchange traded products* (ETP) *spot* Bitcoin totalisent près de 45 milliards de dollars de collecte cumulée, malgré une décollecte d'environ 4 milliards de dollars par rapport au pic du mois d'octobre. Leurs actifs sous gestion ont atteint près de 114 milliards de dollars à fin décembre pour les principaux ETF Bitcoin (cf. graphique 1.24). Les investisseurs institutionnels américains représentent environ 30 % des investisseurs de ces ETF, le reste étant principalement détenu par des investisseurs particuliers, tandis que les *hedge funds* poursuivent leurs stratégies d'arbitrage entre marchés au comptant et à terme.

⁵⁶ Données France Invest.

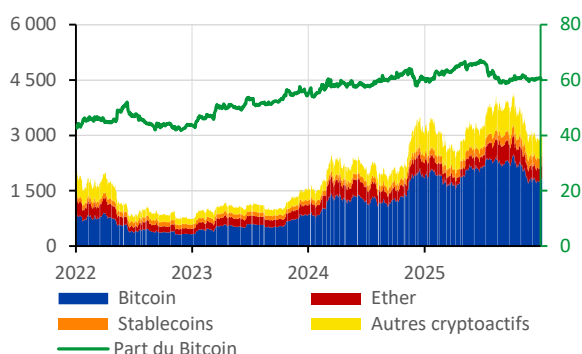
⁵⁷ EY, *Private Equity Pulse: key takeaways from Q2 2025*

⁵⁸ Le gouvernement américain a émis plusieurs orientations favorables pour les cryptoactifs, et plusieurs textes réglementaires ont été adoptés aux États-Unis, dont le Genius Act, visant à instaurer un cadre réglementaire pour les *stablecoins*, le Clarity Act, consacré à la répartition des autorités de la SEC et de la CFTC concernant les cryptoactifs, et l'anti-CBDC Surveillance State Act, qui interdit à la Fed d'émettre une monnaie numérique de banque centrale sans autorisation du Congrès.

⁵⁹ Benahmed (R.), Brousse (C.) et Palazzeschi (E.) (2025), « [Les investissements institutionnels en fonds indiciels crypto en hausse](#) », *Bloc-notes Éco*, Banque de France, 19 décembre.

Graphique 1.23 : Valorisation de marché des cryptoactifs

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



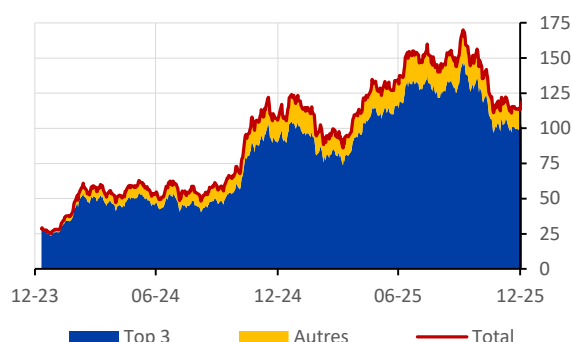
Note : La catégorie « autres cryptoactifs » correspond aux autres cryptoactifs représentant individuellement moins de 5% du total, à l'exception de Ripple (XRP) qui représente 8% en fin de période.

Source : LSEG Workspace.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.24 : Actifs sous gestion des produits indiciels ETP spot Bitcoin

x : axe temporel / y : montants (en milliards de dollars)



Note : Le top 3 comprend IBIT BlackRock, Grayscale Bitcoin Trust, Fidelity Wise BTC. La catégorie « autres » correspond aux autres ETP dont le poids est inférieur à 5 % du total.

Source : Bloomberg.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Par ailleurs, les **Bitcoin Treasury companies**, c'est-à-dire les entreprises cotées qui accumulent du Bitcoin à des fins spéculatives, voient leur vulnérabilité s'accroître dans le contexte de marché actuel. Leur modèle, fondé sur l'endettement et l'émission d'actions pour financer l'achat de cryptoactifs, les expose à un risque de liquidité important susceptible de conduire à des ventes forcées en cas de retournement du marché. Strategy (anciennement MicroStrategy), principale entreprise de ce segment, a vu son cours chuter d'environ 67 % entre son pic de juillet et fin décembre 2025, illustrant les limites de ce modèle en période de baisse du marché. Ces entreprises, qui ne sont pas soumises aux exigences applicables aux sociétés d'investissement, constituent de facto un canal d'exposition indirecte au Bitcoin pour des investisseurs institutionnels soumis à des restrictions de détention directe.

1.3 La situation financière des entreprises et du marché immobilier se stabilise, mais les acteurs les plus endettés restent vulnérables à une détérioration de l'environnement macroéconomique

Les volumes des prêts aux sociétés non financières progressent lentement à la faveur de la stabilisation des conditions de financement

Après avoir diminué depuis fin 2023, le coût des nouveaux financements aux sociétés non financières (SNF) se stabilise au troisième trimestre 2025, à un niveau toujours supérieur à celui qui a précédé la vague inflationniste, avec une baisse plus marquée du taux d'intérêt moyen des titres de dette que de celui des nouveaux crédits bancaires (3,23 %, contre 3,45 % en octobre 2025⁶⁰). Cette diminution en un an semble avoir bénéficié à toutes les tailles d'entreprise. Alors que les taux des nouveaux crédits et du stock de dette ont convergé pour les banques de la zone euro, cet écart présente de l'inertie pour les banques françaises. Les taux des nouveaux crédits bancaires et de l'encours de dette pourraient réaugmenter progressivement (cf. graphique 1.25), ralentissant ainsi l'amélioration de la capacité de financement des entreprises. Cette hausse sur les taux de l'encours s'explique par le renouvellement courant de crédits ayant été contractés à taux fixe et à long terme relativement bas avant 2022. Au premier trimestre 2022, seuls 30 % de l'encours de prêts bancaires étaient à taux variable, et 35 % avaient une maturité résiduelle inférieure à quatre ans. Étant

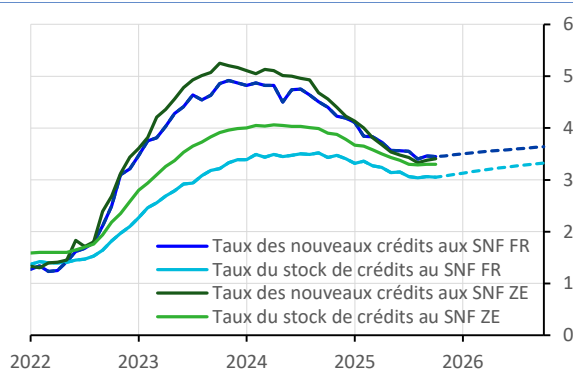
⁶⁰ Banque de France (2025), « [Financement des entreprises - 2025-10, 11 décembre](#) ».

donné la part relativement faible des prêts dont les taux s'ajustent à court terme en France, seuls 55 % de l'encours contracté avant la hausse des taux ont été renouvelés à fin 2025⁶¹, le tiers restant pourrait être refinancé à un taux supérieur à celui de l'encours initial.

Les grandes entreprises françaises bénéficient de bonnes conditions de financement sur le marché obligataire. En dépit des incertitudes politiques en France, les *spreads* de crédit des obligations d'entreprises françaises et européennes se maintiennent à un niveau bas. Dans ce contexte, plusieurs entreprises, surtout parmi les grands groupes, se financent à un taux proche ou inférieur à celui du souverain pour des maturités comparables. Les *spreads* de crédit moyen des SNF françaises s'écartent néanmoins légèrement par rapport à ceux des SNF du reste de la zone euro, avec un impact plus marqué pour le segment BBB que pour le segment A (cf. graphique 1.26). Cette tendance peut être reliée à des rétrogradations des notes de crédit des entreprises françaises, qui concernent principalement des entreprises du segment *investment grade* (cf. graphique 1.27).

Graphique 1.25 : Taux des crédits aux SNF françaises

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



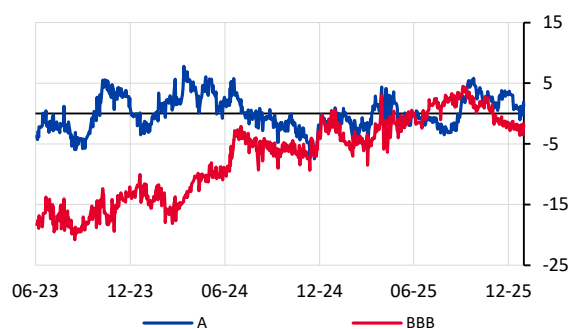
Note : les taux des nouveaux prêts et du stock sont projetés sur la base des taux à terme du marché et d'une estimation économétrique de la relation entre les taux du marché et les taux des prêts bancaires selon l'hypothèse que les remboursements de dette sont entièrement renouvelés à ces nouveaux taux, avec les mêmes maturités.

Sources : MIR, calculs Banque de France.

Dernier point : septembre 2025 et prévisions (en pointillés) jusqu'en septembre 2026.

Graphique 1.26 : Différence entre le rendement des obligations des SNF françaises et des SNF du reste de la zone euro, par segments de notation

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



Sources : CSDB, LSEG Workspace, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

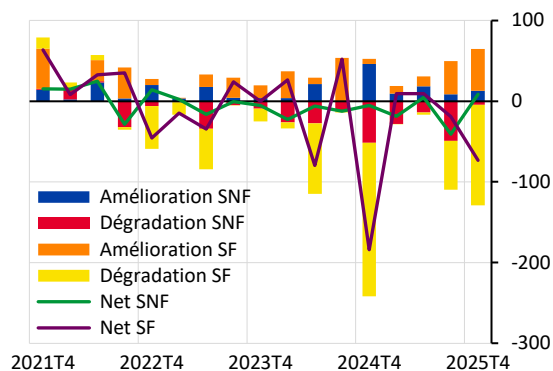
Le crédit bancaire aux SNF confirme sa reprise modérée. La croissance annuelle de l'encours de crédits aux entreprises a augmenté en 2025, passant de 2,3 % en janvier à 2,7 % en octobre 2025⁶². Cette progression est principalement portée par les prêts destinés à l'investissement, tandis que les crédits de trésorerie sont en repli. Le dynamisme est particulièrement soutenu par les grandes entreprises ainsi que par celles du secteur des activités immobilières, secteur caractérisé par un effet de levier structurellement élevé (cf. graphique 1.28). Parallèlement, le volume total des émissions obligataires s'est accru, en particulier pour le segment *investment grade*, après une phase précédente de relative stabilité des encours (cf. partie 1.2).

⁶¹ Part de crédits à taux variable au 1^{er} trimestre 2022 + (part de crédit à taux fixe au 1^{er} trimestre 2022 x part de crédit dont la maturité résiduelle était inférieure à 4 ans et arrivés à échéance au 1^{er} trimestre 2025). La date de référence est fixée au 1^{er} trimestre 2022 pour utiliser comme référence le trimestre précédant la hausse des taux.

⁶² *Ibidem*.

Graphique 1.27 : Solde des changements de notation de crédit sur les dettes des entreprises françaises

x : axe temporel / y : solde des améliorations et des dégradations (en milliards d'euros de dette concernée par une évolution de la notation)



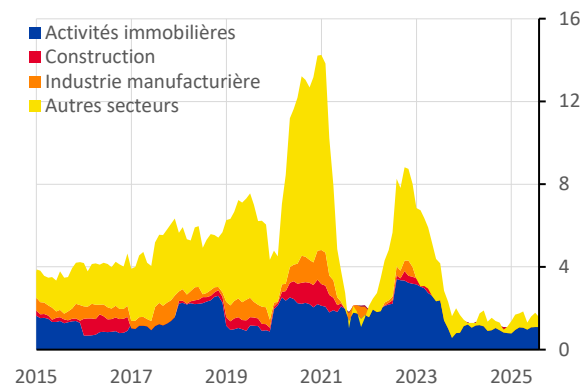
Note : HY : high yield ; IG : investment grade.

Sources : CSDB, LSEG Workspace, calculs Banque de France.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

Graphique 1.28 : Contribution des secteurs à la variation annuelle de l'encours de crédit en France

x : axe temporel / y : contribution (en points de pourcentage)



Sources : Webstat, DIREN.

Dernier point : août 2025.

La demande de crédit bancaire reste modérée au niveau agrégé dans la zone euro. Selon la [Bank Lending Survey](#) du troisième trimestre 2025, les banques de la zone euro ont constaté une demande encore modérée, bien qu'en légère reprise, mais moins dynamique qu'anticipée. En France, l'accès au crédit bancaire ne paraît pas constituer un obstacle : les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les petites et moyennes entreprises (PME) continuent de bénéficier de taux d'obtention très élevés et en hausse par rapport au trimestre précédent (97 % pour les crédits d'investissement, et plus de 85 % pour les crédits de trésorerie⁶³). La part des SNF confrontées à des contraintes de crédit diminue dans la plupart des secteurs, à l'exception de l'industrie et des services, où elle progresse légèrement, tout en demeurant à des niveaux relativement bas.

Dans un contexte marqué par l'incertitude, le chiffre d'affaires des entreprises a peu progressé

L'analyse des bilans 2024 des SNF françaises⁶⁴ montre que le chiffre d'affaires des SNF a progressé lentement par rapport à 2023 pour les microentreprises, les PME et les ETI (cf. graphique 1.29). Pour les grandes entreprises, il a reculé de 1,9 % par rapport à 2023, sous l'effet du secteur de l'énergie, sans lequel le recul observé retombe à 0,3 %. Le taux de marge des entreprises a bien résisté face à ces évolutions, il est ainsi demeuré stable pour les PME et les ETI, en légère baisse pour les grandes entreprises (cf. graphique 1.30). Les taux de marge affichent un niveau supérieur à la période pré-Covid pour toutes les tailles d'entreprise. Cela s'explique notamment par la baisse tendancielle du poids des impôts de production dans la valeur ajoutée et par la maîtrise du poids des charges de personnel⁶⁵. Les données de comptabilité nationale montrent que, bien qu'orienté à la baisse, le taux de marge est resté relativement résilient en 2025. Après deux trimestres de repli (31,7 % au premier trimestre, puis 31,1 % au deuxième) il s'est redressé au troisième, pour atteindre 31,5 %. L'augmentation des salaires réels, des cotisations employeurs, et la dégradation du ratio entre le prix

⁶³ Banque de France (2025), « [Accès des entreprises au crédit - 2025-Q2](#) », 4 août.

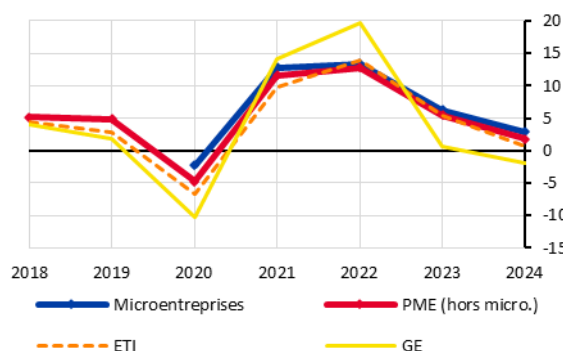
⁶⁴ Banque de France (2025), « [La situation financière des entreprises en 2024](#) », novembre.

⁶⁵ Les charges de personnel en pourcentage de la valeur ajoutée sont stables pour les PME (hors microentreprises) et les ETI, et identiques au niveau qui prévalait en 2019 (respectivement 74 % et 69 %). Elles ont baissé pour les grandes entreprises, passant de 69 % en 2019 à 66 % en 2024.

de la valeur ajoutée et celui de la consommation⁶⁶ ont pesé sur les marges, tandis que la productivité est demeurée bien orientée, contribuant à en limiter le recul⁶⁷.

Graphique 1.29 : Le chiffre d'affaires des SNF a progressé lentement en 2024

x : axe temporel / y : taux de croissance du chiffre d'affaires (en %)



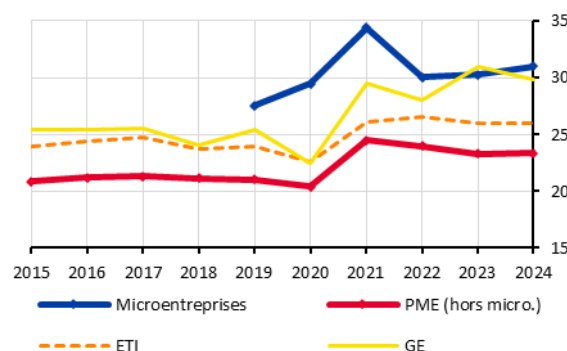
Note : les variations sont calculées sur un échantillon d'entreprises dont les comptes sont présents dans la base de données FIBEN pour deux exercices consécutifs (population cylindrée). La taille retenue est celle de l'année N-1.

Sources : Banque de France (FIBEN).

Dernier point : 2024.

Graphique 1.30 : Le taux de marge des SNF demeure résilient

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



Note : le taux de marge est défini comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée.

Sources : Banque de France (FIBEN).

Dernier point : 2024.

Les entreprises françaises font face à une grande incertitude et à une demande atone, et demeurent ainsi vulnérables à une évolution des tensions commerciales ainsi qu'à une hausse de leurs coûts de financement. Le revenu des entreprises évolue alors que celles-ci font face à une demande faible et à des prix des intrants toujours élevés. Les secteurs de l'industrie et du bâtiment affichent des carnets de commandes toujours inférieurs à leur niveau moyen en dix ans⁶⁸, ainsi qu'un taux d'utilisation des capacités de production toujours inférieur à sa moyenne de longue période, malgré une légère hausse. Ces chiffres masquent des hétérogénéités sectorielles, puisque certains secteurs connaissent un rebond fin 2025, à l'image de ceux de l'aéronautique, de la pharmacie, des biens d'équipement et des services marchands, tandis que d'autres subissent des difficultés plus marquées, en particulier les secteurs agroalimentaire et automobile. Pour ce dernier, cette évolution traduit des fermetures temporaires d'usines en France, comme en Europe, dans un contexte de demande atone⁶⁹ et de renforcement de la concurrence, en particulier chinoise. Dans ce contexte, l'incertitude demeure élevée, alimentant un climat général de prudence, limitant les revenus des entreprises.

Le niveau d'endettement des entreprises françaises se stabilise à un niveau élevé

L'endettement (rapporté au PIB) est orienté à la baisse dans les grands pays de la zone euro, mais son niveau reste élevé en France. Depuis mi-2021, la dette brute ainsi que les encours de trésorerie mesurés en pourcentage du PIB diminuent simultanément. Par conséquent, le ratio d'endettement net⁷⁰ s'est stabilisé,

⁶⁶ Le ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation mesure la capacité d'une entreprise à répercuter ses coûts sur ses prix de vente finaux.

⁶⁷ Insee (2025), « [Secteurs institutionnels – Comptes nationaux trimestriels au troisième trimestre 2025](#) ».

⁶⁸ Banque de France (2025), « [Enquête mensuelle de conjoncture](#) à début décembre 2025 », 9 décembre.

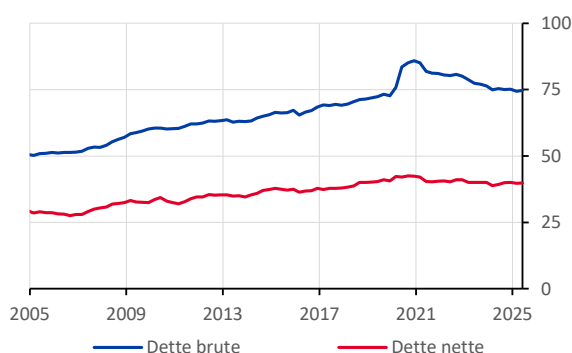
⁶⁹ D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de l'Insee en novembre 2025, la part des entreprises faisant face à une demande jugée insuffisante est en hausse par rapport au mois d'août 2025, pour atteindre 36,9 %.

⁷⁰ L'endettement net des SNF est égal à la différence entre, d'une part, les crédits bancaires obtenus des banques résidentes et les titres de dette émis par les entreprises (dette brute) et, d'autre part, les dépôts bancaires (dépôts à vue, dépôts à terme et livrets) ainsi que les placements en OPC (organismes de placement collectif) monétaires résidents de ces mêmes entreprises.

autour de 40 %, tandis que la dette brute consolidée⁷¹ est passée de 85 % à 74,7 % du PIB entre le deuxième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2025⁷², tout en continuant d'évoluer au-dessus de son niveau pré-Covid (cf. graphique 1.31). Les taux d'endettement brut consolidé et net de trésorerie des SNF restent cependant les plus élevés des grands pays de la zone euro, la moyenne dans la zone s'établissant respectivement à 53,8 % et à 28,3 % du PIB au deuxième trimestre 2025. Le ratio de service de la dette, mesurant la capacité d'une entreprise à couvrir ses charges de dette⁷³ avec les revenus qu'elle génère, est stable, à un niveau supérieur à son niveau pré-Covid (en moyenne 47 % depuis 2023, contre 43 % en 2019), malgré le desserrement des conditions de financement (cf. graphique 1.32).

Graphique 1.31 : Encours consolidés de dette brute et de dette nette

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

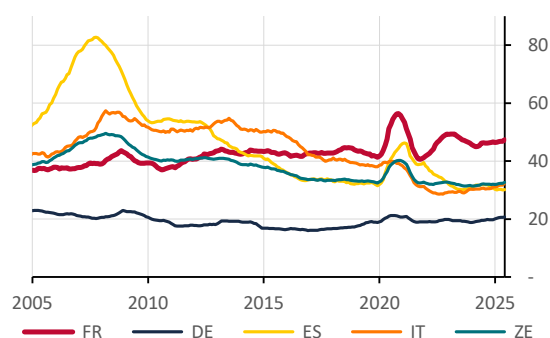


Sources : Banque de France (Webstat), comptes financiers trimestriels.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Graphique 1.32 : Ratio du service de la dette des SNF (DSR)

x : axe temporel / y : paiement d'intérêts et amortissements sur revenus (en %)



Note : le calcul du DSR est effectué à partir de la dette consolidée et prend en compte la maturité moyenne des prêts aux SNF, nécessaire pour apprécier le risque de remboursement au niveau macroéconomique. La formule utilisée pour calculer les DSR provient de la BRI (2017) :

$$DSR = \frac{i_t}{(1 - (1 + i_t)^{-s_t})} \times \frac{D_t}{Y_t}$$

Dans cette équation, D_t est la dette consolidée des entreprises à la date t ; Y_t est le revenu brut trimestriel des entreprises ; i_t est le taux d'intérêt annuel moyen de leur encours de dette ; et s_t est la maturité moyenne de cet encours exprimée en années.

Sources : Banque de France (CNFSI), BCE (MIR, BSI, QSA).

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Le secteur immobilier conserve un niveau d'endettement significativement supérieur à celui des autres secteurs, en raison des caractéristiques structurelles de cette activité à fort effet de levier. Entre 2022 et 2023, les plus grandes sociétés immobilières de la zone euro ont fait face à une triple menace, représentée par la baisse des revenus locatifs, la hausse des dépenses d'investissement et l'augmentation des coûts de financement. Elles ont vu leurs marges bénéficiaires se contracter fortement, ce qui a conduit une grande partie d'entre elles à enregistrer des pertes⁷⁴. En 2024, ce secteur semble réussir à réduire progressivement son encours de dette, malgré des résultats qui restent faibles. En 2025, la reprise du crédit bancaire pourrait entraîner une hausse des prêts à effet de levier et du risque de crédit (cf. partie 1.4).

⁷¹ La dette brute consolidée exclut les crédits effectués entre SNF résidentes et les crédits effectués par des SNF résidentes auprès de contreparties non-résidentes appartenant à un même groupe. Banque de France (2021), « Taux d'endettement des agents non financiers », [Stat info](#), février.

⁷² Banque de France (2025), « [Taux d'endettement des agents non financiers - Comparaisons internationales - 2025-Q2](#) », 18 novembre.

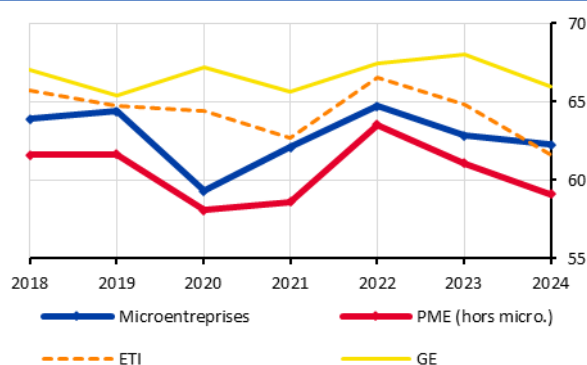
⁷³ Intérêt et remboursement du principal.

⁷⁴ Banque centrale européenne (2024), [Financial Stability Review](#), mai.

La capacité de remboursement des entreprises s'est légèrement dégradée en 2024. La part des entreprises ayant une capacité de remboursement élevée⁷⁵ a diminué entre 2023 et 2024, pour toutes les tailles d'entreprise (cf. graphique 1.33). Cette évolution reflète en premier lieu un effet de rattrapage consécutif à la disparition des aides Covid après la crise sanitaire. Un rattrapage semblable a été observé dans le nombre de défaillances d'entreprise, qui a augmenté continuellement depuis fin 2021, et tend à se stabiliser fin 2025 : au total, la progression des défaillances au rythme annuel (cumul en douze mois) poursuit son mouvement de décélération progressive (+ 4,4 % en octobre 2025, contre + 6,1 % en septembre 2025)⁷⁶. La baisse de la part des meilleures cotes traduit également la situation délicate à laquelle sont confrontées les entreprises : le ralentissement du chiffre d'affaires et la hausse des coûts de financement, dans un contexte de demande faible d'une part, et d'autre part une résistance de la trésorerie, des taux de marge, ainsi qu'une diminution de l'endettement.

Graphique 1.33 : Part des meilleures cotes parmi les SNF

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



Note : les meilleures cotes correspondent ici aux cotes Banque de France « 1 + excellente ++ » à « 4 + bonne + ». Les cotes « 1 + excellente ++ » à « 2 – très satisfaisante » correspondent à des risques de crédit suffisamment faibles pour être éligibles en garantie des opérations de refinancement auprès de la banque centrale. Les cotes « 3 + forte ++ » à « 4 + bonne + » étaient éligibles jusqu'à mi-décembre 2024, mais ne le sont plus depuis.

Source : Banque de France (FIBEN).

Dernier point : 2024.

Le marché de l'immobilier commercial se stabilise dans un contexte macroéconomique incertain

Les principaux indicateurs du marché de l'immobilier commercial pointent vers une reprise fragile du marché et différenciée selon les secteurs. Fortement affecté par la hausse des taux, le secteur a, à partir du troisième trimestre 2022, entamé un repli substantiel mais ordonné, marqué par une baisse des prix et du volume d'investissement. Si les perspectives sont désormais plus favorables, avec une augmentation globale des investissements et une stabilisation des prix, la reprise du marché reste fragile. Ainsi, après un premier trimestre 2025 marqué par des grandes transactions et un volume d'investissement élevé, le deuxième et le troisième trimestre 2025 marquent un nouveau ralentissement. Sur quatre trimestres glissants, le volume d'investissement s'établit autour de 15 milliards d'euros⁷⁷ au troisième trimestre 2025, au-dessus du minimum de 12,5 milliards d'euros atteint au deuxième trimestre 2024, mais 40 % en dessous de la moyenne historique observée entre 2004 et 2022 (cf. graphique 1.34). La dynamique globalement positive du volume

⁷⁵ Une capacité de remboursement élevée correspond à une cote Banque de France comprise entre « 1 + excellente ++ » et « 4 + bonne + ».

⁷⁶ Banque de France (2025), « Défaillances d'entreprises - 2025-10 », 5 décembre.

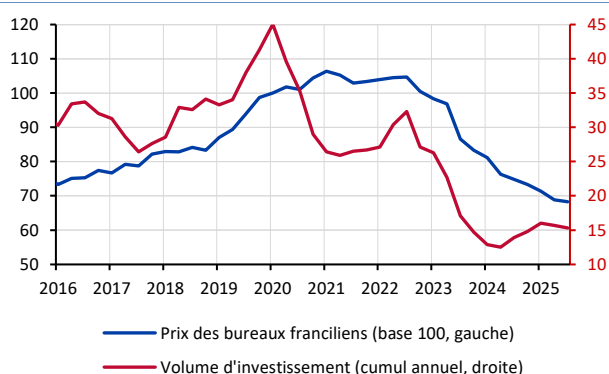
⁷⁷ Source : BNP Paribas Real Estate.

d'investissement masque néanmoins une certaine hétérogénéité selon les segments considérés. Ainsi, les volumes d'investissement dans les bureaux repartent à la hausse, après avoir été particulièrement affecté dans la période post-Covid, notamment par la généralisation du télétravail (l'investissement a augmenté de 38 % au cours des trois premiers trimestres de l'année par rapport à la même période en 2024, cf. graphique 1.35). Cette dynamique se traduit notamment par une baisse moins marquée des prix de transaction des bureaux franciliens⁷⁸ au troisième trimestre 2025 (– 0,8 % au cours du trimestre, – 9 % en glissement annuel).

La reprise du secteur reste très sensible au développement de la situation macroéconomique et aux tensions commerciales. Le ralentissement observé après le premier trimestre 2025 s'inscrit dans un contexte macroéconomique marqué par une incertitude politique accrue, susceptible d'affecter la confiance des investisseurs, et des taux d'intérêt toujours élevés tirant les prix vers le bas. De plus, le marché de l'immobilier commercial est particulièrement exposé aux flux internationaux. Le premier semestre 2025 est marqué par la baisse de la part des investissements étrangers, qui ne représentent que 30 % des volumes engagés en immobilier d'entreprise en France, contre 44 % au dernier trimestre 2024. Cette baisse a particulièrement pénalisé le segment de la logistique en début d'année, les investissements étrangers ayant représenté seulement 56 % des volumes au premier trimestre 2025, contre 79 % pour l'ensemble de l'année 2024⁷⁹.

Graphique 1.34 : Prix des bureaux franciliens et volumes d'investissement en immobilier d'entreprise

x : axe temporel / y [gauche] : base 100 = janvier 2020 ; [droite] : (en milliards d'euros)



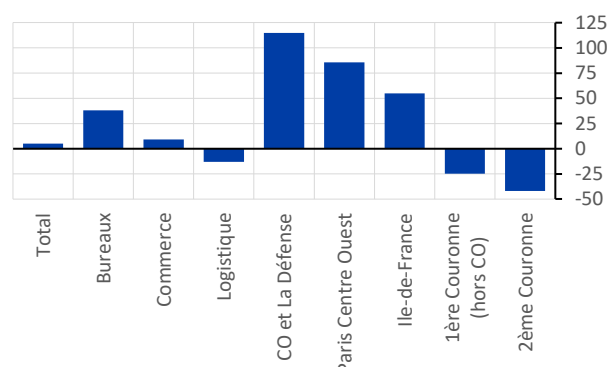
Note : Volumes d'investissement pour l'ensemble de la France, inclus bureaux, commerces, logistique, hôtellerie.

Sources : Immostat, BNP Paribas Real Estate.

Dernier point : troisième trimestre 2025.

Graphique 1.35 : Croissance des volumes d'investissement sur les 3 premiers trimestres de l'année entre 2024 et 2025

x : zones / y : (en %)



Note : CO correspond à la zone croissant ouest. La décomposition par zones géographiques comprend l'ensemble des classes d'actifs.

Sources : BNP Paribas Real Estate, Cushman & Wakefield, Immostat.

Le risque de liquidité pesant sur les fonds immobiliers continue de se réduire après une période de fortes tensions entamée fin 2022. Si ces tensions ont amené certains fonds à adopter des outils de gestion de la liquidité et à vendre des actifs financiers, les plans de cession d'actifs immobiliers sont restés limités. L'éventualité de sorties massives de capitaux dépend grandement du type de fonds considéré. Les fonds ouverts sont les plus à risque, car les investisseurs, particuliers ou institutionnels, peuvent revendre leurs parts à tout moment. Ces sorties, potentiellement massives et synchronisées, peuvent forcer les fonds à procéder à des ventes forcées de leurs actifs immobiliers. Fin juin 2024, 69 % de l'encours des fonds grand public sont considérés par l'Autorité des

⁷⁸ Le faible nombre de transactions et la grande hétérogénéité des biens de l'immobilier commercial rend difficile l'élaboration d'un indice de prix. En raison de la plus grande liquidité et homogénéité du marché des bureaux franciliens, leur prix moyen est souvent utilisé comme indice de référence.

⁷⁹ Source : Cushman & Wakefield, Marketbeat investissement.

marchés financiers (AMF) comme fonds fermés en pratique⁸⁰. Dans ce cas, les rachats sont uniquement possibles en cas de souscriptions nouvelles ou alors limités par des mécanismes de plafonnement, les *gates*⁸¹.

Ainsi, l'essentiel du risque de liquidité des fonds se concentre sur les deux principaux types de fonds ouverts : les organismes de placement collectif immobilier (OPCI) et les sociétés civiles immobilières (SCI) commercialisées par l'assurance-vie en unités de compte. Ces fonds ont enregistré une décollecte à partir du troisième trimestre 2022 (cf. graphique 1.36). Au deuxième trimestre 2025, les demandes de rachats semblent se stabiliser avec une décollecte représentant 0,3 % de l'actif net pour les SCI en unités de compte contre 1,9 % pour les OPCI.

Afin de faire face aux sorties de capitaux entamées au troisième trimestre 2022, ces fonds ouverts ont principalement utilisé trois méthodes :

- **L'activation d'outils de gestion de liquidité pour limiter le volume de rachat**⁸². L'AMF fait état d'un taux d'équipement des OPCI en *gates* de plus de 99 % en termes d'encours à fin 2023, contre seulement un tiers à fin 2022⁸³. À fin mars 2025, l'AMF comptabilise 10 fonds immobiliers ayant activé un outil de gestion de la liquidité pour un encours total d'environ 9 milliards d'euros⁸⁴.
- **La vente d'actifs cotés pour répondre aux demandes de rachat par les investisseurs**. Afin de faire face aux demandes de rachat, les OPCI sont juridiquement contraints de détenir au minimum 5 % d'actifs liquides⁸⁵ (principalement les titres du Trésor, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires, les obligations des États membres de l'OCDE et les dépôts à vue). Le maintien d'un niveau minimal d'actifs liquides réduit le risque de vente forcée et contribue à la stabilité du système financier en évitant au gestionnaire de céder des biens immobiliers à prix décotés, ce qui amplifierait les tensions sur le marché immobilier. Néanmoins, face au volume important de demandes de rachat, les OPCI ont dû procéder à des ventes non seulement de leurs actifs liquides, mais également de parts d'OPCVM non monétaires (principalement fonds d'actions et obligataires) et d'actions de sociétés foncières⁸⁶ (cf. graphique 1.37).
- **Les plans de cession d'actifs immobiliers**. Il s'agit d'une solution de dernier ressort, car elle expose un fonds à des ventes forcées à prix décotés. Cette cession a lieu principalement en cas d'adoption tardive d'outils de gestion de liquidité et de l'épuisement de la poche de liquidité. À fin 2024, parmi les vingt-trois OPCI existants au troisième trimestre 2022, six ont rapporté avoir engagé des plans de cession⁸⁷. La vente d'actifs immobiliers est néanmoins restée limitée, ces six fonds représentaient seulement 9,5 % de l'actif net total de l'ensemble des OPCI au troisième 2022, date de début de la vague de décollecte.

⁸⁰ AMF (2025), « [Cartographie des marchés et des risques 2025](#) », 24 juin. Les fonds fermés en pratique grand public correspondent aux sociétés civiles de placement immobilier (SCPI). La sortie de l'associé d'une SCPI peut se faire par une demande de retrait ou par 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.

⁸¹ Le montant des rachats est alors plafonné à une part très faible de l'actif net, ce qui limite fortement les sorties de capitaux. Le fond ouvert en théorie est alors dit fermé en pratique.

⁸² Les fonds immobiliers se sont exclusivement dotés de *gates*, au détriment des autres outils de gestion de liquidité (*swing prices*, *anti-dilution levies*, etc.), moins adaptés aux spécificités du marché immobilier. Darpeix (P.-E.), Rossopoff (B.) et Scaufflaire (J.) (2024), *Évolution de l'adoption des outils de gestion de liquidité dans les fonds français*, AMF, novembre.

⁸³ En novembre 2022, l'AMF a fait savoir que les organismes de placement collectif devaient se conformer au plus tard au 31 décembre 2023 à l'obligation d'introduire des mécanismes de plafonnement des rachats ou d'en justifier l'absence.

⁸⁴ Pour les produits commercialisés via un contrat d'assurance-vie, les épargnants peuvent néanmoins toujours effectuer des rachats et arbitrages. Le risque de liquidité pèse alors principalement sur l'assureur. Dans ce cas, les assureurs-vie sont autorisés à : répercuter la suspension pour les arbitrages sur ces unités de compte immobilières (article L. 131-4 du code des assurances), appliquer des pénalités de rachat (décret n° 2024-539 du 12 juin 2024).

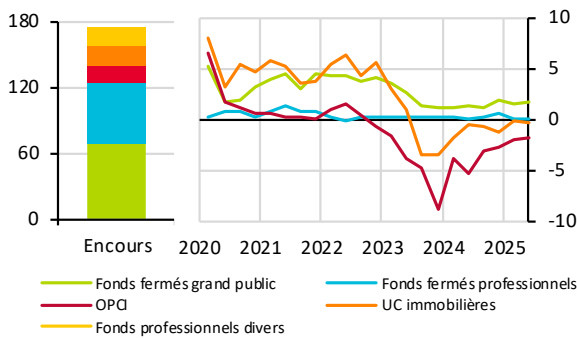
⁸⁵ Article L. 214-37 du code monétaire et financier.

⁸⁶ La part des actifs à caractère non immobilier ne peut dépasser 40 % des actifs totaux, ce qui limite, en prenant en compte les exigences de liquidité, à 35 % des actifs bruts la détention d'OPCVM non monétaires. De plus, les actifs immobiliers non cotés doivent représenter au minimum 51 % des actifs bruts.

⁸⁷ Plans de cession annoncés dans les rapports annuels 2023 et 2024 des fonds et qui ont explicitement vocation à faire face aux demandes de rachat.

Graphique 1.36 : Encours sous gestion et collecte nette trimestrielle par types de fonds

x : encours / y [gauche] : (en milliards d'euros) ; [droite] : (en % de l'actif net)



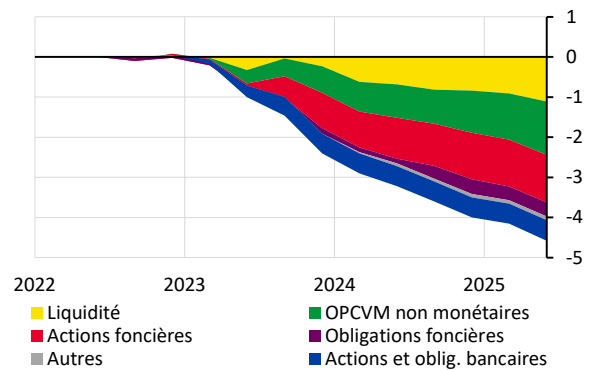
Note : gauche : encours à juin 2024. Droite : les fonds fermés grand public correspondent aux SCPI. Les fonds fermés professionnels correspondent aux organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPPCI), quasi tous équipés de mécanismes de plafonnement des rachats avec seuil de déclenchement très faible (souvent 0,1 % de l'actif net).

Sources : ASPIM, CSDB, Banque de France.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Graphique 1.37 : Achat net cumulé d'actifs cotés par les OPCI depuis janvier 2022

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



Note : les volumes de transaction sont calculés sur la base des encours déclarés en prenant en compte la variation du prix des actifs.

Sources : CSDB, OPC titres, Banque de France.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

L'immobilier résidentiel continue sa reprise progressive

Le marché de l'immobilier résidentiel continue sa phase de reprise progressive. Après un repli ordonné mais substantiel du marché consécutif à la hausse des taux amorcée début 2022, les principaux indicateurs pointent vers une reprise, à un rythme cependant moins soutenu qu'anticipé. Ainsi, au troisième trimestre 2025, le prix des logements anciens ajusté des variations saisonnières progresse de 0,7 % en un an, mais restent stables par rapport au trimestre précédent (cf. graphique 1.38). À l'inverse, le volume de transactions dans le logement ancien continue sa progression entamée en août 2024. De même, le marché du logement neuf, fortement affecté par la hausse des taux d'intérêt, montre des signes d'amélioration. Le nombre cumulé de mises en chantier en douze mois progresse, pour s'établir à 263 000 en novembre 2025 (+ 8 % par rapport au minimum atteint en mai 2025, mais 30 % en dessous de sa moyenne observée entre 2000 et 2019).

La production de crédits à l'habitat continue de suivre une tendance d'ensemble positive, alors que les taux d'intérêt se stabilisent. Le volume de nouveaux crédits immobiliers aux particuliers, hors renégociations et corrigé des variations saisonnières, atteint 12,3 milliards d'euros en novembre 2025 (+ 35 % sur les onze premiers mois de l'année en 2025 par rapport à 2024, cf. graphique 1.39). Cette augmentation de la production se traduit par un taux de croissance annuel de l'encours de crédit à l'habitat aux particuliers positif depuis juin 2025 (+ 0,1 % en novembre). Le taux d'intérêt moyen de ces nouveaux crédits hors renégociation se stabilise à 3,10 % en novembre, environ 2 points de pourcentage au-dessus de son niveau antérieur au cycle de resserrement monétaire. Sa dynamique est notamment contrainte par celle du taux de l'OAT à dix ans, qui sert de référence pour la fixation des taux des nouveaux prêts, et qui évolue autour de 3,5 % entre août et décembre 2025.

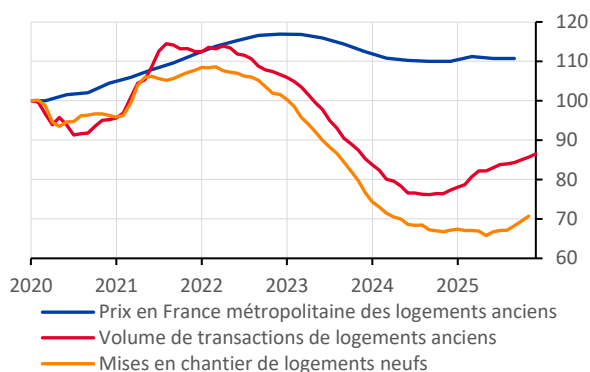
Les risques associés au crédit immobilier aux ménages demeurent limités. Le taux de chômage reste stable et à un niveau historiquement faible (7,7 % au troisième trimestre 2025). Les projections macroéconomiques de la Banque de France⁸⁸ prévoient une hausse marginale, avec un pic à 7,8 % en 2026, avant un reflux à 7,6 % en 2027. Dans des contextes macroéconomique et politique incertains, les ménages constituent une épargne de précaution. Leur taux d'épargne atteint ainsi 18,4 % du revenu disponible au troisième trimestre 2025, proche de

⁸⁸ Banque de France (2025), *Projections macroéconomiques de décembre 2025*, 19 décembre.

son niveau maximal depuis 1980, hors période Covid. Le taux d'effort moyen des nouveaux crédits immobiliers hors renégociation augmente légèrement, et atteint 30,6 % en novembre 2025, un niveau inférieur à celui de novembre 2023 (31,0 %) ⁸⁹. La norme HCSF ⁹⁰ plafonnant le taux d'effort à 35 % et la maturité des nouveaux prêts à vingt-cinq ans ⁹¹ permet néanmoins d'éviter une dérive incontrôlée des conditions d'octroi, et assure un endettement des ménages sain et soutenable.

Graphique 1.38 : Prix et transactions dans le logement ancien, mises en chantiers dans le logement neuf

x : axe temporel / y : base 100 = janvier 2020



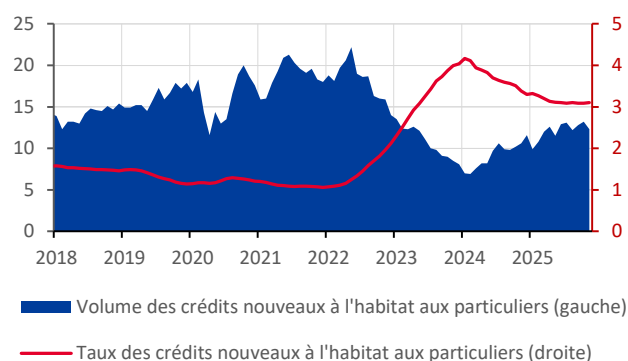
Note : prix corrigés des variations saisonnières. Volumes cumulés sur douze mois.

Sources : IGEDD, Insee.

Dernier point : troisième trimestre 2025 pour les prix, décembre et novembre 2025 pour les transactions dans l'ancien et les mises en chantier.

Graphique 1.39 : Taux et volume des nouveaux crédits à l'habitat aux particuliers

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



Note : crédits hors renégociation. Le taux d'intérêt correspond au taux effectif au sens étroit.

Sources : Banque de France.

Dernier point : novembre 2025.

1.4 Les banques et les assureurs demeurent résilients dans un environnement incertain

En dépit de la hausse du risque de crédit, les banques françaises ont enregistré d'excellents résultats depuis le début d'année et présentent une situation prudentielle solide.

Malgré la baisse des taux directeurs de la BCE depuis début 2025, les incertitudes géopolitiques, économiques et politiques ont engendré de l'attentisme de la part de la clientèle. Ainsi, les encours de prêts aux SNF et aux ménages ne progressent que légèrement en neuf mois, respectivement de 0,5 %, à 1 849 milliards d'euros, et de 0,2 %, à 2 033 milliards d'euros par rapport à fin 2024. Mais, en dépit de ce contexte, l'émission de prêts à effet de levier ⁹² est repartie à la hausse au cours du premier semestre 2025, avec 32,1 milliards d'euros d'émission, contre une moyenne de 25 milliards d'euros au cours des six années précédentes. Les encours atteignent ainsi 200,1 milliards d'euros au premier semestre 2025, soit 11,1 % du portefeuille de prêts aux SNF, la dette senior constituant l'essentiel de ces encours (95,1 %). Parallèlement, la part des émissions assorties avec des *covenants* allégés ou sans *covenant* augmente (+ 10 points de pourcentage), à 73,3 %.

Le ralentissement économique pèse sur la classification IFRS 9 des actifs bancaires et se reflète dans l'évolution de la part des prêts aux SNF de niveau 2 ⁹³ et, dans une moindre mesure, celle des prêts de

⁸⁹ Suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat dans le cadre de la remise CREDITHAB.

⁹⁰ [Décision HCSF-2021-7](#) relative aux conditions d'octroi de crédits immobiliers du 29 septembre 2021, modifiée par la [décision HCSF-2023-2](#) du 29 juin 2023 et la [décision HCSF-2023-6](#) du 18 décembre 2023.

⁹¹ Les plafonds pour le taux d'effort et la maturité sont assortis d'une marge de flexibilité limitée à 20 % du volume total de production, au sein de laquelle les crédits octroyés peuvent déroger à l'un ou l'autre des critères.

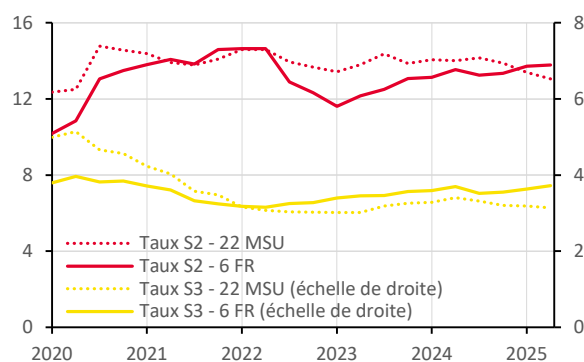
⁹² Données des prêts à effet de levier pour les cinq principales banques françaises.

⁹³ Qui dénote une augmentation sensible du risque de crédit.

niveau 3⁹⁴, respectivement de + 54 et + 21 points de base pour le portefeuille SNF. Cette dégradation est plus accentuée pour le portefeuille des prêts aux PME, dont la part des prêts de niveau 3 augmente de 34 points de base, à 4,83 %, ou pour les encours à effet de levier (+ 30 points de base, à 6,7 %). Cette tendance contraste avec le portefeuille de prêts aux SNF des autres banques du mécanisme de surveillance unique (MSU), dont la part de prêts de niveau 2 et celle des prêts de niveau 3 diminuent respectivement de 110 et 17 points de base. L'amélioration de la situation pour les prêts de niveau 2 des banques du MSU provient de deux portefeuilles, les prêts aux grandes entreprises et les prêts garantis par un bien immobilier commercial. Ce dernier sous-portefeuille connaît également une baisse importante de la part d'encours de niveau 3, de 26 points de base, à 4,38 % (cf. graphique 1.40). Pour le portefeuille des ménages, la part des prêts de niveau 2 et celle des prêts de niveau 3 sont en hausse depuis fin 2024 (respectivement de 28 points de base, à 9,56 %, et de 8 points de base, à 2,24 %, cf. graphique 1.41). Par conséquent, le coût du risque en volume augmente, même si rapporté aux actifs totaux il est relativement stable, à 29 points de base, et demeure inférieur à celui des pairs de la zone euro, qui est de 39 points de base⁹⁵.

Graphique 1.40 : Part des prêts de niveau 2 et de niveau 3 des SNF

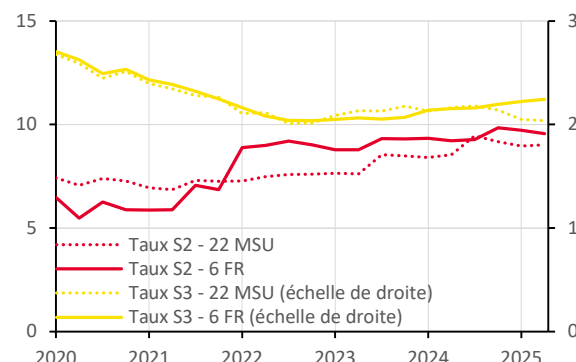
x : axe temporel / y : part des prêts (en %)



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : septembre 2025.

Graphique 1.41 : Part des prêts de niveau 2 et de niveau 3 des ménages

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



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : septembre 2025.

Après avoir enregistré des revenus historiquement élevés en 2024, les six principaux groupes bancaires français⁹⁶ affichent une hausse importante de leurs revenus au cours des neuf premiers mois de l'année 2025. La progression du produit net bancaire (PNB), de 6,6 % à 125,1 milliards d'euros, est portée principalement par celle des revenus des activités de marché (14 % à 18,2 milliards d'euros) alors que la marge nette d'intérêt (MNI) se redresse (+ 4,6 % à 49,9 milliards d'euros). Les revenus de commissions restent à un niveau historiquement élevé de 43,5 milliards d'euros.

La progression de la MNI s'appuie principalement sur un effet favorable des taux d'intérêt, le coût moyen des ressources diminuant plus rapidement que le rendement des actifs. La part de la MNI demeure importante dans le PNB (40 % du PNB), bien que plus faible que celle des vingt-deux banques comparables du MSU (65 %). Stimulée par la baisse des taux d'intérêt, la demande en nouveaux crédits des entreprises et des ménages a augmenté, entraînant un effet de volume légèrement positif (cf. graphique 1.42). Ainsi, en un an, la marge nette d'intérêt rapportée aux actifs portant intérêt des banques françaises progresse de 3 points de base, tandis qu'elle recule de 11 points de base pour les banques du MSU. L'écart observé par rapport aux

⁹⁴ Prêts en défaut.

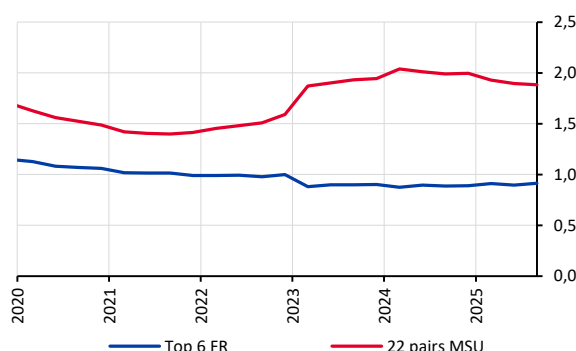
⁹⁵ Le coût du risque total est calculé sur un périmètre supérieur aux seuls portefeuilles de prêts aux ménages et aux SNF.

⁹⁶ BNP Paribas, Société générale, Groupe Crédit agricole, Groupe BPCE, Groupe Crédit mutuel, La Banque postale.

autres banques de la zone euro reflète à la fois un effet structurel, lié à la composition des bilans, et un effet temporel, relatif à la vitesse de transmission des taux (cf. graphique 1.43).

Graphique 1.42 : Évolution de la MNI rapportée aux actifs portant intérêts

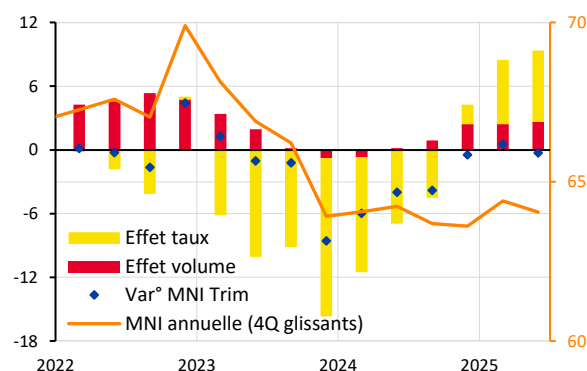
x : axe temporel / y : MNI en % des actifs portant intérêts



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : septembre 2025.

Graphique 1.43 : Variation de la MNI annualisée depuis décembre 2021 des 6 principales banques françaises

x : axe temporel / y [droite] : effets volume et taux en milliards d'euros ; [gauche] : variation trimestrielle ou annuelle (en %)



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : juin 2025.

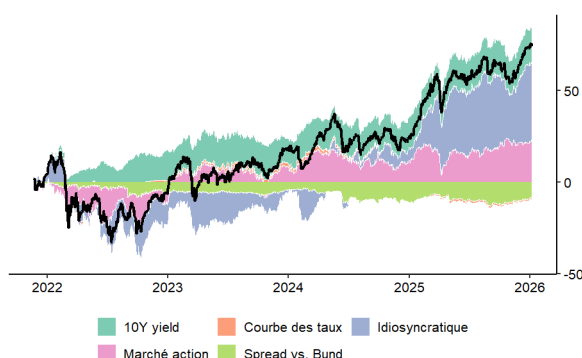
Parallèlement, les groupes bancaires français continuent de bénéficier de facteurs plus structurels d'amélioration de leur rentabilité. En effet, la croissance des revenus compense la hausse des charges d'exploitation (+ 3,9 %, à 82,5 milliards d'euros) et absorbe une progression plus marquée du coût du risque (+ 9,9 %, à 9,5 milliards d'euros), provenant à la fois des portefeuilles de crédits aux SNF et aux ménages. En dépit de la surtaxe exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés prévue par la loi de finances pour 2025, le résultat net pour ces neuf premiers mois de 2025 s'inscrit ainsi en progression de 9,1 %, pour atteindre 30,3 milliards d'euros. Par ailleurs, les indicateurs d'efficacité opérationnelle et de rentabilité s'améliorent : le coefficient d'exploitation annualisé diminue de 1,7 point de pourcentage, pour atteindre 66 %, tandis que la rentabilité des actifs (*return on asset*, ROA) et la rentabilité des capitaux propres (*return on equity*, ROE) annualisées progressent respectivement de 2 points de base, à 0,45 % et de 35 points de base, à 7,31 %.

Les actions bancaires françaises se sont fortement appréciées en 2025. Le *price-to-book ratio* des actions des trois banques françaises cotées⁹⁷ s'est largement amélioré en 2025, passant de 47 % au 1^{er} janvier à 75 % fin décembre 2025, en dépit de l'instabilité politique et économique. Porté par la normalisation des taux d'intérêt et une amélioration des perspectives de croissance des résultats, l'indice sectoriel a largement surperformé par rapport au marché intérieur (+ 173 %, contre + 47 % entre octobre 2022 et fin 2025). Les analystes financiers projettent une croissance des bénéfices de près de 9 % par an de 2026 à 2029, en nette amélioration par rapport aux perspectives de résultats pour quatre ans qui prévalaient en 2022. Enfin, si l'incertitude politique et l'écartement du *spread* OAT-Bund ont pesé sur la performance et généré de la volatilité, ils n'ont pas suffi à remettre en question la tendance haussière (cf. graphique 1.44). Les banques françaises bénéficient également des bonnes conditions de financement sur le marché obligataire, avec des *spreads* de crédit resserrés. La hausse du *spread* souverain français a eu des effets contenus sur les *spreads* de crédit des banques françaises depuis 2024, avec une corrélation faible, même si elle tend à remonter temporairement en période de volatilité accrue sur le marché de la dette souveraine (cf. graphique 1.45).

⁹⁷ BNP Paribas, Société générale et Crédit agricole.

Graphique 1.44 : Décomposition des performances des actions émises par les banques françaises

x : axe temporel / y : performance cumulée (en %)



Note : la sensibilité des performances quotidiennes de l'indice action bancaire français aux (i) performances du marché intérieur, (ii) variations du taux à dix ans, (iii) du spread OAT-Bund et (iv) de la courbe des taux (dix ans - deux ans) est estimée à l'aide d'une régression linéaire pour la période 2022-2025. La performance cumulée de l'indice bancaire est ensuite décomposée en fonction de l'évolution de chacune de ces composantes. La composante idiosyncrasique représente la part non expliquée, qui dépend notamment de la progression des résultats bancaires.

Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 1.45 : Corrélation entre le spread souverain OAT-Bund dix ans et le spread sur la dette bancaire covered et senior des banques françaises

x : axe temporel / y : unité



Note : la corrélation est calculée sur la variation quotidienne des spreads pour cent vingt jours glissants.

Source : LSEG WIB, indices Iboxx.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Les ratios réglementaires des banques françaises, intégrant depuis le début d'année les nouvelles dispositions prévues par CRR3 (*Capital Requirements Regulation 3*), demeurent solides.

Les six principaux groupes bancaires français maintiennent une solvabilité élevée, soutenue par le niveau de leurs fonds propres et de leurs marges par rapport aux exigences. Au cours des trois premiers trimestres de 2025, le ratio de solvabilité en *common equity Tier 1* (CET1) est resté stable, à 15,5 %. La stabilisation des exigences réglementaires, à l'exception des évolutions régulières du Pilier 2 réglementaire (P2R) et des taux de coussin contracyclique (CCyB) mis en place dans les autres juridictions, et la mise en réserve d'une part des résultats, permettent aux banques françaises d'afficher une marge en fonds propres CET1 confortable de 4,7 points de pourcentage, supérieure à celle de leurs homologues européennes (4,3 points de pourcentage, cf. graphique 1.46), en dépit de situations hétérogènes : la marge la plus faible s'établit à 1,8 point de pourcentage pour l'échantillon des banques françaises, et la plus élevée atteint 8,2 points de pourcentage.

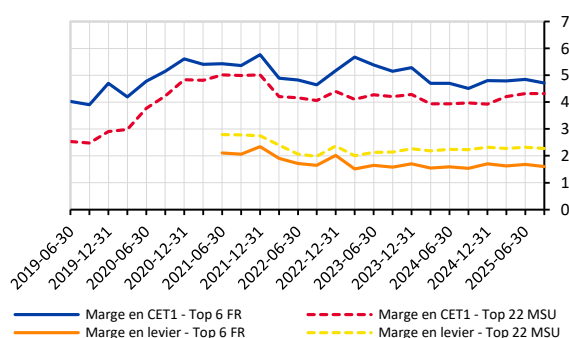
La marge sur les exigences de levier pour les six groupes bancaires français atteint 1,6 point de pourcentage en septembre 2025. Après le renforcement des exigences réglementaires dans le cadre du levier en 2023, lié à l'introduction du coussin en levier pour les établissements d'importance systémique au niveau mondial, puis en 2024 avec l'introduction des exigences de Pilier 2, les exigences de levier se stabilisent en 2025. La marge sur les exigences en levier des pairs européens se situe à un niveau supérieur à celui des banques françaises, à 2,3 points de pourcentage.

Les ratios de liquidité des banques françaises se maintiennent à un niveau important, au-dessus des seuils réglementaires. Pour les six principaux groupes bancaires français, le ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*, LCR) moyen sur douze mois, à 142,8 % (cf. graphique 1.47) et le ratio de financement stable (*net stable funding ratio*, NSFR), à 114,2 %, se stabilisent en septembre 2025, après le remboursement des opérations de refinancement à long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) ces

dernières années. Leurs ratios de liquidité en dollars affichent une situation satisfaisante⁹⁸ et en amélioration par rapport à fin 2024. Hors financement des actifs liquides de haute qualité (HQLA), l'excédent de ressources global s'élève à 150 milliards de dollars. L'analyse des échéanciers de maturité en dollars montre, fin septembre 2025, une position nette de liquidité agrégée positive pour les douze mois à venir. Selon leur communication financière, les banques françaises avaient anticipé une partie de leurs plans annuels de refinancement 2025 dès 2024, avec une continuité globale dans les programmes d'émission, majoritairement en euros, mais également en dollars américains et dans d'autres devises étrangères moins importantes dans leurs bilans (livre sterling ou yen, par exemple). À fin septembre 2025, au moins 90 % de ces plans de financement étaient déjà réalisés pour les principales banques françaises recourant au financement sur les marchés.

Graphique 1.46 : 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 : axe temporel / y : marge sur les exigences



Note : la marge sur les exigences de CET1 dans le cadre réglementaire de solvabilité sur les actifs pondérés par les risques correspond à la distance au seuil de montant maximal 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, GSIB 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.

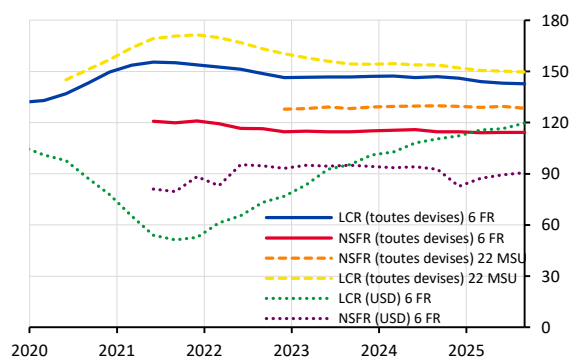
La marge sur les exigences de Tier 1 dans le cadre de levier tient compte des exigences de Pilier 1, de Pilier 2 individuel et du GSIB.

Source : remises réglementaires COREP.

Dernier point septembre 2025.

Graphique 1.47 : Ratios de liquidité réglementaires toutes devises et ratios de liquidité en dollars

x : axe temporel / y : ratios de liquidité



Source : remises réglementaires COREP.

Dernier point : septembre 2025.

L'exposition bancaire aux administrations publiques françaises progresse, tout en restant limitée par rapport au total de bilan

Les principales banques françaises ont eu tendance à augmenter leur exposition à la dette souveraine française (+ 11 % entre septembre 2024 et septembre 2025), notamment par l'acquisition de titres de dette (+ 22 %), mouvement qui s'inscrit dans une dynamique haussière plus générale de la détention de titres de dette souveraines⁹⁹. Leurs expositions aux administrations publiques françaises progressent mais restent

⁹⁸ La réglementation sur les ratios de liquidité par devises n'impose pas d'exigence contraignante, mais recommande aux banques de s'assurer qu'elles détiennent suffisamment d'actifs pour faire face à leur passif dans chaque devise importante.

⁹⁹ La détention des six principales banques françaises de titres souverains a augmenté de 16 % toutes juridictions et toutes devises confondues hors France.

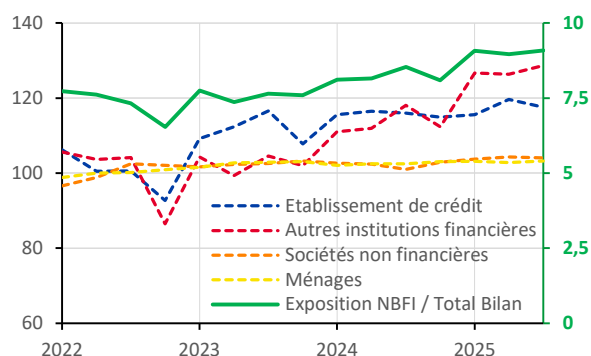
relativement limitées en comparaison au total des actifs, à 4,1 % du total bilan¹⁰⁰ pour les banques françaises, contre une exposition à leurs titres souverains domestiques de 4,5 % du total bilan pour les banques du MSU. Par ailleurs, la majorité de ces expositions sont comptabilisées au coût amorti, ce qui insensibilise le compte de résultats aux variations de prix. Compte tenu de ces expositions limitées, les banques françaises seraient en mesure d'absorber des fluctuations de marché importantes sur la dette souveraine française. Le risque pour le secteur bancaire associé à la situation des finances publiques françaises est donc davantage macroéconomique¹⁰¹ que strictement financier.

L'exposition des banques françaises envers les autres institutions financières est en hausse

La remontée des taux a entraîné une progression dynamique de l'exposition des six groupes bancaires français envers les autres institutions financières, qu'il s'agisse de banques ou d'institutions financières non bancaires. Dans le même temps, leurs expositions vis-à-vis des SNF et des ménages ont progressé plus lentement (cf. graphique 1.48). Ainsi, fin septembre 2025, l'exposition aux NBFI s'élève à 815 milliards d'euros, dont 705 milliards d'euros de prêts et 110 milliards d'euros de titres. Le poids de ces encours dans le bilan des banques françaises reste toutefois modéré puisqu'ils représentent 9,1 % du total des actifs, contre 21 % pour les encours SNF ou 22 % pour les encours ménages.

Graphique 1.48 : Évolution de l'exposition à l'actif des groupes bancaires français par types de contrepartie

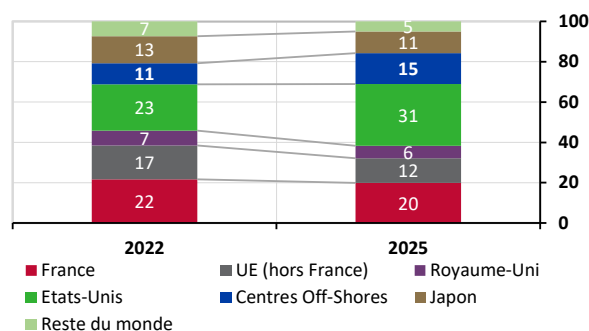
x : axe temporel / y : [gauche] base 100 (moyenne 2022) ; [droite] Exposition/ Total Bilan (en %)



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : septembre 2025.

Graphique 1.49 : Répartition géographique des prêts aux autres institutions financières des six principaux groupes bancaires français entre 2022 et septembre 2025

x : axe temporel / y : part du portefeuille des prêts aux autres institutions financières (en %)



Source : remises réglementaires FINREP.
Dernier point : septembre 2025.

Les prêts bancaires accordés par des banques françaises à des institutions financières non bancaires étrangères augmentent. Alors que la part des prêts à des institutions résidentes en France a légèrement diminué entre 2022 et septembre 2025, passant de 22 % à 20 %, celle des prêts à destination d'entités résidentes aux États-Unis connaît une augmentation notable, passant de 23 % en 2022 à 31 % en 2025 (cf. graphique 1.49). Par ailleurs, le poids des centres offshore¹⁰² progresse, de 11 % en 2022 à 15 % en 2025. Depuis 2023, les prêts aux autres institutions financières des pays de l'Union européenne (hors France) représentent environ 12 % du portefeuille, les pays les plus représentés étant le Luxembourg, l'Italie et l'Irlande.

¹⁰⁰ Le total du bilan des grands groupes bancaires français s'établit à 8 972,5 milliards d'euros, dont principalement 12 % de titres de dette et 61 % de prêts. Les dépôts représentent 63 % du passif, et les titres de dette émis 18 %.

¹⁰¹ Impact de la dégradation de la situation sur l'économie réelle : augmentation de l'incertitude, éventuellement suivie par une consolidation budgétaire contrainte et coûteuse.

¹⁰² Les centres *offshore* comprennent les îles Caïmans, les Bermudes, les Bahamas, les îles Vierges, Jersey, Guernesey, l'île de Man, Hong Kong et Singapour.

Les superviseurs sont attentifs à ces interconnexions croissantes entre les institutions financières bancaires et non bancaires. Dans ce cadre, plusieurs initiatives sont à mentionner :

- En parallèle de l'exercice de test de résistance bancaire européen mené en 2025 sous l'égide de l'Autorité bancaire européenne (ABE), le mécanisme de surveillance unique (MSU) a conduit une analyse du risque de crédit de contrepartie (CCR).
- La Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) conduisent actuellement un exercice exploratoire visant à mieux comprendre les facteurs de transmission et d'amplification d'un choc de marché au travers des interconnexions entre banques et NBFi, et à évaluer la résilience du système financier dans ce contexte (cf. encadré 1.5).

Encadré 1.4 : Le développement de la titrisation synthétique par les banques : perspectives et défis de stabilité financière

Par Louis-Edouard GENTY, Clara PONS MOURÉOU, Edith STOJANOVIC et Floris VAN DIJK

La titrisation est un outil de gestion des risques et des fonds propres encadré par le superviseur

La titrisation est un mécanisme financier permettant aux banques de transférer des actifs ou une partie du risque lié à ces derniers, avec des objectifs de gestion du risque de crédit et des fonds propres réglementaires. Les réformes réglementaires mises en œuvre depuis 2010 ont permis de renforcer le marché de la titrisation, notamment en assurant un meilleur alignement des intérêts entre les originateurs et les investisseurs¹⁰³, et une transparence accrue. En fonction du respect de certains critères attestant d'un transfert de risque notable (*significant risk transfer*, SRT)¹⁰⁴ et de leur reconnaissance par le superviseur prudentiel compétent, certaines opérations permettent à la banque qui titrise ses actifs d'appliquer une charge en capital correspondant au risque effectivement conservé. La réduction des exigences de fonds propres permise par ces opérations s'établit en moyenne à 45,9 points de base du ratio de solvabilité CET1 pour les banques de la zone euro non françaises (1 milliard d'euros), et à 36,7 points de base pour les cinq principales banques françaises (1,5 milliard d'euros). Deux modalités opérationnelles sont à distinguer (cf. annexe) : la titrisation traditionnelle, qui consiste à transférer des actifs hors du bilan de la banque vers un véhicule spécifique qui finance leur acquisition par l'émission de titres, et la titrisation synthétique, qui permet de transférer uniquement le risque de crédit de ces actifs, sans les céder, en ayant recours à des produits dérivés ou à des garanties.

Les principales banques de la zone euro¹⁰⁵ affichent une activité dynamique d'émission de titrisations SRT, avec une préférence marquée pour la titrisation synthétique. Dans l'ensemble, les émissions de titrisation SRT ont doublé entre 2021 et 2024 pour atteindre 191 milliards d'euros et 91 % de ces émissions sont synthétiques. Cette tendance s'est largement poursuivie au premier semestre 2025 avec 117 milliards d'euros d'émissions à fin juin, portant l'encours total de titrisations SRT émises par les banques de notre échantillon à 558 milliards d'euros (graphique 1).

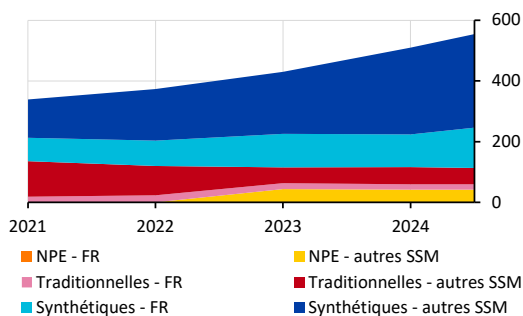
¹⁰³ La cadre réglementaire européen fixe une exigence de rétention de 5 % de l'actif économique net par l'originateur, le sponsor, ou le prêteur initial, pour les opérations cash comme pour les opérations synthétiques.

¹⁰⁴ Dans cette analyse, la notion SRT correspond au transfert de risque notable, incluant les titrisations cash et synthétiques, contrairement à l'acception de *synthetic risk transfer*, qui ne couvre que les titrisations synthétiques.

¹⁰⁵ Le présent encadré se focalise sur le rôle d'originateur de titrisations SRT des banques de la zone euro les plus actives, soit un échantillon de 23 banques dont 5 françaises.

Graphique 1 : Encours de créances titrisées SRT par type d'opérations

x : année du reporting / y : encours (en milliards d'euros)



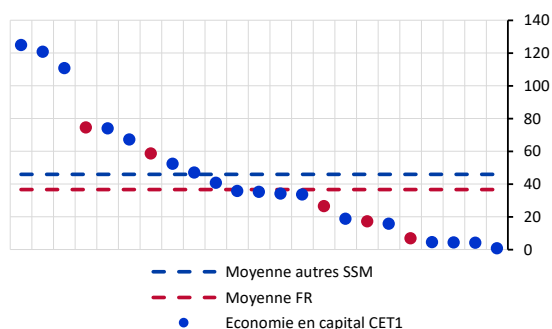
Note : L'encours inclut l'ensemble des tranches y compris celles qui ne sont pas retenues par l'établissement. NPE correspond aux expositions non performantes.

Source : remises réglementaires COREP.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Graphique 2 : Gains estimés en ratio de fonds propres CET1 liés aux titrisations SRT (synthétiques et cash) de vingt-trois banques de la zone euro

x : établissement / y : économie en ratio CET 1 (en points de base)



Note : les données sont considérées au 31 décembre 2024.

Source : remises réglementaires COREP.

La titrisation synthétique : un levier d'efficacité opérationnelle qui soulève des défis en matière de suivi du risque

La titrisation synthétique présente des avantages pour les banques et les investisseurs. Par rapport à la titrisation traditionnelle, elle permet de réduire les coûts opérationnels pour les banques car elle ne nécessite pas le transfert des actifs hors du bilan et la création de véhicule ad hoc. En offrant aux banques une couverture contre le risque de crédit tout en conservant l'intégralité des créances au bilan, ces opérations permettent aux banques de préserver la relation commerciale initiée avec les entreprises emprunteuses. Enfin, ces opérations sont généralement plus rapides et flexibles à mettre en œuvre. Du point de vue des investisseurs, les produits titrisés permettent généralement de diversifier les portefeuilles et de prendre une exposition à un niveau de risque spécifique, tout en bénéficiant de l'expertise de la banque dans l'origination et le suivi des prêts¹⁰⁶ et en offrant des rendements attractifs. Les titrisations synthétiques sont en général des opérations négociées de façon privée, par nature moins transparentes que les opérations publiques, mais la réglementation européenne exige que les banques transmettent les informations nécessaires aux investisseurs sur la structure, le portefeuille d'actifs couverts et la performance des opérations. La taille et la durée des opérations de titrisation synthétiques peuvent être calibrées selon les préférences des investisseurs, contrairement à la titrisation traditionnelle qui repose sur le transfert d'actifs.

Le développement de la titrisation synthétique peut toutefois s'accompagner de risques. Dans le cas des titrisations synthétiques, il peut exister un décalage entre la maturité des prêts sous-jacents, qui restent inscrits au bilan de la banque, et celle de l'opération de titrisation, qui peut entraîner une hausse des exigences de fonds propres si la banque n'est pas en mesure de renouveler ces opérations à échéance. Par ailleurs, un fort appétit pour le risque de la part des investisseurs pourrait se traduire par un effet d'aléa moral conduisant à un assouplissement des conditions d'octroi de crédit de la part des banques¹⁰⁷. En conséquence, l'octroi de crédit pourrait devenir plus procyclique et plus dépendant des entités qui fournissent la protection, qui sont majoritairement des acteurs non bancaires (fonds de crédit, hedge

¹⁰⁶ Le *servicing* est généralement assumé par la banque originatrice y compris dans le cas de la titrisation traditionnelle. Elle peut être déléguée à une tierce partie, typiquement des établissements spécialisés dans les créances non performantes dans le cas de titrisations de crédits non performants.

¹⁰⁷ Osberghaus (A.) et Schepens (G.) (2025), *Synthetic, but How Much Risk Transfer?*, 1^{er} février.

funds, fonds de pension, etc.). Ce risque peut être amplifié dans les cas où les investisseurs en titrisations synthétiques financent leurs positions par des opérations de *repo* avec des banques, mais le volume de ces opérations de financement demeure difficile à mesurer. Aujourd'hui, le niveau de décharge en capital ne traduit pas de dépendance des banques à la titrisation synthétique pour la gestion de leur niveau de risque de crédit ou leurs exigences en capital. Par ailleurs, les types de risque spécifiques à ces opérations, comme le risque de décalage de maturité, font l'objet d'un suivi du superviseur et apparaissent contenus. Enfin, le risque d'aléa moral au niveau des critères d'octroi semble pour l'instant limité, comme en témoigne la diminution du taux de défaut observée pour les encours de crédit sous-jacents aux titrisations SRT (cf. annexe). Dans un marché en croissance, une gestion attentive de ce risque par les banques et investisseurs reste essentielle, tandis qu'une amélioration des informations disponibles sur les investisseurs permettrait aux superviseurs de renforcer le suivi des interconnexions entre acteurs.

La nécessité d'un cadre réglementaire adapté pour un développement maîtrisé de la titrisation

La Commission européenne a publié au mois de juin 2025 un ensemble de propositions de modification du cadre réglementaire gouvernant les opérations de titrisation en Europe, dans l'optique de faciliter le recours à la titrisation dans l'Union européenne tout en continuant à préserver la stabilité financière. Ces propositions s'inscrivent dans un contexte de marché où le recours des établissements à la titrisation, bien que grandissant, reste limité depuis la grande crise financière de 2007-2009. Cet objectif politique de relance de la titrisation vise à augmenter la capacité de financement des banques dans le cadre plus large de la stratégie de développement d'une Union pour l'épargne et l'investissement¹⁰⁸. Dans le prolongement du papier de position publié en février 2025¹⁰⁹, la Banque de France et l'ACPR soutiennent cette révision, qui renforce la sensibilité au risque du cadre prudentiel tout en préservant les garde-fous garantissant l'alignement des intérêts le long de la chaîne de valeur¹¹⁰, en ne visant qu'une simplification opérationnelle de certains d'entre eux et en améliorant la capacité de supervision des autorités.

Une collecte exceptionnelle en assurance-vie, un redressement des équilibres techniques en assurance-non-vie et une solvabilité toujours solide

Le secteur de l'assurance confirme sa résilience au 1^{er} semestre 2025, avec une solvabilité largement supérieure aux exigences réglementaires. En assurance-vie, le maintien de taux de revalorisation attractifs pour l'année 2024, et qui continuent de l'être pour les épargnants face à la baisse des taux de rémunération des livrets d'épargne réglementés, ainsi que des flux d'épargne financière des ménages élevés, a conduit à une collecte nette record en 2025. En assurance non-vie, la rentabilité technique poursuit son redressement, sous l'effet d'une croissance rapide des primes face à une hausse des sinistres contenue. L'allocation des actifs des assureurs a peu évolué au cours du semestre : le portefeuille de placements est diversifié et l'exposition au dollar limitée.

La solvabilité moyenne des assureurs est en légère hausse au premier semestre 2025. Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres très supérieur aux exigences en capital¹¹¹, avec une couverture du capital de solvabilité requis¹¹² de 241 % en moyenne à fin juin 2025, contre 238 % à fin 2024. La hausse est plus marquée pour les assureurs traditionnels, dont le ratio de solvabilité a augmenté de 7 points de pourcentage au cours du

¹⁰⁸ Initiative visant à renforcer la compétitivité économique de l'Union européenne en mobilisant davantage de leviers de financement et de capital au service de l'innovation, des transitions verte et numérique, ainsi que des secteurs stratégiques, tels que la défense.

¹⁰⁹ Banque de France, ACPR, [All Hands on the Green Deck](#).

¹¹⁰ Notamment : interdiction de la retitrisation, exigences de transparence accrues pesant sur l'initiateur et de *due diligence* pesant sur l'investisseur, interdiction de *cherry-picking* des sous-jacents destinés à la titrisation.

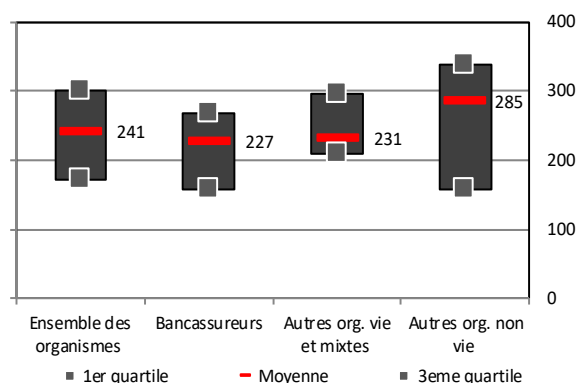
¹¹¹ À titre d'information, les exigences en capital se situent à 195 milliards d'euros fin juin 2025.

¹¹² 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 %.

semestre. 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 300 % (cf. graphique 1.50). Les autres organismes non-vie affichent des disparités particulièrement importantes, avec toutefois un ratio moyen de 285 %, tandis que les bancassureurs, qui doivent toutefois être analysés à la lumière de la structure conglomerale du groupe auquel ils appartiennent, affichent un taux moyen de couverture du capital de solvabilité requis de 227 %.

Graphique 1.50 : Distribution du taux de couverture du capital de solvabilité requis fin juin 2025

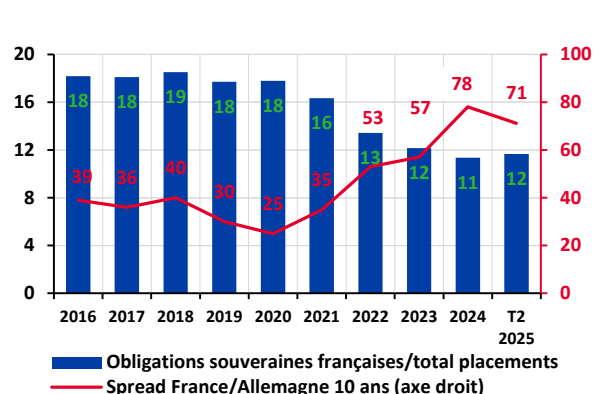
x : type d'organisme / y : 1er quartile, moyenne et 3ème quartile (en %)



Source : ACPR.

Graphique 1.51 : Proportion des obligations souveraines françaises dans les placements des assureurs

x : axe temporel / y [gauche] : taux (en %); [droite] : spread (en points de base)



Source : ACPR.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Le portefeuille de placements des assureurs français demeure diversifié, et les obligations souveraines françaises sont toujours attractives. Le contexte de taux d'intérêt bas des années passées avait fortement contraint les revenus financiers des assureurs, notamment les coupons obligataires. Les obligations représentent environ 60 % des placements des assureurs¹¹³, principalement des obligations du secteur financier (28 % des placements à fin juin 2025), d'émetteurs souverains (20 %) et de sociétés non financières (11 %). Environ 80 % de ces obligations sont des titres de notation supérieure à A-, et la part d'obligations dont la notation est inférieure à BBB- est de l'ordre de seulement 1 %. Les actifs obligataires souverains français représentent 12 % des placements des assureurs à la fin du premier semestre 2025, un niveau en légère augmentation par rapport à fin 2024, après la baisse liée à des effets de valorisation à la suite de la hausse des taux en 2022-2023 (cf. graphique 1.51). Même si les comportements d'investissement peuvent différer d'un organisme à l'autre, l'attractivité des actifs obligataires de l'État français ne faiblit donc pas. Pour l'ensemble du portefeuille, la proportion des investissements pouvant être facilement et immédiatement convertis en liquidité se situe aux alentours de 50 %¹¹⁴ depuis plusieurs années. La proportion d'actifs alternatifs (immobilier, financements structurés, infrastructures, fonds alternatifs, capital-investissement, obligations convertibles et hybrides, prêts, etc.) potentiellement plus risqués et moins liquides s'élève à 17 %. Ces actifs constituent un outil de diversification intéressant pour les assureurs proposant des produits à durée longue, tels que l'assurance-vie et l'assurance retraite (cf. chapitre 2). Enfin, concernant le risque de change, celui-ci reste contenu pour les assureurs français : toutes expositions confondues, les actifs investis dans des devises autres que l'euro représentent une part limitée de leur actif (8 % à fin juin 2025, stable par rapport à fin 2024). Parmi ces expositions en devises, les deux tiers environ correspondent à des placements libellés en dollars.

¹¹³ Après mise en transparence des actifs des organismes de placements collectifs.

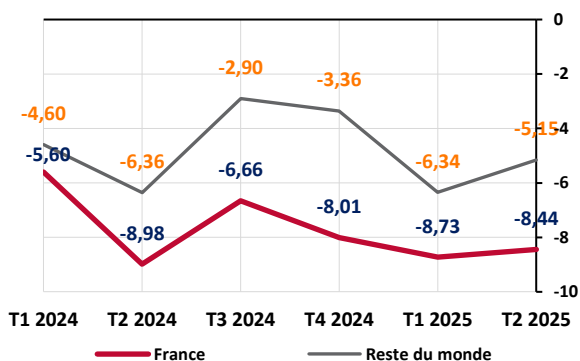
¹¹⁴ Le calcul de ce taux s'inspire des standards développés par le comité de Bâle, dans le cadre de Bâle III, qui introduisent un ratio de liquidité (*liquidity coverage ratio*, LCR) visant à promouvoir la résilience à court terme des banques face au risque de liquidité. Ce ratio, utilisé notamment par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA), représente le rapport entre les actifs liquides de haute qualité (*high quality liquid assets*, HQLA) non grevés, pouvant être convertis en liquidité facilement et immédiatement sur les marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité d'une durée de trois jours calendaires, et l'ensemble des placements.

La valorisation du portefeuille de placements des assureurs se montre sensible aux mouvements des taux d'intérêt, notamment aux écarts entre la France et l'Allemagne, tels que ceux qui sont enregistrés depuis 2022 (cf. graphique 1.51). Au cours du premier semestre 2025, les taux longs sont restés relativement stables. À fin juin 2025, les obligations souveraines françaises se situent à – 8 % de moins-values latentes, un niveau identique à celui de fin 2024, mais toujours plus élevé que celui des obligations souveraines d'émetteurs étrangers, qui s'élevait à – 5 % (cf. graphique 1.52). L'ensemble du portefeuille obligataire se trouve quant à lui toujours en situation de moins-values latentes. Ces dernières représentent – 3 % du total du portefeuille d'investissements, une proportion qui diminue légèrement par rapport à la fin d'année 2024 (– 4 %). Toutefois, des plus-values latentes sont toujours constatées sur les actions, les OPC et l'immobilier, permettant d'enregistrer une plus-value latente globale de 1 %, en légère baisse par rapport à la fin de l'année 2024 (cf. graphique 1.53). Des moins-values latentes globales sont cependant enregistrées pour la moitié des organismes vie, et elles sont inférieures à – 3 % pour 25 % d'entre eux. En tenant compte des réserves constituées par les assureurs-vie, mobilisables en cas de réalisation de ces moins-values, 75 % des organismes affichent un taux de richesse¹¹⁵ positif, et la moitié d'entre eux se situent au-dessus de 5 %.

Le niveau désormais plus élevé des taux d'intérêt s'accompagne par ailleurs d'une amélioration du rendement du portefeuille des assureurs qui peuvent réinvestir le nominal des obligations arrivées à maturité dans des titres offrant des rendements plus élevés. Ces améliorations progressives se traduisent par une hausse du taux moyen de rendement de l'actif des assureurs vie depuis 2023, après la baisse quasi continue enregistrée durant la période de taux bas.

Graphique 1.52 : Taux de plus ou moins-values latentes des obligations souveraines, en pourcentage de la valeur d'acquisition de chaque type d'actifs

x : axe temporel / y : (en %)

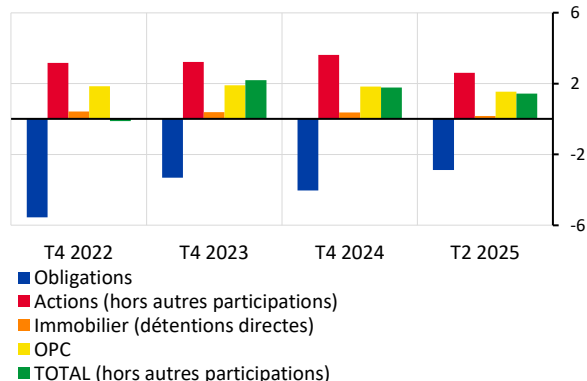


Source : ACPR.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Graphique 1.53 : Taux de plus ou moins-values latentes, en pourcentage de la valeur d'acquisition du total des placements

x : axe temporel / y : (en %)



Source : ACPR.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Les collectes brute et nette en assurance-vie atteignent un niveau exceptionnel en 2025. 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 la fin de l'année 2019 et la fin de l'année 2023, ce sont les supports en unités de compte qui ont permis de soutenir l'assurance vie-en affichant une collecte nette positive pour l'ensemble de cette période (cf. graphique 1.54). Cette tendance s'atténue toutefois fortement depuis le début de l'année 2024. Ainsi, la collecte nette atteint un record historique de 33 milliards d'euros au premier semestre 2025, 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. Pour mémoire, en 2022 et en 2023, la hausse des taux servis sur les produits

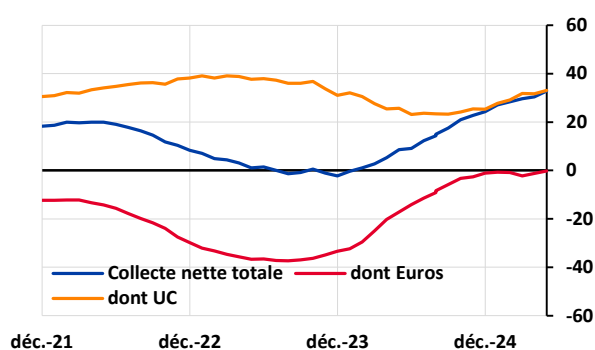
¹¹⁵ Plus ou moins-values latentes, réserve de capitalisation et provision pour participation aux bénéfices rapportées au montant des placements en valeur d'acquisition.

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.

La rentabilité technique en assurance-non-vie s'améliore légèrement au premier semestre 2025, mais reste sous tension. Après une très nette dégradation en 2022, le ratio combiné de l'ensemble des lignes d'activité non-vie poursuit son amélioration, engagée en 2023, même s'il demeure à un niveau moins favorable qu'avant 2022, en atteignant 96 % fin juin 2025, contre 97 % fin 2024 (cf. graphique 1.55). 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 automobiles, des services de réparation du logement et de la réassurance. Toutefois, les effets de l'inflation peuvent être constatés à plus long terme, en particulier pour les garanties dont les tarifs ne sont pas toujours révisés annuellement (construction, responsabilité civile générale, et prévoyance, par exemple). La hausse importante de tarif appliquée aux services d'assurance destinés aux particuliers a été bien inférieure à l'inflation générale en 2022 et 2023, avant d'atteindre un rythme plus élevé en 2024, contribuant au redressement de la rentabilité technique de ces activités. Si les tarifs assurantiels devaient poursuivre selon la même tendance, se pose néanmoins la question de la soutenabilité de cette dynamique tarifaire, avec le risque que certains fassent le choix de ne plus s'assurer, compte tenu des coûts de ce type de contrats.

Graphique 1.54 : Collecte nette d'assurance vie (cumul douze mois)

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

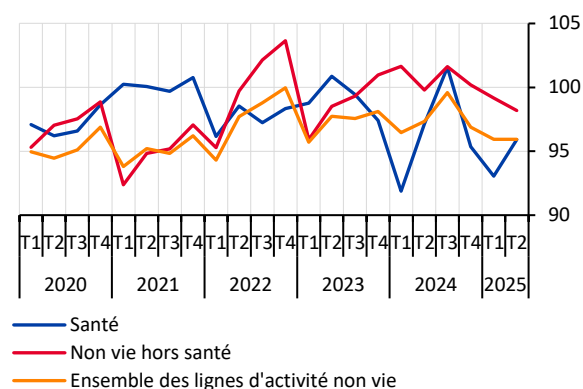


Source : ACPR.

Dernier point : mai 2025.

Graphique 1.55 : Ratios combinés

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



Note : le ratio combiné est calculé comme le rapport des coûts totaux (charge de prestation 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.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Encadré 1.5 : Modalités et scénario du *stress test* du système financier français mené conjointement par la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et l'Autorité des marchés financiers

Par Amandine ARAUJO, Élise BARDET, Fabrice BOREL MATHURIN, Raphaël BRACQUART, Lucille COLLET

Une série d'épisodes récents a mis en évidence la possibilité de dynamiques déstabilisatrices en lien avec la demande de liquidité, sans que la solvabilité des acteurs ne soit nécessairement remise en question. La course à la liquidité en mars 2020, la faillite d'Archegos en mars 2021, les tensions sur les marchés de l'énergie en 2021-2022, et sur les obligations souveraines britanniques en 2022 sont autant d'exemples. Le point commun de ces "chocs de liquidité systémique" est le rôle des interdépendances entre acteurs financiers et des externalités induites par les comportements de chacun visant à se protéger ou répondre à des contraintes (par exemple des appels de marge) dans l'amplification des chocs.

L'exercice mené par la Banque de France, l'ACPR et l'AMF vise précisément à mieux comprendre les facteurs de transmission et d'amplification d'un choc de marché au travers des interconnexions entre banques et intermédiaires non bancaires et à évaluer la résilience du système financier. L'objectif est d'analyser les vulnérabilités systémiques, les mécanismes de contagion et les boucles d'amplification dans le cadre d'un stress de marché sévère. L'exercice a donc une visée exploratoire à l'échelle du système. En particulier, contrairement aux exercices de *stress test* traditionnels, cet exercice ne s'intéresse pas aux conséquences individuelles et ne débouche donc pas sur une validation ou un échec ("*pass or fail*") fondé sur le niveau d'un indicateur réglementaire particulier. Il n'engendre pas non plus de conséquence en matière de supervision individuelle.

L'exercice s'appuie sur une approche ascendante (*bottom-up*) construite à partir des données transmises par les institutions participant à l'exercice. En partant d'une date de référence commune (31 mars 2025), le scénario considéré correspond à un choc de marché sévère analysé à l'horizon de dix jours ouvrés et dans le cadre institutionnel existant. L'analyse se concentre sur trois canaux de transmission : la concentration de portefeuilles (risque de ventes simultanées d'actifs similaires – *fire sales*), les interconnexions de liquidité (appels de marge, dépréciation du collatéral, tirage sur lignes de crédit, rachat de polices d'assurance ou de parts de fonds) et les expositions croisées (détention directe d'actifs émis par d'autres participants). L'exercice se déroule en deux tours pour saisir les effets d'amplification : un premier tour, au cours duquel les participants évaluent l'impact du scénario initial et définissent leurs actions de gestion ; suivi, après une réconciliation, agrégation et analyse des résultats du premier tour par les autorités, d'un second tour, dans lequel le scénario pourra être ajusté pour refléter les conséquences systémiques des actions du premier tour.

En complément de cette approche *bottom-up*, une approche descendante (*top-down*), fondée sur une modélisation de l'ensemble du système permettra d'analyser les résultats. L'approche *top-down* enrichit l'approche *bottom-up*, car elle permet d'appréhender les effets de bouclage et les éventuelles amplifications de second tour dans le cadre d'un modèle de contagion. L'approche *bottom-up* permettra d'évaluer la pertinence des hypothèses comportementales retenues dans l'approche *top-down*.

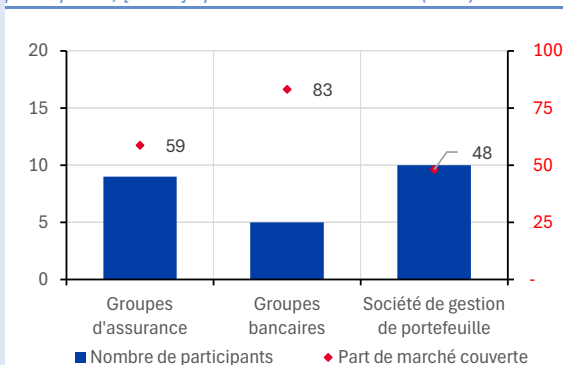
L'exercice est conduit avec plus de vingt institutions françaises volontaires. Cette sélection assure une couverture large et une bonne représentativité de la diversité des trois secteurs de la banque, de l'assurance et des fonds et sociétés de gestion d'actifs, et incluant notamment toutes les banques françaises d'importance systémique mondiale (*G-SIBs*). Les banques participantes soumettent leurs données sur la base de leurs activités bancaires en vision consolidée. Les principaux groupes d'assurance français sont également représentés, souvent par leurs organismes d'assurance-vie, mais également avec une participation de certaines filiales non-vie d'importance. Les principales sociétés de gestion françaises participent aussi à l'exercice, en incluant dans leur périmètre l'ensemble des fonds, français et étrangers, de plus de 500 millions d'euros d'actif, qu'elles gèrent directement ou par des filiales.

Le scénario retenu pour l'exercice est agnostique. Calibré pour que les chocs dépassent la sévérité de la pire quinzaine observée au cours des vingt dernières années tout en respectant certaines relations entre classes

d'actifs, il ne s'appuie pas sur un narratif économique à partir duquel auraient été calibrés les chocs : davantage que les conséquences d'une histoire particulière, c'est la résilience structurelle du système qui est testée. Il s'agit d'un scénario sévère sans être extrême, élaboré en collaboration avec les participants lors d'ateliers spécifiques. Il intègre une dynamique de surréaction, avec un choc à 125 % au troisième jour, stabilisé à 100 % au dixième jour (cf. graphique 2), appliqué simultanément à tous les facteurs de risque. Les chocs de marché incluent une hausse des taux, un élargissement des *spreads* de crédit (renforcé par jugement d'expert), une correction des actions et une hausse de la volatilité (cf. tableau 1). La modélisation utilise des processus stochastiques (brownien, Ornstein-Uhlenbeck, Cox-Ingersoll-Ross) et une copule de Student pour saisir les dépendances de queue de distribution. Pour les assureurs s'ajoutent des conditions spécifiques : baisse des primes, choc de rachat, hausse de la sinistralité et décote pour les flux de réassurance entrants.

Graphique 1 : Représentativité des participants

x : catégories de participants / y [gauche] : nombre de participants ; [droite] : part de marché couverte (en %)

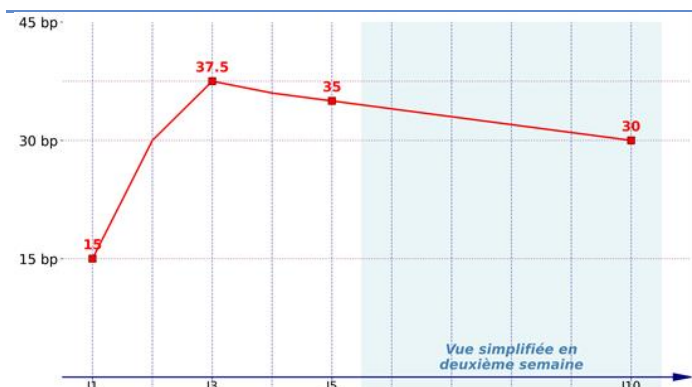


Note : la part de marché est définie sur la base du total actif des entités solo participantes pour les assureurs, du total actif pour les banques. Pour les sociétés de gestion de portefeuille, la prise en compte des fonds étrangers gérés par des sociétés françaises ou leurs filiales étrangères ne permet pas un calcul spécifique du taux de couverture. Pour donner un ordre de grandeur, on peut toutefois mentionner que l'actif net cumulé des fonds (français et étrangers) inclus dans l'exercice représente 48 % de l'actif net cumulé des fonds domiciliés en France ; les données sont considérées au 31 mars 2025.

Sources : ACPR, AMF.

Graphique 2 : Dynamique de l'écartement du spread des obligations gouvernementales à faible risque

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



Note : le spread des obligations souveraines à faible risque doit s'écarter de 30 bps en fin de scénario. Le choc atteint 15 points de base le premier jour, puis 30 points de base le deuxième jour. Le troisième jour, les effets de contagion entraînent une réaction supplémentaire de marché, et le choc atteint 37,5 points de base. Enfin, le spread décroît progressivement entre le quatrième jour et le dixième jour, vers le niveau cible de 30 points de base.

Cette dynamique de choc (hausse du risque entre le premier et le troisième jour, puis détente entre le troisième et le dixième jour), s'applique à tous les facteurs de risque du scénario, qu'ils soient exprimés en points de base ou en valeur monétaire.

Source : ACPR.

Tableau 1 : Chocs sur les variables clés au jour 3

Variables clés	Pire choc (J3)
Actions	– 31 %
EUR swap rates	+ 62,5 point de base
Spread de crédit souverain UE	Entre + 37,5 et + 87,5 points de base
Spread de crédit entreprises UE	Entre + 87,5 et + 350 points de base
Rachat en assurance vie	1 % des provisions mathématiques sur la période, concentré à 80 % en première semaine
Primes collectées	– 60 % sur les contrats vie et non vie hors contrats retraite

Sources : ACPR.

Concernant l'approche *bottom-up*, le premier tour doit se conclure au cours du premier trimestre 2026 (soumission des résultats par les participants). Cette collecte sera suivie d'une phase d'assurance qualité et d'une analyse des mécanismes d'amplification des chocs menée conjointement par les équipes de l'ACPR et de l'AMF avec le soutien de la Banque de France. Elle s'appuie sur une modélisation intégrant les derniers travaux

académiques en la matière ainsi que sur la modélisation *top-down* construite par les équipes de la Banque de France afin d'évaluer les effets des comportements individuels sur la résilience du système, d'estimer la cohérence d'ensemble des évolutions déclarées par les acteurs et de réévaluer si besoin les chocs. Les impacts et actions de gestion utilisées par les participants seront évalués dans ce contexte. C'est au regard de ces analyses que les modalités pratiques du second tour seront arrêtées selon qu'elles conduiront ou non à altérer le scénario compte tenu de l'ampleur des effets des réactions individuelles sur la dynamique du système dans son ensemble. Un premier rapport intermédiaire sera publié au printemps 2026. Le rapport de synthèse final est attendu pour le troisième trimestre 2026.

1.5 De nouveaux risques émergent en lien avec la tokénisation, tandis que la cybermenace perdure

Face à une menace cyber toujours très élevée, la résilience des institutions financières se renforce

En 2025, le nombre de cyberattaques s'est stabilisé, mais la menace demeure à un niveau très élevé. L'environnement géopolitique toujours fortement dégradé pourrait conduire à une recrudescence des opérations de guerre cyber, comme cela avait été observé dans les mois précédant l'invasion de l'Ukraine. D'après l'Agence de l'Union européenne pour la cybersécurité (Enisa), 79,4 % des cyberattaques recensées dans l'Union européenne sont liées à des considérations idéologiques¹¹⁶, tandis que 13,4 % étaient motivées par l'appât du gain. Par ailleurs, lors d'événements géopolitiques ou d'élections nationales, le nombre de cyberattaques connaît une recrudescence. Les rançongiciels demeurent un vecteur d'attaque privilégié et sont à l'origine d'environ 60 % des réclamations supérieures à 1 million d'euros adressées aux assureurs au titre de la protection cyber sur le premier semestre 2025¹¹⁷. Les attaques par déni de service distribuée (DDoS) représentent également une menace importante, comme l'illustre la cyberattaque qui a visé La Poste et sa filiale La Banque Postale entre le 22 et le 26 décembre 2025. Si les systèmes de paiement physiques sont demeurés fonctionnels, les services en ligne ont été temporairement paralysés. Au-delà des enjeux opérationnels, ces attaques sont susceptibles de provoquer un risque de réputation pour les établissements financiers.

L'Autorité bancaire européenne a mis en évidence que le risque cyber et la sécurité des données constituent le principal facteur de risque opérationnel perçu par les banques. Cette perception est en hausse, passant de 64 % à 82 % entre mars 2023 et mars 2025¹¹⁸. D'après les chiffres de l'Enisa, le secteur financier représente 4,5 % de l'ensemble des incidents recensés en 2025 dans les pays de l'Union européenne, et fait partie des secteurs les plus touchés par les cyberattaques, derrière les services de transport (7,5 %) et les services numériques (4,8 %). Ces trois secteurs viennent cependant loin derrière l'administration publique (38,2 %). Alors que les institutions financières déclarent de plus en plus de cyberattaques réussies ayant provoqué des incidents majeurs (cf. graphique 1.57), les acteurs financiers renforcent leurs investissements pour se préparer au risque cyber. D'après l'enquête conduite par Moody's en 2025¹¹⁹, les banques tendent à accroître leurs dépenses de cybersécurité dans la zone EMEA¹²⁰, et consacrent pour 22 % d'entre elles plus de 10 % de leur budget informatique à ce poste spécifique (contre 12 % des banques répondantes en 2023). La hausse de ces investissements contribue à accroître la résilience du secteur financier face au risque cyber.

¹¹⁶ ENISA Threat Landscape 2025 | ENISA

¹¹⁷ Allianz, « Cyber insureds gain momentum against attackers; but supply chains challenges remain », septembre 2025.

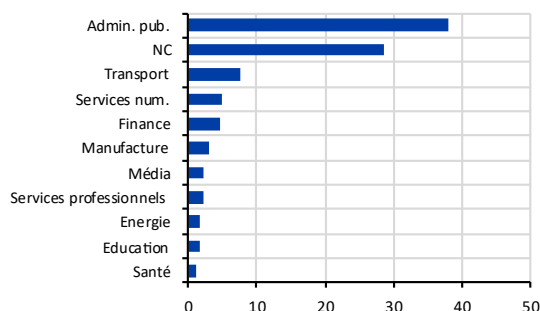
¹¹⁸ European Banking Authority (2025), « Operational risks and resilience », *Risk Assessment Report*, juin.

¹¹⁹ Moody's Ratings (2025), « Global cyber risk issuer surveys », septembre.

¹²⁰ Europe, Moyen-Orient et Afrique.

Graphique 1.56 : Répartition des cyberattaques par secteur en 2025

x : part des cyberattaques (en %) / y : secteurs

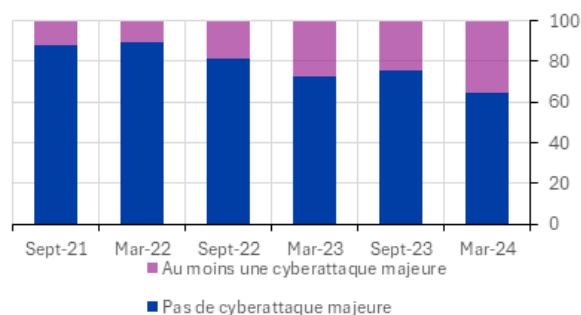


Note : NC = non connu.

Source : ENISA.

Graphique 1.57 : Part des banques européennes ayant déclaré au moins une cyberattaque qui a occasionné des incidents majeurs

x : axe temporel / y : part de banques déclarantes (en %)



Source : Questionnaire d'évaluation des risques de l'Autorité bancaire européenne.

Dernier point : mars 2024.

La mise en œuvre du règlement européen DORA, entré en application le 17 janvier 2025, contribue à la mesure du risque et à la résilience. Les entités financières déclarent à l'ACPR, à la Banque de France et à l'AMF leurs incidents majeurs liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC) et aux paiements¹²¹. Pour l'ensemble des incidents majeurs déclarés à l'ACPR du 17 janvier au 31 août 2025, plus d'un quart découlait de cyberattaques, directes ou subies par un prestataire tiers de services TIC. Aucune n'a toutefois nécessité l'activation du Groupe de place robustesse ou du protocole de gestion de crise de l'ACPR, ni l'information de l'EU-SCICF.

Les entités financières ont également dû remettre pour la première fois leur registre d'information, listant l'ensemble de leurs contrats avec des prestataires de services TIC. Ces registres ont mis en exergue une forte dépendance des fonctions essentielles ou importantes des entités financières aux services fournis par des prestataires TIC externes. Ils ont en outre contribué à l'élaboration de la liste des prestataires tiers essentiels (*critical third-party providers*, CTPP), rendue publique en novembre 2025. Les CTPP seront soumis, à partir de début 2026, au nouveau cadre de surveillance des autorités européennes (ABE, AEMF, Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles – AEAPP) créé par DORA. Dès son lancement, l'ACPR et la Banque de France participeront aux travaux des équipes d'examen conjoint (*joint examination teams*, JET), coordonnées par un organe de surveillance commun aux trois autorités (*joint oversight venture*). Cette surveillance se révèle d'autant plus nécessaire que plus de la moitié des incidents majeurs déclarés à l'ACPR jusqu'à fin août 2025 avaient pour origine un prestataire tiers de services TIC, et que l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information (ANSSI) identifie les attaques par chaînes d'approvisionnement (*supply-chain attacks*) comme une tendance forte qui touche l'ensemble des secteurs économiques¹²².

En outre, DORA impose la mise en œuvre de tests d'intrusion avancés pour les entités financières les plus systémiques. Ces tests TLPT (ou *threat-led penetration testing*) sont encadrés par les autorités compétentes (l'ACPR, l'AMF et la Banque de France pour le périmètre français, la BCE pour les établissements de crédit de grande importance) et ont vocation à renforcer la cyber-résilience de ces établissements. Tandis que l'année 2025 aura été une année d'accompagnement des entités dans la finalisation de leur parcours de conformité au règlement DORA, l'année 2026 s'annonce comme une année de supervision du cyber-risque plus poussée. Les autorités attendent en effet que, après un an d'application, les entités financières aient pleinement intégré les exigences du règlement dans leurs dispositifs de résilience opérationnelle numérique.

¹²¹ FAQ DORA sur le site de l'ACPR. (<https://acpr.banque-france.fr/fr/reglementation/focus-sur-la-reglementation/transverse/digital-operational-resilience-act-dora/faq-sur-la-directive-et-le-reglement-dora>).

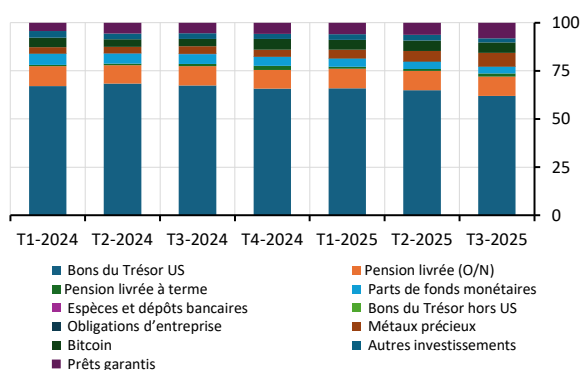
¹²² ANSSI (2025), *Panorama de la cybermenace 2024*, février.

Le développement des *stablecoins* accompagne un essor plus large de la tokenisation

Au niveau mondial, l'encours des jetons stables (*stablecoins*) poursuit sa croissance, largement dominé par les jetons en dollars (cf. encadré 1.6). La croissance rapide des *stablecoins* pourrait entraîner un nouveau risque pour la stabilité financière, en cas de fuite des investisseurs qui contraindrait les émetteurs à liquider leur portefeuille d'actifs de réserve. La solidité de l'ancrage 1:1 d'un *stablecoin* repose avant tout sur la qualité et la liquidité de ses actifs de réserve. Tether, principal émetteur mondial de *stablecoins* (186 milliards de dollars au 1^{er} janvier 2026), a vu sa note abaissée de 4 (*constrained*) à 5 (*weak*) par l'agence Standard & Poor's le 26 novembre 2025, en raison de la dégradation de la composition de ses actifs, marquée notamment par une augmentation de la part de Bitcoin de 3,1 % à 5,4 % (au troisième trimestre 2025) en un an (cf. Graphique 1.58). Standard & Poor's souligne également l'importance d'une transparence suffisamment fréquente et granulaire de la composition de ces réserves.

Graphique 1.58 : Composition des actifs de réserve de Tether

x : axe temporel / y : en % des actifs de réserve de Tether

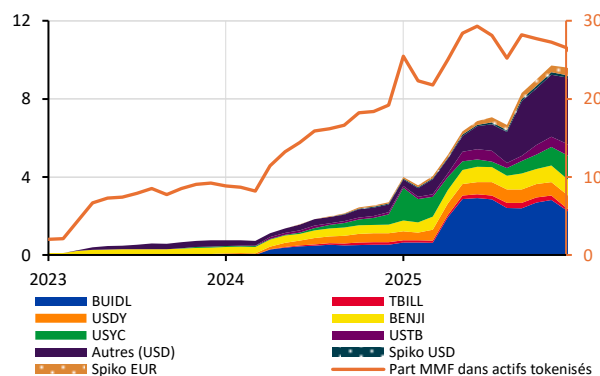


Source : Tether.

Dernier point : troisième trimestre 2025.

Graphique 1.59 : Évolution des encours des fonds monétaires tokenisés

x : axe temporel / y : [gauche] : montants (en milliards de dollars) ; [droite] : part des fonds monétaires dans les actifs tokenisés (en %)



Note : la part des fonds monétaires désigne la part des fonds monétaires tokenisés au sein des actifs tokenisés.

Source : rwa.xyz.

Dernier point : 31 décembre 2025.

Au-delà des *stablecoins*, la finance tokenisée se développe rapidement. La tokenisation désigne le processus d'émission, de stockage et d'échange de *tokens*, représentant des actifs sur des plateformes distribuées. Comme pour les *stablecoins*, la tokenisation est davantage développée aux États-Unis que dans la zone euro, et concerne donc principalement les actifs en dollars. Néanmoins, de nombreuses initiatives en matière de tokenisation ont récemment émergé en Europe. En juin 2025, le prestataire de services dans le domaine des cryptoactifs Robinhood a lancé des instruments financiers tokenisés suivant le cours d'actions américaines dans l'Union européenne. La Banque de France, en partenariat avec Euroclear, a annoncé le lancement en octobre 2025 du projet « Pythagore », visant la tokenisation des *commercial papers* émis sur le marché NEU CP. En juillet 2024, les premiers fonds monétaires tokenisés européens (en euros, en dollars et en livres sterling) voyaient le jour en France, grâce à un partenariat entre la fintech Spiko et la société de gestion Twenty First Capital, reflétant l'essor de la tokenisation dans le domaine de la gestion d'actifs, notamment pour les fonds monétaires, dont la part dans l'encours total des actifs tokenisés ne cesse de croître (cf. graphique 1.59). La tokenisation des fonds s'est pour le moment concentrée en Europe sur les fonds monétaires, particulièrement adaptés du fait de leur utilisation par les investisseurs comme de gestion de trésorerie. Alors que le marché des fonds monétaires tokenisés américains s'établit à presque 9 milliards de dollars au 1^{er} janvier 2026, le marché européen est plus réduit, mais affiche une croissance particulièrement dynamique, passant de 108 millions d'euros d'encours en octobre 2024 à 500 millions d'euros un an plus tard.

Les nouveaux usages associés aux fonds monétaires tokenisés peuvent s'accompagner de nouveaux types de risque. Jusqu'à présent, les fonds monétaires tokenisés permettaient des demandes de retrait vingt-quatre heures

sur vingt-quatre et sept jours sur sept, alors que les actifs sous-jacents (titres du Trésor américain, titres de l'État français) étaient négociés sur les heures de marché. Depuis septembre 2025, les fonds monétaires Spiko offrent la possibilité d'emprunter des *stablecoins* émis par SG Forge et encadrées par MiCAR en mobilisant des parts de fonds monétaires Spiko. Si ces nouveaux usages peuvent permettre la création d'un marché secondaire des parts de fonds, ils peuvent également contribuer à une fragmentation de la liquidité entre les plateformes, tout en exposant les fonds tokenisés à de potentiels chocs sur le marché des cryptoactifs¹²³.

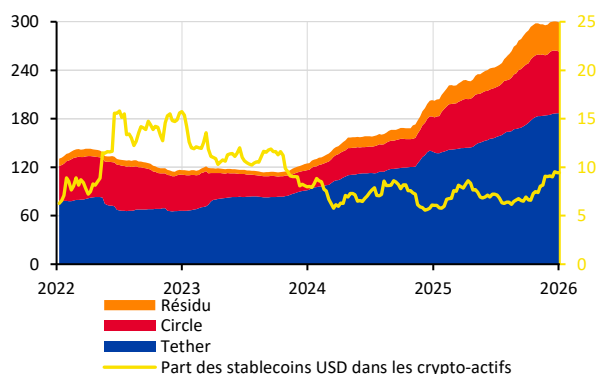
Encadré 1.6 : État des lieux du marché des *stablecoins*

Par Nicolas BARBAROUX, Alice SCHWENNINGER, Maxime SZYMALKA, Déborah ZRIBI

Le mouvement de tokenisation de la finance a ouvert la voie à de nouveaux actifs de règlement numériques, à l'image des jetons stables (ou *stablecoins*) qui circulent sur des blockchains ou registres distribués (*distributed ledger technologies* - DLT). Au niveau mondial, le marché des *stablecoins* connaît un développement croissant, passant d'une valorisation de plus de 200 milliards de dollars en janvier 2025 à plus de 298 milliards de dollars début janvier 2026 (cf. graphique 1). Les émetteurs Tether et Circle concentrent 87 % du volume total des *stablecoins* avec l'émission de leur jeton respectif l'USDT et l'USDC. Circle est conforme aux règles établies par la loi américaine visant à encadrer l'émission de *stablecoins* (Genius Act), contrairement à Tether. Aujourd'hui, le marché des *stablecoins* est quasi exclusivement libellé en dollars (environ 99 % des *stablecoins* en circulation) et principalement émis par des acteurs non-bancaires et non-européens. En Europe, le marché des *stablecoins* libellés en euros demeure limité en volume, avec un encours représentant environ 581 millions d'euros début janvier 2026. Les deux principaux *stablecoins* émis en euros (EURC et EURCV) respectent le règlement européen *Markets in Crypto-Assets* (MiCA), et représentent ensemble un encours de 371 millions d'euros, soit 61 % du marché début janvier 2026 (cf. graphique 2).

Graphique 1 : Encours des *stablecoins* en dollars

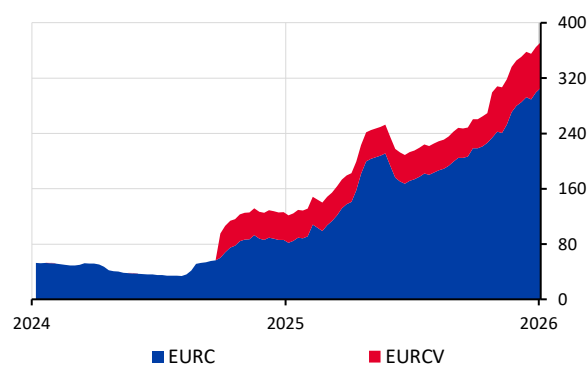
x : axe temporel / y : milliards de dollars



Note : Le résidu est constitué de 17 *stablecoins* libellés en dollars. Les crypto-actifs considérés sont les suivants : Bitcoin, Ethereum, BNB, XRP, Dogecoin, Matic, Polkadot, Solana, Chainlink, Uniswap, Avalanche, Tron, Litecoin, Stellar, Cosmos hub, Ethereum classic, Monero, Bitcoin cash, Cronos, Algorand, Internet computer, Terra et Shiba Inu. Sources : Coingecko, LSEG Workspace, calculs Banque de France. Dernier point : 31 décembre 2025.

Graphique 2 : Capitalisation de marché des *stablecoins* en euros EURC et EURCV

x : axe temporel / y : millions d'euros



Note : Moyenne hebdomadaire de données quotidiennes. Ces deux *stablecoins* sont autorisés par MiCAR. Sources : Coingecko, BCE, calculs Banque de France. Dernier point : 31 décembre 2025.

¹²³ Azar (P.) et al. (2025), « The financial stability implications of tokenized investment funds », Liberty Street Economics, 24 septembre.

Les *stablecoins* sont principalement utilisés comme actif de règlement et réserve de valeur pour réaliser des transactions entre cryptoactifs (près de 88 % des transactions). Ensuite, ce sont les paiements (de détail et de gros) qui sont privilégiés, représentant 6 % des transactions en 2024¹²⁴. Les *stablecoins* peuvent également servir de substitut aux devises traditionnelles pour certains paiements transfrontières. La véritable ampleur de ce cas d'usage, régulièrement cité dans les rapports internationaux et les travaux de recherche, demande néanmoins à être étayé et davantage chiffrée¹²⁵.

Le règlement européen MiCAR, devenu intégralement applicable depuis le 30 décembre 2024, apporte un cadre réglementaire complet pour les émetteurs et les fournisseurs de services de cryptoactifs et de *stablecoins*. Pour les émetteurs de *stablecoins*, le MiCAR distingue deux régimes juridiques : d'une part, les jetons de monnaie électronique (EMT) et, d'autre part, les jetons référencés à un panier d'actifs (ART)¹²⁶. Les EMT rassemblent les *stablecoins*, se référant à une seule devise officielle et émis par des établissements de crédit ou de monnaie électronique, et représentent la totalité du marché des *stablecoins* régulés en Union européenne. Afin de prévenir certains risques quant à la réserve, le règlement prévoit des dispositions, telles que le cantonnement des actifs de réserve pour les *stablecoins* émis par des acteurs non bancaires, une proportion plancher d'actifs de réserve à détenir sous la forme de dépôts bancaires (allant de 30 % à 60 %) et l'obligation d'investir dans des actifs sûrs et liquides. Après un an de mise en œuvre des dispositions sur les *stablecoins* du MiCAR, dix-sept émetteurs ont obtenu une licence, et vingt-sept *stablecoins* EMT ont été émis en Union européenne. En outre, le MiCAR impose l'obtention d'un agrément pour les prestataires de services dans le domaine des cryptoactifs (PSCA) délivré par chacune des juridictions nationales compétentes. Une période transitoire de dix-huit mois, jusqu'au 30 juin 2026, est accordée aux PSCA enregistrés sous les régimes nationaux existants (tels que le statut de PSAN, introduit par la loi Pacte en France), qui prévalait avant le MiCAR.

Malgré les garde-fous introduits par le MiCAR, la croissance rapide des *stablecoins* pourrait provoquer de nouveaux risques pour la stabilité financière. Le risque principal est un risque de liquidité lié à de possibles fuites des investisseurs. Des fuites pourraient notamment intervenir en cas de perte de confiance dans la capacité d'un *stablecoin* à maintenir sa valeur de référence (comme c'est arrivé notamment pour l'USDC de Circle lors de la faillite de la Silicon Valley Bank en 2023), ou encore en cas de faible capacité des investisseurs à céder leurs détentions de *stablecoins* sur le marché secondaire¹²⁷. Il existe d'autres risques nouveaux, comme le modèle de multiémission, qui permet à un émetteur agréé dans l'Union européenne de distribuer un même jeton dans différentes juridictions. Dans le cas où les réserves de l'émetteur sont réparties dans plusieurs juridictions, qui ne présentent pas des règles similaires en particulier en matière de qualité de gestion des actifs de la réserve et de droit de remboursement des utilisateurs, cela pourrait engendrer un risque de liquidité en cas de crise de confiance. En effet, les porteurs de *stablecoins* pourraient venir massivement auprès de l'établissement européen émettant le jeton pour se faire rembourser et bénéficier du cadre du MiCAR, particulièrement protecteur, ce qui pourrait épuiser les réserves européennes, présentant un risque pour la stabilité financière. L'adoption croissante de ces instruments pour des règlements institutionnels, comme en témoigne le partenariat entre Circle et Deutsche Börse pour le *stablecoin* USDC, montre l'interconnexion grandissante avec la finance traditionnelle. Ainsi, les acteurs financiers traditionnels devraient pouvoir régler certaines transactions avec le *stablecoin* de Circle, EURC, ce qui pourrait accentuer la transmission des risques de l'un vers l'autre¹²⁸.

¹²⁴ Source : « Les *stablecoins* sont-ils en train de détruire la Banque centrale européenne ? », *Le Grand Continent*, 2025, Avril.

¹²⁵ Voir Reuter, M., « Déchiffrer la crypto : comment estimer les flux internationaux de *stablecoins* », *Documents de travail du FMI*, Vol. 2025, Numéro 141, Fonds monétaire international, 2025.

¹²⁶ La valeur des ART repose sur un panier d'actifs (devises, matières premières, cryptoactifs). À l'heure actuelle, il n'y a pas d'ART approuvé.

¹²⁷ Ma Y., Zeng Y., Lee Zhang A., *Stablecoins Runs and the Centralization of Arbitrage*, NBER Working Paper No. 33882

¹²⁸ Madelin (T.), « Deutsche Börse s'allie à Circle pour proposer ses *stablecoins* en Europe », *Les Échos*, 30 septembre.

Pour renforcer sa souveraineté et parer aux risques de stabilité financière, l'Eurosystème est engagé à fournir une monnaie numérique de banque centrale (MNBC) de gros dès la fin d'année 2026, avec le projet Pontes. Il a pour objet de fournir aux parties prenantes à l'écosystème des actifs financiers tokenisés une monnaie de banque centrale adaptée, c'est-à-dire également tokenisée et mise à disposition dans une blockchain. L'objectif est que la monnaie de banque centrale, qui est l'actif de règlement le plus sûr, demeure l'actif de règlement privilégié pour les transactions relatives à des actifs financiers.

Outre la monnaie numérique de banque centrale, il apparaît nécessaire de stimuler l'initiative des acteurs privés, en particulier des banques européennes, pour développer une offre de monnaie de banque commerciale tokenisée en euros. En effet, la monnaie de banque centrale n'est pas destinée à couvrir tous les cas d'usage ni à être accessible à tous les types d'acteurs. Même après la mise en place d'une MNBC interbancaire de gros (Pontes), il sera nécessaire de maintenir une couche de monnaie de banque commerciale robuste dans la sphère tokenisée, tout comme cela existe dans le système monétaire traditionnel à deux étages. C'est en effet cette couche de monnaie de banque commerciale qui assure le financement de l'économie réelle.

Plusieurs formes sont aujourd'hui explorées pour répondre à ce besoin, comme les dépôts tokenisés ou les *stablecoins*. Selon le type d'émetteur de ces actifs, la manière dont ils sont sécurisés et distribués, le niveau de risque associé est plus ou moins important, et les cas d'usage de ces différentes formes de monnaie de banque commerciale devront être distingués en fonction des niveaux de risques.

À ce titre, les initiatives en cours de consortiums de banques pour l'émission de *stablecoins* en euros, ainsi que les travaux autour des dépôts tokenisés / jetons de dépôt sont essentiels. Il est de la responsabilité commune des acteurs publics et privés européens d'assurer le développement de ces actifs complémentaires selon des modalités sécurisées garantissant la stabilité financière.

1.6 Le risque climatique continue de s'intensifier et nécessite une réponse coordonnée

L'impératif d'une action coordonnée des autorités pour renforcer la résilience du système financier face au risque lié au changement climatique

Le risque climatique continue de s'intensifier et constitue un défi central pour la stabilité financière. Le Réseau pour le verdissement du système financier (NGFS) a publié en mai 2025 des scénarios à court terme illustrant l'impact économique d'événements climatiques extrêmes mais plausibles. Ces scénarios décrivent des successions de vagues de chaleur, de sécheresses et d'incendies, suivies l'année d'après d'inondations majeures dans chaque région du monde. Les résultats montrent que de tels événements pourraient provoquer des chutes de PIB allant jusqu'à 5 % en un an en Europe ou en Amérique du Nord, et jusqu'à 12 % en Afrique. Ces perturbations se répercuteraient naturellement sur le secteur financier, pouvant affecter la valorisation des actifs, la solvabilité des emprunteurs et la résilience des institutions financières. Selon une analyse de la Banque centrale européenne¹²⁹, 72 % des entreprises de la zone euro dépendent fortement d'au moins un service essentiel fourni par les écosystèmes naturels, et près de 60 % des prêts accordés dans la zone euro sont exposés à des entreprises insuffisamment protégées contre les inondations. La prise en compte du risque climatique dans la supervision s'est renforcée, notamment à travers des *stress tests* climatiques et l'intégration de plans de transition prudentiels, que les banques européennes devront remettre à partir de 2026. Dans un contexte où les progrès au sein des forums internationaux traditionnels sont bloqués pour des raisons unilatérales de politiques américaines, il est nécessaire de poursuivre les efforts pour mieux comprendre et pour réduire le risque pour la stabilité financière lié au changement climatique, comme le fait le NGFS.

¹²⁹ Ceglar (A.) et al. (2025), « European banks face significant vulnerability to ecosystem degradation and climate change », *Communication Earth & Environment*, n° 6, article 750, 17 septembre.

La mobilisation de financements privés et publics est essentielle pour atténuer le risque climatique et renforcer la résilience du système financier face à cette menace. La finance durable s'est fortement développée depuis dix ans. Ainsi, l'encours mondial d'obligations vertes a été multiplié par 30, passant de 20 milliards d'euros en 2014 à environ 600 milliards d'euros en 2024. L'accélération de ce marché repose notamment sur le développement d'un ensemble crédible et vérifiable de normes et d'exigences de *reporting*, telles que le règlement sur les obligations vertes européennes (EUGB), entré en application en décembre 2024 (cf. encadré 1.7).

Encadré 1.7 : Quel développement du marché des obligations vertes depuis la mise en place de la norme européenne EUGB ?

Par Xavier JACQUEMIER, Tristan JOURDE et Dilyara SALAKHOVA

Le marché des obligations vertes est en pleine expansion, mais reste insuffisamment transparent. Les obligations vertes ont été parmi les premiers instruments financiers associés à la finance verte¹³⁰. Elles permettent à plusieurs acteurs (entités publiques ou entreprises) de lever des fonds destinés au financement de projets environnementaux. Le marché des obligations vertes s'est rapidement développé au niveau mondial, en particulier après 2016, avec l'Europe comme principal émetteur. En septembre 2025, l'encours total d'obligations vertes actives atteignait près de 3 000 milliards d'euros¹³¹. Toutefois, le développement du marché des obligations vertes peut être freiné par l'absence de cadre réglementaire contraignant, notamment pour caractériser la dimension environnementale et l'impact réel des projets financés. Ce défaut de cadre standardisé nuit à la transparence du marché des obligations vertes, et peut donner lieu à des suspicions d'écoblanchiment (*greenwashing*).

Pour pallier cette absence de standardisation, l'Union européenne a établi des règles renforçant les exigences de transparence et de revue externe des obligations vertes. L'Union a mis en place, dans le cadre de sa stratégie de finance durable, un règlement sur les obligations vertes européennes (EUGB)¹³², afin d'établir un standard pour les obligations vertes. Cette référence vise à améliorer l'impact environnemental des obligations vertes, tout en réduisant le risque d'écoblanchiment. Le règlement est entré en vigueur en décembre 2023 et s'applique depuis décembre 2024. L'EUGB apporte une rigueur supplémentaire lors de l'émission d'obligations vertes par rapport aux Principes des obligations vertes (*Green Bond Principles*, GBP) de l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA) ou aux critères de la Climate Bond Initiative (CBI), largement utilisés par les acteurs du marché. Les principales exigences du label EUGB incluent le financement d'activités alignées sur la taxonomie européenne¹³³, avec au moins 85 % de leurs fonds investis dans des activités de la taxonomie et contribuant considérablement à l'un des six objectifs environnementaux¹³⁴ définis par la Taxonomie. Le label EUGB impose également un lien clair entre les projets financés par les obligations vertes et la stratégie environnementale de l'émetteur, ou la mise en œuvre d'un plan de transition par celui-ci. Un examinateur externe supervisé par l'ESMA doit fournir un avis sur la conformité d'un émetteur d'obligations vertes européennes aux exigences du règlement EUGB. Enfin, la publication de rapports d'impact est obligatoire, mais l'examen externe de ces rapports reste facultatif.

Pour sa première année, le label EUGB affiche des débuts positifs, avec un volume d'émission régulier et une demande vigoureuse des investisseurs. En 2025, ce segment représente déjà 18 milliards d'euros, soit environ 8 % des émissions d'obligations vertes dans la zone euro, avec un rythme mensuel moyen d'émission de 2 milliards à 3 milliards d'euros, en dehors des creux de janvier et mai. De plus, les éléments de

¹³⁰ Banque de France (2022), « Obligation verte », [ABC de l'économie, mars](#).

¹³¹ L'encours total est calculé à partir de la base de données Bloomberg (uniquement labellisées ICMA).

¹³² European Union Green Bond Standard. Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil.

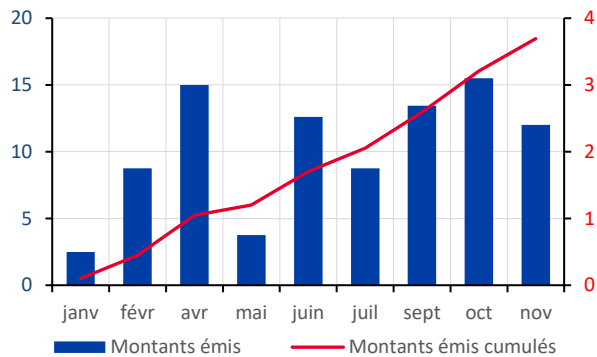
¹³³ La [taxonomie européenne](#) est système de classification unifié des activités économiques considérées comme vertes.

¹³⁴ Atténuation du changement climatique, adaptation au changement climatique, utilisation durable et protection des ressources en eau et marines, transition vers une économie circulaire, prévention et contrôle de la pollution, protection et restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

communication des émetteurs montrent un fort intérêt des investisseurs : le taux médian de sursouscription s'établit à 4,4 fois en moyenne, et peut atteindre jusqu'à 13 fois le volume offert.

Graphique 1 : Émission d'obligations vertes EUGB en 2025

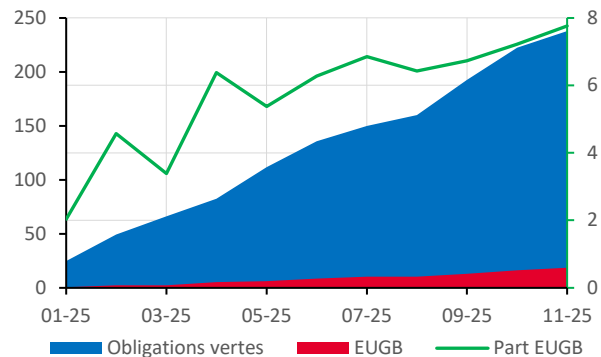
x : axe temporel / y : (en milliards d'euros)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
Dernier point : novembre 2025.

Graphique 2 : Développement du marché des obligations EUGB

x : axe temporel / y : [gauche] (en milliards d'euros) ; [droite] (en %)

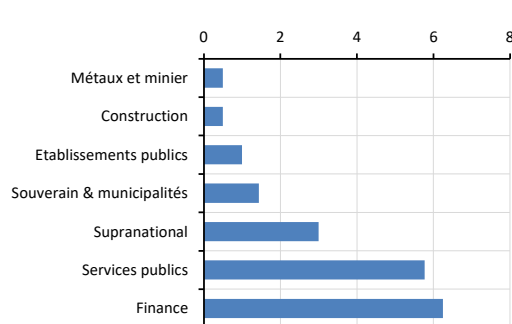


Note : la part EUGB correspond au ratio entre le montant d'émission d'obligation EUGB sur le montant d'émission d'obligations vertes dans la zone euro en 2025.
Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
Dernier point : novembre 2025.

Porté majoritairement par le secteur privé, le marché EUGB comprend une vingtaine d'émetteurs diversifiés répartis dans dix pays de la zone euro. Au sein du secteur privé, qui concentre les trois quarts des montants émis, c'est le secteur financier qui domine, avec 6,5 milliards d'euros, tiré principalement par les banques. Il est suivi de près par le secteur des services publics (6 milliards d'euros), dont certaines obligations ont servi à financer des activités comme le gaz et le nucléaire, considérés comme énergies de transition dans la taxonomie européenne. Outre des acteurs de la construction ou du secteur minier, le marché attire des entités publiques, comme la Banque européenne d'investissement, Île-de-France Mobilités, ou encore le Danemark, premier État à avoir émis une obligation souveraine labellisée EUGB. Sur le plan géographique, quatre pays se détachent : l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et l'Espagne, avec des volumes d'émission compris entre 2,75 milliards et 3,25 milliards d'euros chacun.

Graphique 3 : Secteurs des émetteurs d'obligations vertes EUGB

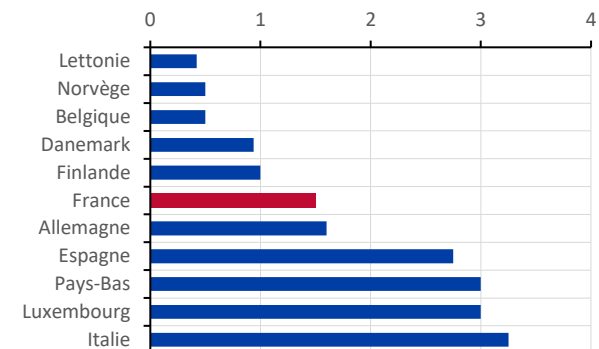
x : en milliards d'euros / y : secteurs



Note : Encours total en novembre 2025.
Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

Graphique 4 : Domiciliation des émetteurs d'obligation vertes EUGB

x : en milliards d'euros / y : domiciliation



Note : Encours total en novembre 2025.
Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

2. La recomposition du paysage du crédit à l'aune du développement de la dette privée et ses implications pour la stabilité financière

Coordinateurs : Gabriel CHEMAIN, Lucas DEVIGNE, Frédéric GUÉVEL, Edith STOJANOVIC

Autres contributeurs : Frédéric AHADO, Grégoire DESBROSSES, Louis-Édouard GENTY, Raphaël GORRAND

Le marché du crédit privé – à savoir les financements sous forme de dette non cotée sur les marchés octroyés à des entreprises par des entités non bancaires – s’est fortement développé depuis 2010, porté par les États-Unis, où il est devenu un canal important de financement des entreprises¹³⁵. En Europe, ce marché reste plus modeste, mais il a également progressé comme une alternative aux financements intermédiés par des banques et au marché obligataire, principalement pour des entreprises de taille moyenne et fortement endettées. Cette dynamique s’explique par le retrait relatif des banques de certains financements à fort effet de levier, par la flexibilité de ce mode de financement pour les entreprises, malgré un coût plus élevé, et par l’appétit des investisseurs pour des produits offrant un rendement espéré supérieur à celui des produits obligataires plus classiques.

Le développement du marché s’accompagne, notamment aux États-Unis, de structures de financement plus complexes porteuses de vulnérabilités liées aux asymétries de liquidité, au levier, et aux interconnexions croissantes avec le reste du système financier. Le marché du crédit privé est traditionnellement constitué de fonds d’investissement fermés au rachat et faiblement endettés, des structures qui limitent les risques systémiques pour la stabilité financière. Toutefois, le développement des fonds permettant des sorties périodiques aux investisseurs, notamment dans le contexte de l’ouverture progressive à la clientèle de détail, peut générer des asymétries de liquidité au sein des fonds, compte tenu de la nature illiquide de leurs actifs. Ces fragilités sont renforcées par une utilisation accrue du levier au niveau des fonds, avec un recours croissant au financement bancaire, plus marqué aux États-Unis, néanmoins présent en Europe. Aux États-Unis, le développement d’instruments de dette structurée émis par les fonds complexifie encore la chaîne de financement et diffuse les risques vers d’autres secteurs, notamment l’assurance vie américaine. Ces interconnexions favorisent l’émergence de canaux de contagion potentiels vers le reste du système financier en cas de tensions. L’opacité du marché du crédit privé rend cependant difficile l’appréciation de l’ensemble de ces vulnérabilités, pour les acteurs du marché comme pour les autorités.

Alors que le marché du crédit privé poursuit sa transformation et que des signes de tensions apparaissent sur le segment du crédit aux entreprises fortement endettées aux États-Unis, l’amélioration de la transparence est nécessaire pour renforcer le suivi des risques par l’ensemble des acteurs. Le marché se diversifie avec l’émergence de nouveaux segments, notamment du fait des besoins de financement massifs et intensifs en capital de secteurs innovants, au premier rang desquels figure l’intelligence artificielle (IA). Cette recomposition s’accompagne d’une concentration accrue autour de quelques gestionnaires de dimension mondiale, capables de structurer des opérations de grande envergure. Dans un environnement de concurrence renforcée, certains acteurs pourraient être incités à accroître leur prise de risque pour déployer leurs capitaux rapidement, avec des pratiques hétérogènes. Dans ce contexte, alors que la résilience du marché n’a pas encore été éprouvée lors d’un retournement macroéconomique prolongé, un renforcement de la transparence apparaît nécessaire afin de permettre aux parties prenantes de disposer d’une vision d’ensemble des risques auxquels elles sont exposées et aux autorités de renforcer leur surveillance.

¹³⁵ Le périmètre du crédit privé varie selon les définitions et peut, dans certains cas, inclure des financements d’infrastructures et d’immobilier. Le présent chapitre se concentre sur les créances aux entreprises.

2.1. Le marché du crédit privé a connu une croissance rapide à la faveur du retrait des banques de certains segments d'activité

Le marché a connu une forte croissance au cours des dernières années, particulièrement aux États-Unis, mais reste relativement peu développé en France

Le crédit privé désigne les financements octroyés à des entreprises par des véhicules non bancaires – souvent des fonds ou assimilés – par opposition au crédit bancaire et au marché obligataire public. Ces financements sont le plus souvent directement octroyés par les véhicules de crédit privé, de façon bilatérale ou au sein d'un petit groupe de prêteurs. Ils peuvent aussi être acquis par ces véhicules après leur origination, notamment dans le cadre d'accords d'octroi puis de cession de crédits (*originate-to-distribute*) avec des banques. Cette classe d'actifs recouvre plusieurs types de stratégies :

- Les prêts directs (*direct lending*) à des petites ou moyennes entreprises (PME) fortement endettées – typiquement des entreprises ayant fait l'objet d'un rachat avec effet de levier ou *leveraged buyout*, LBO) – constituent la stratégie dominante. Ces prêts directs sont traditionnellement des prêts à taux variable, assortis de clauses financières (*covenants*) fondées sur des flux de trésorerie.
- Les prêts mezzanine font également partie des stratégies les plus fréquentes, et sont souvent assortis de participation au capital. Cette catégorie de financement se situe ainsi entre la dette et les fonds propres.
- Les prêts adossés à des actifs (*asset-based lending*) consistent en une forme de financement structuré où les prêts sont garantis par des actifs tangibles (immobilier, infrastructures, etc.) ou intangibles (redevances musicales, brevets, etc.)
- Le financement d'entreprises en difficulté (*distressed lending*) se traduit par l'achat de titres de dette de catégorie spéculative sur les marchés secondaires, à un prix fortement inférieur à leur valeur nominale.

Le marché mondial du crédit privé a plus que quadruplé entre 2014 et 2024 et avoisine les 2 000 milliards de dollars¹³⁶. Le marché reste dominé par l'Amérique du Nord, qui représentait près de trois quarts des levées de fonds en 2024, contre 20 % pour l'Europe (Royaume-Uni compris) où il se développe rapidement. La France se situe au deuxième rang européen¹³⁷, après le Royaume-Uni, avec 66 milliards d'euros investis en valeur cumulée par des fonds de crédit privé français et étrangers entre 2020 et 2024, dont environ 55 % par des fonds domestiques. En France, le poids du crédit privé dans le financement des entreprises reste limité : on peut estimer qu'en 2024, les crédits privés émis par des fonds français équivalaient à moins de 4 % des flux annuels de crédits bancaires souscrits par des sociétés non-financières (SNF)¹³⁸. Dans son *Financial Stability Report* d'avril 2025, la Réserve fédérale des États-Unis estimait que le crédit privé représentait environ 9 % du stock de la dette totale des SNF américaines. Il convient de noter qu'il reste difficile de mesurer précisément ce marché. Les ordres de grandeur donnés dans le présent rapport proviennent majoritairement de sources privées, les données officielles publiques étant limitées comparativement aux marchés cotés¹³⁹.

Le développement du crédit privé peut s'expliquer par plusieurs facteurs liés à l'évolution de l'offre et de la demande de crédit :

- Son essor est généralement relié à une réduction de l'appétit des banques pour le risque à la suite de la crise financière de 2008 et du renforcement du cadre réglementaire. Dans ce contexte, les structures de crédit privé ont pu se développer auprès d'entreprises dont le niveau de levier est trop important pour les banques ou dont la capacité à apporter des actifs en sûreté est insuffisante.

¹³⁶ PitchBook (2025), [Global private debt report](#), mars.

¹³⁷ France Invest (2025) [Activité des fonds de dette privée en France en 2024](#), mars. La France apparaît toutefois au coude-à-coude avec le Royaume-Uni en matière de déploiement de capital, d'après PitchBook.

¹³⁸ Estimation obtenue à partir d'une comparaison de deux sources de données (France Invest et Banque de France) dont les périmètres peuvent différer.

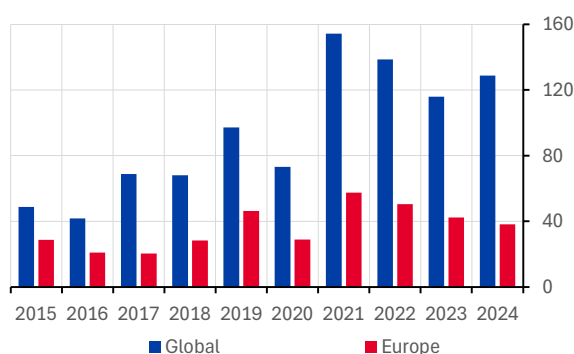
¹³⁹ Les méthodologies et les périmètres de couverture peuvent varier selon les fournisseurs.

- L'essor du crédit privé doit aussi être relié à celui du marché du capital-investissement : on estime que près des trois-quarts des opérations de crédit privé (hors infrastructures) réalisées en France en 2024 l'ont été avec la participation d'un investisseur en capital¹⁴⁰.
- Les principaux attraits du crédit privé pour les emprunteurs résident notamment dans la rapidité et la flexibilité des financements de crédit privé comparativement aux crédits bancaires. La possibilité de s'adresser à un interlocuteur unique et de disposer de modalités de remboursement flexibles (de type *payment-in-kind*, PIK, permettant l'agrégation des intérêts au principal du prêt) ou une structuration simplifiée intégrant de la dette unitranche a pu constituer un argument favorisant le recours au crédit privé. Ces avantages peuvent compenser pour certains emprunteurs le surcoût induit par ce mode de financement : aux États-Unis, le *spread* médian par rapport au taux sans risque sur les crédits privés s'établit ainsi aux alentours de 6 %, quand celui sur les crédits bancaires est compris entre 1,2 % et 1,8 %.
- Du côté des investisseurs, la recherche de rendement dans un environnement de taux bas et des objectifs de diversification expliquent en partie la forte croissance des levées de fonds.

Le marché du crédit privé a ralenti depuis son pic de 2022. Cela s'explique principalement par la remontée des taux directeurs, qui a conduit à un ralentissement du nombre d'acquisitions avec effet de levier et d'opérations de fusion-acquisition. Alors que les capitaux non-investis, ou poudre sèche (*dry powder*), atteignent des niveaux record, les investisseurs ont pu être amenés à geler ou à réduire leurs investissements dans cette classe d'actifs, contribuant au ralentissement des levées de fonds. Le renforcement des incertitudes économiques et commerciales a pu contribuer à ce ralentissement. Depuis le début d'année 2025, on peut observer une hausse de la part relative des investissements dirigés vers l'Europe, tirée par la levée de fonds de taille importante par quelques grands acteurs internationaux¹⁴¹.

Graphique 2.1 : Capitaux levés par les fonds de dette privée

x : axe temporel / y : montant (en milliards de dollars)

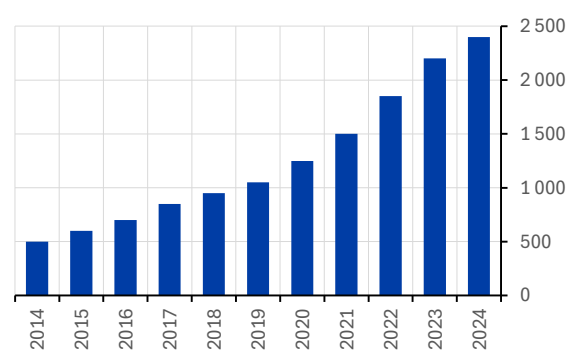


Source : Preqin.

Dernier point : fin 2024.

Graphique 2.2 : Actifs sous gestion en dette privée (toutes catégories confondues)

x : axe temporel / y : montant (en milliards de dollars)



Source : PitchBook.

Dernier point : fin 2024.

Une prédominance des acteurs institutionnels

Les sociétés de gestion actives sur le marché du crédit privé sont le plus souvent présentes sur plusieurs segments des marchés de capitaux non cotés (capital-investissement ou investissement en actifs réels). Les structures d'investissement en crédit privé prennent traditionnellement la forme de véhicules fermés aux rachats et conservant les prêts jusqu'à maturité, laquelle va généralement de cinq à dix ans, avec un paiement des coupons qui s'effectue à intervalle régulier. En France, il s'agit exclusivement de fonds d'investissement alternatifs (FIA), lesquels peuvent adopter plusieurs natures – sociétés d'investissement à capital variable

¹⁴⁰ Données France Invest. Fonds français et étrangers confondus.

¹⁴¹ Ainsi, Ares a levé début 2025 17,7 milliards de dollars pour son fonds de prêts en Europe.

(SICAV), fonds communs de placements (FCP), sociétés de libre partenariat (SLP) – et correspondre à différents régimes juridiques – fonds communs de placements à risques (FCPR), *European Long Term Investment Funds* (ELTIF), etc.) – selon le profil de risque, la clientèle visée, et la réglementation applicable privilégiés par le gestionnaire d’actifs. Dans l’Union Européenne, le Luxembourg constitue le principal centre de domiciliation des fonds de crédit, où les acteurs privilégient la structure des Fonds d’investissement alternatif réservés (RAIF).

Ces caractéristiques tendent à évoluer avec le développement offrant des structures dites semi-liquides, permettant des sorties périodiques aux investisseurs. C’est largement le cas aux États-Unis où les *business development companies* (BDC) se sont fortement développées aux côtés des fonds fermés classiques, avec un cadre réglementaire spécifique (cf. encadré 2.1). Les BDC comptent désormais pour un cinquième du crédit aux entreprises appartenant au marché intermédiaire (*middle market*)¹⁴². Elles font partie de l’univers des fonds fermés mais proposent des options de liquidité aux investisseurs. Des fonds offrant des possibilités de rachat à intervalles réguliers tendent également à se développer en Europe (cf. ci-après).

Les acteurs institutionnels privilégiant des horizons d’investissement à long terme représentent les principaux investisseurs sur le marché du crédit privé. Parmi ceux-ci, on compte notamment des fonds de pension, des assureurs, d’autres fonds d’investissement, ou encore des fonds souverains qui trouvent dans le crédit privé une classe d’actifs offrant une faible volatilité apparente et un moyen de diversification de leur portefeuille. Celle-ci propose par ailleurs des rendements attractifs, souvent compris entre 6 % et 10 %, et supérieurs en 2024 de près de 6 points de pourcentage aux taux interbancaires. La part des investisseurs particuliers reste minoritaire, mais progresse avec le développement de structures qui leur sont destinées.

Le marché du crédit privé finance majoritairement des entreprises de taille petite à intermédiaire (PME/ETI) à fort effet de levier. Elles sont souvent soutenues par des fonds de capital-investissement, notamment dans le cadre d’opérations d’acquisition avec effet de levier (*leveraged buyout*, LBO). À ces emprunteurs s’ajoutent des entreprises en forte croissance et recherchant un financement rapide et flexible. Les entreprises les plus grandes ou les plus faiblement endettées tendent historiquement à privilégier des sources de financement plus traditionnelles, telles que le crédit bancaire, les prêts syndiqués et les marchés obligataires publics. Les entreprises ayant recours au crédit privé sont majoritairement concentrées dans des secteurs générant des flux financiers prévisibles et réguliers ou présentant de fortes perspectives de développement. En France, il s’agit notamment des secteurs de la santé, des services aux entreprises ainsi que de la technologie et de la communication.

¹⁴² Avalos (F.), Doerr (S.) et Pinter (G.) (2025), « [The global drivers of private credit](#) », BIS Quarterly Review, mars.

Encadré 2.1 : Analyse comparée de la réglementation des acteurs du crédit privé dans l'Union européenne, au Royaume-Uni et aux États-Unis

Par Brieuc LEVENÉ, Aubert MASSENGO, Camille RIESI, Nicolas RIGAUDIÈRE et Inès RISPAL

Dans l'Union européenne, l'adoption de la directive AIFMD 2 en 2024 a permis d'établir un cadre harmonisé autorisant tous les fonds d'investissement alternatifs (FIA) à octroyer des prêts¹⁴³ en contrepartie d'exigences spécifiques. Le paysage réglementaire était auparavant fragmenté, avec des pays autorisant l'octroi de prêts par des fonds (France, Royaume-Uni, Espagne, Italie), tandis que d'autres l'interdisaient (Allemagne). La révision de la directive AIFMD en mars 2024 clarifie la possibilité pour les FIA d'octroyer des prêts, et tous les fonds prêteurs sont soumis à un cadre minimal : une limite d'investissement par entité fixée à 20 % du capital du fonds, une obligation de rétention de 5 % du risque pour tout prêt émis et revendu immédiatement, ainsi que l'interdiction de recourir au modèle *originate-to-distribute*. Des exigences renforcées sont prévues pour les fonds dont l'activité principale est l'émission de prêts : en particulier, ceux-ci doivent être fermés – sauf si le montant des prêts octroyés est inférieur à 50 % de la valeur de l'actif net (*net asset value*, NAV) du fonds ou s'ils démontrent que leur système de gestion de la liquidité est assez robuste – et leur levier est plafonné à 300 % pour les fonds fermés et à 175 % pour les fonds ouverts¹⁴⁴. AIFMD 2 prévoit également des exigences de transparence, les gestionnaires devant rendre compte aux autorités compétentes des principaux marchés et instruments sur lesquels ils négocient pour le compte des FIA qu'ils gèrent, ainsi que des principales expositions et concentrations de chaque FIA¹⁴⁵. La transposition d'AIFMD 2 – qui doit avoir lieu au plus tard le 16 avril 2026 – pourrait conduire à des divergences entre pays en raison des options figurant dans le texte. À titre d'illustration, ces derniers peuvent choisir au niveau national d'interdire aux FIA prêteurs l'octroi de prêts à des consommateurs personnes physiques¹⁴⁶. En parallèle, le règlement ELTIF 2 (*European long-term investment fund*) de 2023 renforce la capacité des fonds européens d'investissement à long terme à intervenir sur le marché du crédit privé en autorisant notamment leur commercialisation dès le premier euro auprès d'investisseurs de détail et en augmentant leur plafond d'emprunt de liquidités. Bien que fermés par principe, ces fonds peuvent désormais prévoir des rachats anticipés sous conditions très strictes de liquidité. Les rachats sont plafonnés à un pourcentage des actifs liquides précisés dans la réglementation.

Le Royaume-Uni n'a pas adopté AIFMD 2, du fait du Brexit. La réglementation britannique ne prévoit ainsi pas de dispositions spécifiques aux FIA prêteurs et se limite à des dispositions générales applicables aux FIA. L'octroi de prêts par des fonds peut être réalisé par des FIA ayant la forme de *Qualified Investor Schemes* (QIS) ou de *Long-Term Asset Funds* (LTAF). Les gestionnaires de FIA britanniques sont soumis à des obligations modulées selon leur taille et leur niveau de levier, notamment en matière de *reporting*, d'exigences en fonds propres, de mise en œuvre d'un système de gestion de la liquidité approprié et de stress-tests réguliers. Les autorités britanniques ont engagé des consultations afin de réviser le cadre en vigueur depuis AIFMD 1, qui pourraient avoir une incidence sur les FIA octroyant des prêts.

Par ailleurs, les LTAF, introduits en 2021, constituent une catégorie juridique spécifique conçue pour faciliter l'investissement dans des actifs illiquides, à l'instar des ELTIF dans l'Union européenne. Ils doivent investir au moins 50 % de leur NAV dans des actifs non cotés (contre 55 % pour les ELTIF européens), mais peuvent accéder à une gamme plus large que les ELTIF. Leur levier est plafonné à 30 % (contre 50 % pour les ELTIF ouverts aux

¹⁴³ En France (depuis 2016) et dans d'autres pays européens, cette possibilité était déjà admise depuis plusieurs années.

¹⁴⁴ S'ils n'octroient que des « shareholder loans » (prêts d'actionnaires), ils sont dispensés des règles applicables aux activités de prêt tant que ces prêts n'excèdent pas 150% du capital du fonds.

¹⁴⁵ Si AIFMD 2 impose aux gestionnaires de communiquer aux investisseurs « la composition du portefeuille des prêts octroyés », cela n'est pas le cas pour le *reporting* à destination des autorités compétentes.

¹⁴⁶ Les principaux enjeux de transposition d'AIFMD 2 – octroi de prêts par les FIA, harmonisation des outils de gestion de la liquidité pour les FIA de type ouvert et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), extension de la liste des activités que peuvent exercer les gestionnaires de FIA – sont détaillés dans le [rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris](#).

investisseurs de détail, et 100 % pour les ELTIF ouverts aux investisseurs professionnels), les rachats sont mensuels avec un préavis de quatre-vingt-dix jours, et ils ne bénéficient pas du passeport européen.

Aux États-Unis, le cadre réglementaire applicable aux fonds de crédit privé repose principalement sur le Dodd-Frank Act et sur des règles adoptées par la Securities and Exchange Commission (SEC), cadre qui s'applique de façon plus générale à l'ensemble de la catégorie des fonds privés¹⁴⁷. Les fonds disposant d'au moins 150 millions de dollars d'actifs sous gestion sont soumis au Form PF¹⁴⁸ de la SEC, qui a renforcé ses exigences en mai 2023 afin de mieux évaluer l'émergence de risques systémiques. Outil de *reporting*, confidentiel et agrégé, le Form PF renseigne sur le levier, l'exposition aux contreparties, la concentration, la liquidité. Cependant, le Financial Stability Oversight Council (FSOC) souligne que le secteur du crédit privé demeure particulièrement opaque. Il recommande d'améliorer la collecte de données par le Form PF et de renforcer, pour les banques, la gestion du risque de crédit lié à leurs contreparties dans les fonds¹⁴⁹. En tout état de cause, contrairement à l'Union européenne, aucune limite de levier n'est prévue, ni d'exigences de coussins de liquidité pour les fonds prêteurs. Toutefois, le FSOC – dont l'influence a été réduite¹⁵⁰ – peut théoriquement désigner des entités susceptibles de devenir d'importance systémique, avec pour conséquence l'assujettissement à la supervision de Réserve fédérale (FED)¹⁵¹ et à d'éventuelles exigences de levier et de liquidité notamment, lesquelles ne seraient pas nécessairement mieux-disantes que celles applicables aux fonds prêteurs européens. Le cadre réglementaire du crédit privé aux États-Unis a également été pensé pour soutenir l'investissement dans les entreprises de taille intermédiaire (*middle market firms*), à travers les *business development companies* (BDC). Ces véhicules d'investissement pouvant être cotés en bourse font l'objet d'obligations de déclaration auprès de la SEC (y compris prêt par prêt) et d'une limite d'endettement fixée à un ratio actifs sur dettes, traditionnellement établi à 200 % et abaissé sous certaines conditions à 150 % en 2018. En forte croissance et dépassant leur objet initial pour financer des entreprises de plus grande taille, les BDC représentent aujourd'hui 20 % de l'encours du crédit privé outre-Atlantique¹⁵².

Le cadre américain pourrait évoluer prochainement afin de favoriser l'accès au crédit privé des investisseurs de détail. Pensés initialement comme une protection contre des stratégies d'investissement complexe ou illiquide, la SEC a assoupli les seuils qui limitent l'investissement des particuliers dans les fonds fermés exposés au crédit privé¹⁵³. La présidence américaine a également adopté un *executive order* appelant les régulateurs américains à faciliter l'accès des plans de retraite de type 401(k) au marché du crédit privé¹⁵⁴, afin d'accompagner un mouvement de croissance qui concerne également les entreprises d'assurance.

Un renforcement de la place des acteurs américains

Le marché du crédit privé tend à se concentrer autour de grands gestionnaires d'actifs intégrés, le plus souvent américains, intervenant à l'échelle internationale. En 2014, les levées de fonds par des véhicules dont l'actif sous gestion dépassait 5 milliards de dollars représentaient moins de 5 % des capitaux levés totaux, contre près de 50 % en 2024¹⁵⁵. Ces acteurs sont désormais capables de concurrencer les prêts syndiqués pour

¹⁴⁷ La catégorie des fonds privés (*private funds*) comprend les *hedge funds*, les fonds de capital-investissement ou les fonds immobiliers, par opposition aux fonds communs de placement (*mutual funds*).

¹⁴⁸ United States Securities and Exchange Commission, [Form PF](#)

¹⁴⁹ FSOC (2024), [Rapport annuel](#).

¹⁵⁰ Bessent (S.) (2025), [discours](#), 10 septembre.

¹⁵¹ Actuellement, aucune entité n'est désignée comme étant d'importance systémique.

¹⁵² Avalos (F.), Doerr (S.) et Pinter (G.), op. cit., BIS Quarterly Review, mars 2025.

¹⁵³ Les fonds fermés investissant 15 % ou plus de leurs actifs dans des fonds privés ne sont plus tenus d'imposer un investissement initial minimal de 25 000 dollars et de limiter les ventes aux investisseurs accrédités. [SEC.gov | ADI 2025-16 - Registered Closed-End Funds of Private Funds](#).

¹⁵⁴ [The White House \(2025\), « Democratizing access to alternative assets for 401\(k\) investors », 7 août.](#)

¹⁵⁵ PitchBook (2024), *Private Debt Annual Report*.

les opérations les plus importantes. Par exemple, en 2025, Apollo a fourni à EDF un financement de 4,5 milliards de livres sterling par voie de placement privé non coté¹⁵⁶.

Le crédit privé s'est ainsi récemment déplacé vers de plus gros financements, autrefois plutôt réservés aux prêts syndiqués, et des niveaux de levier plus élevés. Si la moitié des opérations s'effectuaient en dessous de la barre des 100 millions d'euros en Europe en 2021¹⁵⁷, cela concerne moins de 15 % des transactions aujourd'hui, avec une part plus importante des financements de plus de 350 millions d'euros (environ 33 %), la moitié des financements évoluant entre 100 millions et 350 millions d'euros. De la même manière, la part des *jumbo deals* (les financements supérieurs à 1 milliard d'euros ou de dollars) demeure importante, à 10 % des transactions à juin 2025, taille de transaction qui n'existait pas avant 2021.

Une classe d'actifs qui présente des vulnérabilités

Risque de valorisation

À l'instar des autres classes d'actifs non cotés, le marché du crédit privé est exposé à un risque de valorisation compte tenu de l'absence de marché secondaire. L'évaluation des actifs non cotés dépend des hypothèses retenues par les gestionnaires d'actifs, à l'inverse des actifs cotés, dont la valorisation agrège les avis des acteurs du marché et reflète des volumes de transactions plus importants¹⁵⁸. Les fonds de crédit privé sont généralement valorisés à intervalles réguliers (trimestriellement voire mensuellement) mais les pratiques auxquelles ont recours les gestionnaires d'actifs ne sont pas standardisées. Ce manque de standardisation peut générer un risque de survalorisation, pouvant notamment résulter de conflits d'agence entre les gestionnaires d'actifs, dont les commissions sont en partie calculées à partir de la valorisation des actifs sous gestion, et les investisseurs. Une valorisation inexacte pourrait masquer de potentielles pertes latentes, qui ne seraient rendues publiques que lors de l'arrivée à maturité des crédits sous-jacents. Ce risque de valorisation est particulièrement susceptible de se matérialiser en cas de retournement économique et de resserrement des conditions de financement, les sociétés débitrices pouvant alors se trouver fragilisées sans que cette situation se reflète immédiatement dans la valeur nette d'inventaire du fonds. Dans ces conditions, il est essentiel que les gestionnaires d'actifs garantissent aux investisseurs la plus grande transparence possible, en s'assurant de l'indépendance des fonctions de valorisation et en reconnaissant une éventuelle détérioration de la qualité des actifs sous-jacents à un stade suffisamment précoce.

Risque lié à l'usage du levier

L'écosystème du crédit privé est exposé au levier à plusieurs niveaux. Ce recours à l'endettement peut avoir lieu au niveau des entreprises financées, du fonds lui-même ou des investisseurs (cf. schéma 2.1). L'empilement des leviers peut amplifier les pertes en cas de retournement du marché et de matérialisation du risque de crédit sur le portefeuille de prêts sous-jacents. Par ailleurs, le recours au levier accroît la sensibilité des fonds aux conditions de financement.

Par nature, les fonds de crédit privé sont exposés à un risque de crédit élevé, en raison de la concentration de leurs investissements dans des entreprises très endettées, généralement à taux variables et avec des primes de risque plus élevées que sur les financements traditionnels. La résilience des fonds de crédit privé suppose une stricte gestion de ce risque de crédit, à travers une sélection rigoureuse des emprunteurs, un suivi régulier de leur situation financière, des structures de prêts adaptées à leur profil (clauses financières, niveau d'endettement), et une bonne diversification des portefeuilles.

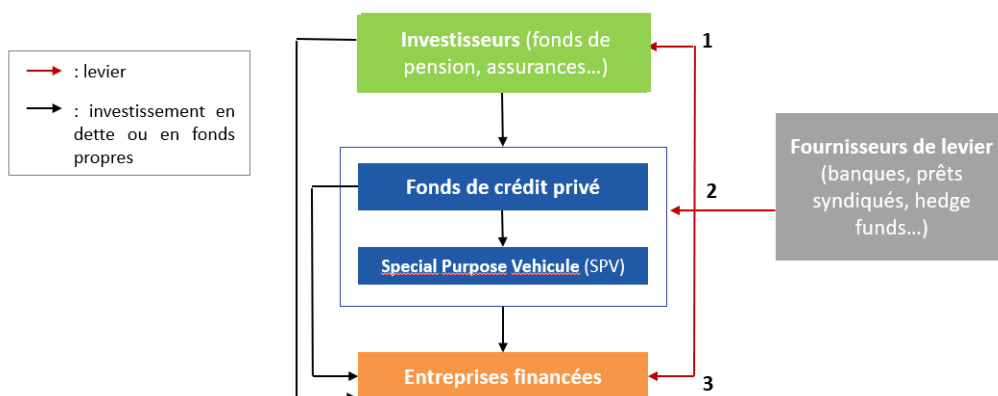
Si les fonds de crédit privé sont traditionnellement peu endettés, on constate une augmentation du recours au levier, avec une diversification et une complexification des sources de financement. Le recours au levier

¹⁵⁶ EDF (2025), « [EDF annonce la signature d'un accord avec Apollo pour l'émission d'emprunts obligataires non cotés d'un montant total maximum de 4,5 milliards de livres sterling](#) », 20 juin.

¹⁵⁷ PitchBook (2025), « [European direct lending volume grows in Q2, driven by jumbo deals](#) », 29 juillet.

¹⁵⁸ Voir à ce sujet [l'Évaluation des risques du système financier français](#) de juin 2023.

permet d'augmenter la performance des fonds, de faire face à des besoins temporaires de liquidité et de compenser le ralentissement des levées de fonds. L'identification de ce levier est rendue difficile par des données peu nombreuses et souvent incomplètes. D'après un rapport de l'*Alternative Credit Council*¹⁵⁹, la part des fonds sans effet de levier est passée de 42 % en 2016 à 31 % en 2024 et la part des fonds avec un effet de levier compris entre 10 % et 150 % est passée de 33 % à 51 %. Si les banques demeurent les principaux fournisseurs de financement pour les fonds de crédit privé, d'autres sources de financement progressent, telles que les assureurs ou les autres gestionnaires d'actifs (cf. ci-après).

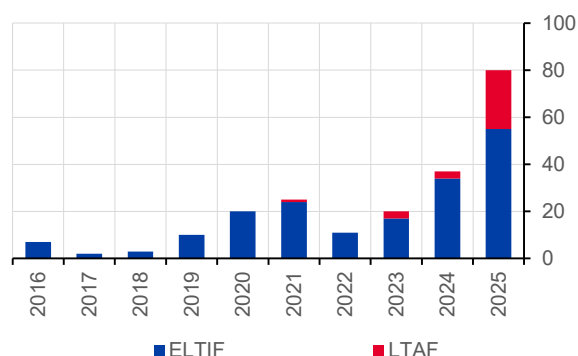


Un risque de liquidité limité, mais qui varie en fonction du type de véhicule

Cependant, l'ouverture des marchés privés à la clientèle de détail a favorisé le développement de fonds semi-liquides, permettant des rachats anticipés ponctuels. Ces véhicules d'investissement sont généralement perpétuels (*evergreen*), c'est-à-dire qu'ils sont établis pour une durée illimitée, ou plus souvent pour une période renouvelable de quatre-vingt-dix-neuf ans. Le nombre de structures de ce type ainsi que la taille de leurs actifs sont en nette augmentation depuis 2020. Au niveau global, les actifs sous gestion en crédit privé gérés par des structures semi-liquides ou ouvertes dépassent les 500 milliards de dollars¹⁶⁰. En Europe, où cette tendance accélère à la faveur du règlement ELTIF 2 et de l'introduction du format LTAF au Royaume-Uni (cf. encadré 2.1), le nombre de fonds adoptant ce format est en forte croissance (cf. graphique 2.3), malgré des actifs sous gestion encore modestes. Environ 60 % des ELTIF sont domiciliés au Luxembourg¹⁶¹. Aux États-Unis, cette tendance est liée au développement des BDC (cf. graphique 2.4), lesquelles peuvent être de plusieurs formes : les BDC cotées, dont les parts sont librement négociées sur les marchés publics, et les BDC non cotées, qui permettent des rachats périodiques¹⁶². Parmi ces dernières, les BDC perpétuelles se caractérisent par l'absence d'horizon de liquidation et par une levée de capital continue.

Graphique 2.3 : Nombre d'ELTIF et de LTAF en Europe (non uniquement consacrés à du crédit privé)

x : axe temporel / y : nombre de fonds



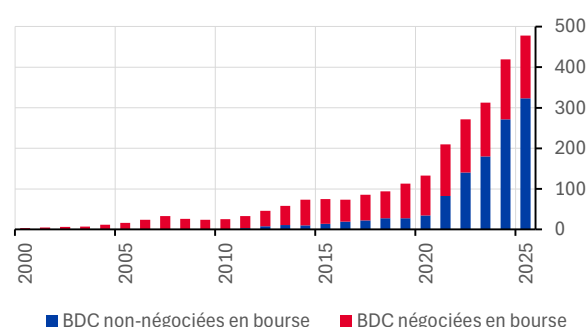
Note : les LTAF, introduits au Royaume-Uni en 2021, constituent une catégorie juridique spécifique conçue pour faciliter l'investissement dans des actifs illiquides, à l'instar des ELTIF dans l'Union européenne.

Source : Preqin.

Dernier point : fin 2025.

Graphique 2.4 : Actifs sous gestion des BDCs aux États-Unis

x : axe temporel / y : actifs sous gestion (en milliards de dollars)



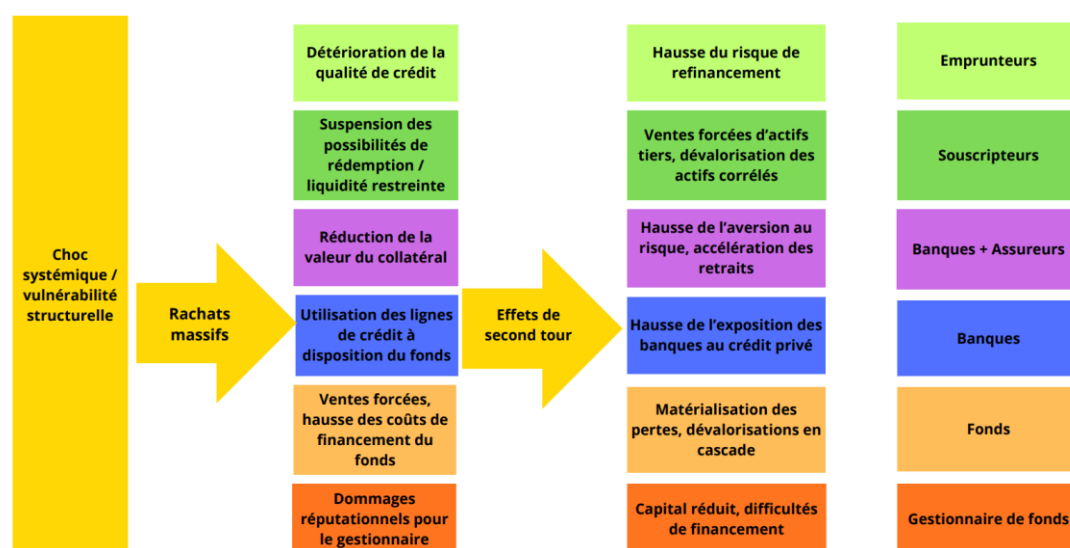
Note : données au dernier trimestre de chaque année.

Source : Chernenko (S.), Ialenti (R.), Scharfstein (D.S.), (2025).

Dernier point : fin 2025.

Si la possibilité d'effectuer des rachats anticipés permet de mieux répondre aux attentes de la clientèle de détail, elle génère un risque d'inadéquation entre la liquidité de l'actif du fonds (des prêts non cotés, par nature illiquides) et la liquidité de son passif (le capital des souscripteurs). En raison de leur dimension relativement nouvelle, la résilience de ces fonds semi-liquides n'a encore jamais été éprouvée en période de retournement économique prolongée. Un retournement du marché pourrait ainsi susciter des demandes de rachat en très grand nombre de la part des souscripteurs, obligeant le gestionnaire du fonds à vendre précipitamment une partie de ses actifs à prix cassé. Par un effet de boucle rétroactive, ces ventes forcées seraient de nature à accentuer l'aversion au risque des acteurs du marché et à réduire encore davantage la liquidité. Pour atténuer ce risque, ELTIF 2 prévoit que les gestionnaires d'actifs disposent d'outils de gestion de la liquidité, tels que la mise en œuvre de plafonds de rachat pour une période définie et la création de poches d'actifs liquides au sein du fonds. Pour répondre aux demandes de sortie, les gestionnaires peuvent par ailleurs recourir aux éventuelles lignes de crédit à leur disposition, ce qui peut en retour accroître leur risque de refinancement et renforcer leurs interconnexions avec le reste du système financier.

Schéma 2.2 : Transmission d'un choc de liquidité sur le marché du crédit privé



Source : Banque de France.

2.2. Les interconnexions se développent avec les secteurs bancaire et assurantiel

L'essor rapide du marché du crédit privé s'est accompagné du développement de multiples formes d'interconnexions entre les prêteurs non bancaires et le reste du système financier. Acharya et al.¹⁶³ soutiennent que la montée en puissance des fonds de dette privée et, plus largement, des intermédiaires financiers non bancaires (NBFI), ne correspond pas à une simple migration du risque hors des banques, mais se traduit par une reconfiguration progressive des risques au travers des expositions croisées entre banques et NBFI et de l'évolution conjointe de leurs modèles d'activités. Cette dynamique de reconfiguration, qui apparaît plus avancée aux États-Unis qu'en Europe, peut avoir des effets positifs, notamment en permettant aux banques d'optimiser leurs exigences en fonds propres et en renforçant la capacité globale du système financier à soutenir l'économie. Elles génèrent toutefois de nouvelles vulnérabilités, tant pour les banques que pour les fonds, qui doivent être mesurées et gérées de manière adéquate par les intermédiaires. L'exposition des banques aux fonds de crédit privé reste faible au regard du total de leurs actifs, mais leur croissance rapide et la complexification des interconnexions entre acteurs appelle à un renforcement de la transparence pour les autorités et pour le marché.

Un équilibre en évolution entre concurrence et partenariats entre les banques et les fonds sur le marché du financement des entreprises

Si la croissance du crédit privé se traduit par une montée en puissance tendancielle des fonds d'investissement sur certains segments traditionnellement occupés par les banques, la dynamique de concurrence comporte des effets de balancier entre les modes de financement. Ainsi, en 2024 les emprunteurs ont profité d'une amélioration des conditions de financement sur le marché des prêts bancaires syndiqués et des obligations publiques pour refinancer des crédits privés¹⁶⁴. Ces évolutions suggèrent le maintien d'une dynamique de concurrence (comportant une dimension cyclique) entre banques et fonds de crédit, comme l'atteste également la présence continue des banques sur le marché des prêts à effet de levier.

Face au développement du crédit privé, les banques s'adaptent aussi en développant des partenariats avec les acteurs du crédit privé, notamment en mettant en œuvre des accords d'octroi puis de cession de crédits (*originate-to-distribute*). Concrètement, les établissements bancaires mettent à profit leur réseau de clientèle et leur expertise pour mettre en place des prêts (origination) qui sont ensuite cédés à des entités de crédit privé. Cette stratégie présente l'avantage pour les banques d'entretenir leurs relations avec leur clientèle et d'accroître leurs revenus de commissions, tout en mobilisant moins leur bilan et leur capital réglementaire. Pour les prêteurs privés, ce type d'accord leur permet de renforcer et de diversifier leurs flux de crédits. Plusieurs partenariats ont été rendus publics entre des gestionnaires d'actifs et des banques, en Europe comme aux États-Unis. Ils peuvent prendre plusieurs formes et recouvrir une simple origination par les banques sans apport de financement bancaire, ou bien à l'inverse consister en un co-investissement entre des fonds de crédit privé et une banque. Les opérations de titrisation synthétique s'inscrivent dans cette logique de partenariat entre les banques et les NBFI, en leur permettant de partager le risque de crédit tout en conservant la relation commerciale avec les emprunteurs (cf. encadré 1.4).

Les banques fournissent du levier aux véhicules de crédit privé

Le financement bancaire accompagne le développement du crédit privé. Les structures de crédit privé font une utilisation croissante, bien qu'hétérogène, du levier (cf. partie 2.1), avec une progression rapide du financement bancaire. La Réserve fédérale américaine a ainsi mis en exergue le remarquable essor aux États-

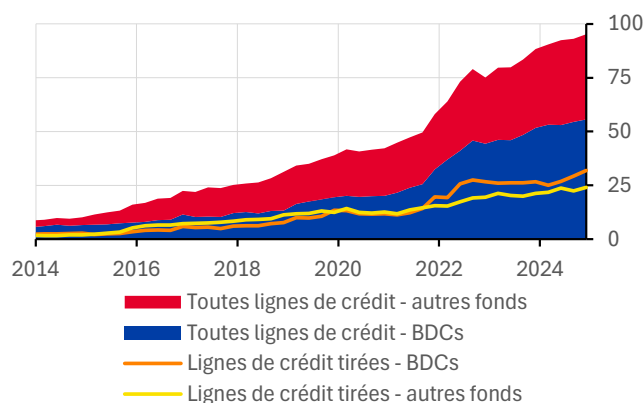
¹⁶³ Acharya (V. V.), Cetorelli (N.) et Tuckman (B.) (2024), *Where Do Banks End and NBFIs Begin?*, avril.

¹⁶⁴ Selon l'Alternative Credit Council, une grande partie de l'activité des prêts bancaires syndiqués (BSL) et des émissions d'obligations *high yield* (HY) au premier semestre 2024 consistait à refinancer des prêts accordés initialement par des fonds de crédit privé (64 % du marché BSL et 88 % du marché HY). [Financing-the-Economy-2024 \(3\).pdf](#)

Unis des prêts bancaires aux *business development companies* (BDC) et aux autres fonds de crédit privé, dont les montants engagés sont passés de 7,8 milliards de dollars début 2013 à plus de 95,2 milliards de dollars fin 2024. Ce montant reste limité par rapport au total des prêts des banques américaines aux intermédiaires financiers non bancaires (2 300 milliards de dollars à fin 2024). D'autres estimations pointent vers des volumes de prêts plus importants. Moody's estime l'exposition bancaire au crédit privé à environ 280 milliards de dollars pour les banques américaines et 140 milliards de dollars en Europe (Royaume-Uni compris) fin 2023. La difficulté à mesurer précisément ces expositions pour les autorités s'explique par une granularité insuffisante des états financiers et par la complexité des relations entre les banques et les fonds. Selon une enquête *ad hoc* menée par la Banque centrale européenne (BCE)¹⁶⁵, l'exposition des grandes banques de la zone euro aux fonds de crédit privé est limitée mais peut intervenir à plusieurs niveaux de la chaîne de financement (fonds, entreprises débitrices, investisseurs). De manière générale, les acteurs les plus exposés à cette classe d'actifs sont les grandes banques de financement et les principaux gestionnaires d'actifs mondiaux.

Graphique 2.5 : Lignes de crédit tirées et non tirées mises à disposition des véhicules de crédit privé aux États-Unis

x : axe temporel / y : montants (en milliards de dollars)



Source : Réserve fédérale des États-Unis.

Dernier point : quatrième trimestre 2024

Les instruments utilisés consistent le plus souvent en des lignes de crédit collatéralisées qui interviennent à plusieurs stades du cycle de vie des fonds et reposent sur des sous-jacents hétérogènes (cf. tableau 2.1). Adossées aux engagements des investisseurs ou aux actifs détenus en portefeuille, certaines de ces facilités peuvent être structurées par des entités spécifiques (*special purpose vehicle*, SPV) et reprendre, pour partie, des logiques proches de la titrisation. Elles permettent aux fonds d'ajuster leur liquidité, d'anticiper les appels de capital ou de mobiliser du levier. Au-delà de leurs caractéristiques techniques, ces instruments présentent des risques transversaux : vulnérabilité à la qualité du collatéral, dépendance à des actifs illiquides ou en cours de constitution, sensibilité aux valorisations, et exposition accrue aux tensions de liquidité en cas de stress de marché ou d'appels de capital défaillants.

¹⁶⁵ Buch (C.) (2025), « [Hidden leverage and blind spots: addressing banks' exposures to private market funds](#) », *The Supervision Blog*, BCE, juin.

Tableau 2.1 : Typologie des principales facilités bancaires aux fonds de crédit privé selon le collatéral utilisé				
Type de collatéral	Instrument(s)	Objectif	Phase d'utilisation	Structure
Engagements de investisseurs (LP / GP)	<i>Subscription facilities</i>	Fournir une liquidité immédiate avant les appels de capital pour financer rapidement des investissements : réduire les délais opérationnels (<i>bridge financing</i>) et lissage des appels de fonds	Début de vie (phase d'investissement initiale)	Généralement, prêt direct au fonds (ligne de crédit renouvelable).
Valeur nette du portefeuille (NAV)	<i>NAV financing</i>	Générer de la liquidité ou du levier à partir des actifs existants pour (re)financer des investissements, ou distribuer aux investisseurs avant la liquidation des actifs	Maturité (portefeuille déjà constitué)	Généralement, ligne de crédit accordée via un SPV ou directement au fonds.
Portefeuille de prêts accordés par le fonds	Facilités de prêts à un SPV ad hoc lié au fonds	Mobiliser du levier sur les actifs détenus pour augmenter la capacité d'investissement et la performance	Intermédiaire ou maturité du fonds	Généralement ligne de crédit, plus rarement prêts à terme. Les prêts via SPV peuvent être structurés en différentes tranches de risques (titrisation)
	Facilités de prêts accordées directement à une BDC (Etats-Unis uniquement)		Activité continue pour les prêts aux BDC	
Prêts accumulés avant qu'ils ne soient titrisés	<i>Warehouse facilities</i>	Financement relais pour « stocker » des prêts en vue d'une titrisation ultérieure (<i>type CLO</i>).	Phase d'agrégation (pré-CLO)	SPV « d'entrepôt temporaire »
<i>Note : la « phase d'utilisation » mentionnée dans le tableau renvoie au cycle de vie économique du fonds, et non à la maturité contractuelle des facilités ;</i> <i>Source : Banque de France</i>				

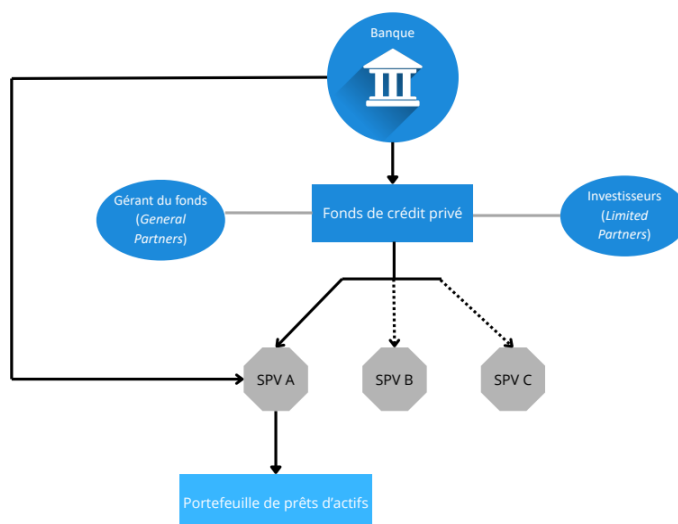
La structuration des prêts des banques aux fonds de crédit privé permet de réduire leur exposition aux risques et leurs exigences en fonds propres par rapport à des prêts directs aux entreprises. En effet, les exigences en fonds propres pour les établissements bancaires finançant directement les fonds de crédit privé sont généralement moins élevées que celles qui sont liées au financement direct des entreprises sous-jacentes, du fait de certaines spécificités des financements octroyés aux fonds (niveau de séniorité élevé du prêt, recours à une sur-collatéralisation des garanties prises). En finançant des fonds de crédit privé plutôt que les entreprises sous-jacentes, les banques ne portent pas directement le risque de crédit de ces dernières. Le risque est appréhendé au niveau de la contrepartie (fonds ou SPV) et des garanties prises. Il apparaît que les banques traitent certaines de ces expositions comme des investissements en titrisation, réduisant ainsi leur pondération en risque par rapport à des prêts classiques, et donc les exigences en fonds propres. Cette mécanique semble ainsi largement adoptée par les institutions de plusieurs juridictions, même si des divergences existent dans les cadres réglementaires sur le risque de crédit en raison de différences de transposition du cadre bâlois. Quelques articles académiques sur le sujet¹⁶⁶, sur le marché américain, suggèrent une pondération en risque proche de 20 % pour le financement des établissements bancaires auprès des fonds de dette privée. Ce niveau de pondération s'expliquerait, au moins pour les BDC, par les schémas de titrisation retenus par les établissements bancaires pour constituer la garantie juridique du financement.

La complexité de ces expositions nécessite un cadre de gestion des risques adapté de la part des banques. Même si ces prêts sont généralement surcollatéralisés et prioritaires dans le rang des créances, les banques s'exposent à des pertes en cas de retournement de la situation économique. Ce risque peut être renforcé par

¹⁶⁶ Voir par exemple la description du mécanisme faite dans [Chernenko \(S.\), Ialenti \(R.\) et Scharfstein \(D. S.\) \(2025\), *Bank Capital and the Growth of Private Credit*, 14 janvier.](#)

la difficulté à valoriser ces prêts en raison d'un manque d'information sur les actifs des fonds. Au-delà du risque de crédit, ces expositions pourraient poser un risque de liquidité pour les banques si un grand nombre de fonds mobilisaient simultanément ces lignes de crédit en situation de tension. La BCE a mis en avant l'importance pour les banques de gérer les risques associés à leur exposition à l'écosystème des marchés non cotés de façon holistique, compte tenu de leur imbrication.

Schéma 2.3 : Exemple d'un financement pour un fonds de crédit privé



Note : les flèches noires désignent les prêts, les flèches en pointillées d'autres investissements similaires dans d'autres SPV.
Source : Banque de France.

Une exposition croissante des assureurs au crédit privé

La mesure de l'exposition des assureurs au crédit privé n'est pas univoque et fait l'objet de nombreux travaux sur le plan méthodologique. Suivant le niveau d'exhaustivité retenu, la notion de crédit privé peut, pour le secteur assurantiel, intégrer les prêts et obligations non cotés ou non-échangés sur les marchés, ainsi que l'exposition aux fonds (spécialisés ou non) détenant ce type de placement. Selon la définition retenue en l'état par l'*European insurance and occupational pensions authority* (EIOPA) et les chiffrages effectués¹⁶⁷, l'exposition des assureurs a augmenté ces dernières années au niveau européen et représente au deuxième trimestre 2025 5,8 % de l'actif contre 5,1 % au quatrième trimestre 2024 et au quatrième trimestre 2023.

L'exposition des assureurs français en titres de dette non-cotée émis par des entreprises du secteur non-financier constitue en pratique une part limitée des 2,8 % des expositions (soit 81 milliards d'euros) qui sont essentiellement issus de titres du secteur financier ou immobilier. Les pays les plus exposés en Europe sont les Pays-Bas (22 %), la Belgique (10,6 %), et l'Allemagne (7,9 %). L'exposition calculée ainsi relève toutefois de diverses formes de crédit privé à plusieurs secteurs de l'économie. Au niveau européen, seuls 25 % du total de l'exposition mesurée par l'EIOPA concernent le financement du secteur non-financier, hors particuliers. Les prêts aux personnes physiques, très marginaux pour les assureurs français, représentent 32 % du total des expositions européennes, tandis que 24 % des expositions sont sur le secteur financier, et 7 % relèvent d'expositions intra-secteur assurantiel (par exemple dette subordonnée).

Dans le régime Solvabilité 2, les différences de traitement entre les dettes privées et les obligations concernent le calcul de la charge en capital au titre du risque de taux d'une part, et du risque de spread

¹⁶⁷ EIOPA (2025), [Financial Stability Report](#), 15 décembre, p. 11 et suivantes.

d'autre part. Les prêts sont eux, traités par le risque de contrepartie. La dette non notée par les agences (comme la dette privée) fait l'objet de chocs de spread inférieurs aux obligations high yield. Par exemple, pour une dette non cotée de maturité dix ans, le choc serait de 23,5 %, contre 35 % pour une obligation notée BB et 58,5 % pour une obligation de notation inférieure. La faible liquidité du marché de la dette non cotée peut engendrer un risque de décotes importantes en cas de vente forcée. Cette situation reste toutefois théorique dans le cas des assureurs, qui ont le plus souvent des stratégies de détention jusqu'à l'échéance. Ces titres constituent par ailleurs des actifs de diversification et sont détenus de façon concomitante à des titres plus liquides.

Une complexification des financements de fonds, largement impulsée par le marché américain

Les fonds de crédit privé américains intensifient leur recours aux instruments structurés obligataires pour lever des capitaux et optimiser les rendements. Au-delà du financement bancaire, les fonds de crédit privé peuvent recourir à des émissions de titres de dette pour se financer et augmenter leur effet de levier. Les caractéristiques de ces instruments sont présentées dans le tableau 2.2. Dans le cas des *collateralized loan obligations (CLO)* de crédit privé, des prêts originés par un fonds de crédit privé sont regroupés dans un véhicule de titrisation, qui finance leur acquisition par l'émission de tranches de dette et de fonds propres de séniorité différente. Les flux générés par les prêts sous-jacents sont redistribués selon une hiérarchie prédéfinie, les tranches les plus senior bénéficiant d'une priorité de paiement et d'un risque plus faible. En pratique, les CLO de crédit privé sont généralement adossés à des prêts originés par des fonds gérés par un même gestionnaire. Les fonds ou leurs gestionnaires conservent fréquemment la tranche la plus subordonnée (*equity*), demeurant exposés en premier ressort aux pertes potentielles. Aux États-Unis, les émissions de CLO de crédit privé représentent désormais près de 20 % du marché total des CLO, contre 5 % en 2015. Le marché européen reste embryonnaire : les acteurs du marché soulignent que les conditions de diversification nécessaires à l'émission de CLO par les fonds de crédit privé y sont plus difficiles à réunir en raison de la taille plus réduite des portefeuilles éligibles et de la moindre profondeur du marché. Parallèlement, les *private rated notes (PRN)*, qui sont des obligations privées émises par les fonds et bénéficiant de notations non publiques, connaissent une expansion rapide, notamment aux États-Unis. Elles offrent un surcroît de rendement par rapport aux obligations *investment grade* traditionnelles (de l'ordre de 100 points de base) et atteignent désormais un encours d'environ 422 milliards de dollars, principalement au bilan des assureurs-vie américains.

Tableau 2.2 : Typologie des instruments de titrisation utilisés par les fonds de crédit privé				
Instrument	Structure	Objectifs	Caractéristiques techniques	Estimation de la taille du marché en 2024
CLO de crédit privé (ou Middle Market CLO)	Portefeuille de prêts à effet de levier originés par les fonds, titrisé par un SPV émettant plusieurs tranches obligataires.	Lever du capital et créer des actifs notés attractifs pour les institutionnels.	- Tranches equity plus larges et AAA plus petites que dans les CLO traditionnels. - Portefeuilles plus seniors et garantis ; moins de covenant-lite. - Rétention fréquente de la tranche equity par le gérant.	Aux États-Unis, environ 200 milliards de dollars sur un total de 1000 milliards de dollars
CFO de crédit privé	Portefeuille de parts de fonds de crédit privé refinancé par un SPV émettant des tranches obligataires.	Générer de la liquidité, accélérer les distributions aux investisseurs et obtenir des tranches notées investment grade.	- Tranches typiques : senior A+, junior BBB. - Superposition de dette sur des portefeuilles déjà leviers. - Valorisation basée sur des modèles internes et des données déclaratives.	Marché en expansion, volumes difficiles à estimer.
PRN	Titres obligataires émis par un master ou feeder fund, notés de manière privée par une agence.	Permettre un investissement obligataire conforme aux contraintes prudentielles.	- Notation privée non publiée. - Format obligataire compatible Solvabilité II. - Usage fréquent dans des structurations intra-groupe.	Environ 422 milliards de dollars principalement détenus au bilan des assureurs-vie américains

Source : Banque de France.

Ces instruments répondent à la demande d'actifs notés de la part des investisseurs institutionnels, mais pourraient renforcer la complexité et l'opacité de l'écosystème du crédit privé et amplifier la transmission d'éventuels chocs. Cette évolution s'inscrit en effet dans un contexte de forte demande d'actifs notés de catégorie *investment grade* plutôt que de parts de fonds de la part des investisseurs institutionnels, notamment des assureurs-vie américains, en raison d'un traitement prudentiel plus favorable. Ces instruments apparaissent toutefois moins liquides et plus difficiles à valoriser que des obligations classiques. Ainsi, les CLO de crédit privé sont généralement adossés à des prêts plus risqués et bénéficient d'un marché secondaire moins actif que les prêts syndiqués des CLO traditionnels. D'autres structures, comme les *collateralized fund obligations* (CFO) de crédit privé impliquent la création de couches supplémentaires de dette, qui complexifient la lecture du levier économique réel et limitent la capacité des autorités à en suivre l'évolution.

La plus grande opacité de ces opérations est aussi illustrée par le risque de « *ratings shopping* » dans les cas des PRN, les émetteurs pouvant être incités à solliciter l'agence la plus susceptible d'attribuer une notation favorable ou à structurer les portefeuilles en conséquence. Ces éléments ont soulevé des préoccupations de la part du superviseur américain des assurances en matière de transparence, de gouvernance et de qualité du signal fourni par les notations.

Encadré 2.2 : Opérations de réassurance « asset intensive » et liens avec les marchés d'actifs non cotés

Par Frédéric AHADO, Raphaël GORRAND

Les interconnexions entre les gestionnaires d'actifs privés et les assureurs-vie aux États-Unis se sont fortement développées. Cette tendance passe notamment par une augmentation de la part des assureurs-vie américains détenus par des gestionnaires d'actifs privés depuis 2010 et s'accompagne d'une hausse des détentions d'actifs alternatifs, moins liquides et plus complexes que les actifs traditionnels, comme des actifs privés ou des CLO. Par ailleurs, le marché de l'assurance-vie aux États-Unis se caractérise par la croissance des accords de réassurance exploitant les différences réglementaires entre les juridictions. Bien que peu présentes en Europe, ces dynamiques sont susceptibles de complexifier l'analyse des interconnexions dans l'écosystème du crédit privé et ses liens avec les assureurs.

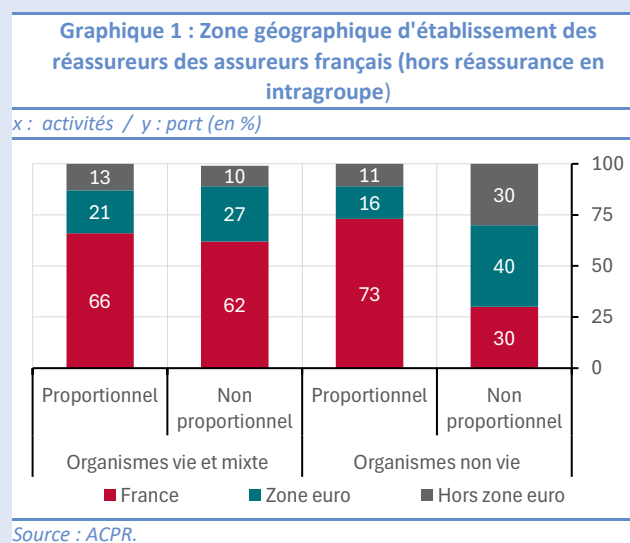
Les opérations de réassurance désignent des transactions dans lesquelles un assureur transfère une partie de ses risques associées aux polices d'assurance (mortalité, sinistre, etc.) à un réassureur. Parmi les contrats de réassurance, les transactions à forte intensité d'actifs, ou "*asset intensive*", désignent celles où les actifs financiers et leur gestion sont également transférées au réassureur. Le réassureur porte alors, en plus du risque lié au contrat d'assurance, le risque financier lié à la gestion des actifs détenus auparavant par l'assureur. Ces opérations de réassurance à forte intensité d'actifs¹⁶⁸ entraînent le transfert de la gestion de volumes importants d'actifs au réassureur, souvent établi dans un pays tiers, et portent sur des portefeuilles d'assurance-vie (épargne, retraite) dont la rentabilité s'est trouvée dégradée au cours de la période de taux bas, et pour lesquels le niveau des garanties (par exemple via des taux garantis) représentait une charge non négligeable pour les assureurs compte tenu du rendement des actifs traditionnels. Les actifs cédés peuvent être investis par le réassureur sur des titres non cotés ou des fonds gérés par le gestionnaire d'actifs auquel le réassureur est lié, la cédante pouvant par ailleurs être impliquée dans la définition de la stratégie d'investissement qui sera mise en œuvre.

Le développement de ces formes de réassurance est concomitant au développement des investissements dans les actifs non cotés parmi lesquels les actifs relevant du crédit privé, afin de soutenir

¹⁶⁸ Garavito (F.), Lewrick (U.), Stastny (T.) et Todorov (K.) (2024), « [Shifting landscapes: life insurance and financial stability](#) », BIS Quarterly Review, septembre.

le rendement des portefeuilles en tirant parti des primes de liquidité, les portefeuilles d'assurance vie constituant des engagements de très long terme. En particulier, l'augmentation de ces transactions accompagne le développement croissant de relations d'affiliation entre les gestionnaires d'actifs privés et les assureurs, principalement aux Etats-Unis¹⁶⁹. Cette dynamique permet aux gestionnaires d'actifs de capter les flux financiers liés aux assureurs vie qui peuvent notamment être réinvestis dans des actifs émis par des fonds de crédit privé liés au même gestionnaire¹⁷⁰. Au-delà des synergies portant sur les investissements proposés par les gestionnaires d'actifs, ces schémas de réassurance permettent de tirer parti d'écarts entre les régimes prudentiels et fiscaux entre les différentes juridictions impliquées.

Les réassureurs bermudiens sont les principaux acteurs sur le marché de la réassurance dite « *asset intensive* » et les assureurs qui ont recours à ce type de réassurance sont principalement concentrés aux États-Unis. D'après un rapport de la *Bermuda Monetary Authority* publié en mars 2025¹⁷¹, les États-Unis concentrent en effet 70 % des opérations menées par les réassureurs bermudiens, contre seulement 2 % pour l'Europe (hors UK). À l'inverse, ce type d'opérations n'existe en effet pas ou peu en France et les opérations de réassurance en France sont généralement des opérations domestiques, et intragroupes. La réassurance de certaines activités peut avoir une dimension internationale, mais, de manière générale, les assureurs français sont peu dépendants des réassureurs établis hors de la zone euro : hors réassurance intragroupe, les primes cédées à ces derniers représentent environ 14 % des cessions. Cette part atteint cependant 30 % pour la réassurance non proportionnelle¹⁷² des activités non-vie (principalement Responsabilité Civile générale et dommages aux biens), notamment en Suisse, au Royaume-Uni, aux Bermudes et aux États-Unis. Les assureurs vie et mixte sont concernés à hauteur de seulement 13 % (quasi-exclusivement en assurance proportionnelle), essentiellement sur leurs activités santé et prévoyance et de manière marginale sur l'assurance vie en euros (cf. graphique 1).



¹⁶⁹ Dans certains cas, la mise en place de ces opérations de réassurance est précédée du rachat de l'assureur lui-même par le gestionnaire d'actifs.

¹⁷⁰ Carlino (S.), Foley-Fisher (N.), Heinrich (N.), and Verani (S.) (2025). « [Life Insurers' Role in the Intermediation Chain of Public and Private Credit to Risky Firms](#) », FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, March 21.

¹⁷¹ Bermuda Monetary Authority (2025), « *Insights and Reflections on Asset Intensive Reinsurance in Bermuda* », mars.

¹⁷² Dans le cadre de la réassurance proportionnelle (par exemple traités dits en *quote part*), l'assureur cède au réassureur un même pourcentage, pouvant atteindre 100 %, (1) des primes, (2) des sinistres et (3) des provisions techniques. À l'inverse, dans un traité de réassurance non-proportionnelle, le réassureur n'intervient qu'après un certain montant de sinistre (effet de seuil). Ces traités non-proportionnels sont adaptés au transfert des risques de catastrophe (notamment en non-vie), tandis qu'un traité proportionnel se traduit par une externalisation auprès du réassureur d'une partie de l'activité. La réassurance à forte intensité d'actifs relève généralement de traités proportionnels.

2.3 Des dynamiques de recomposition qui se poursuivent

Dans un cadre de concurrence accrue, le risque de crédit se renforce

Le risque de crédit porté par cette classe d'actifs a évolué avec le niveau des taux, le contexte macroéconomique incertain et la mutation de la population d'emprunteurs. En plus d'un déplacement vers le segment des grandes entreprises et des transactions impliquant de larges volumes de financement, les niveaux de levier mobilisés par les entreprises financées dans les nouvelles opérations de crédit privé ont légèrement augmenté. En Europe, la part des financements accordés à des entreprises dont la dette représente plus de cinq fois l'EBITDA est ainsi passée de 12,2 % au premier trimestre 2025 à 17,9 % des nouvelles transactions¹⁷³, mais demeure inférieure à celle qui était observée en 2022 autour de 35 %. La qualité de crédit demeure relativement faible, concentrée autour des notations BB et B. En outre, la population des emprunteurs apparaît concentrée autour de quelques secteurs à fort potentiel de croissance, ce qui pourrait accroître le risque de défauts corrélés.

Par ailleurs, le développement du marché du crédit privé et l'accumulation de capitaux à investir ("poudre sèche") ont conduit à renforcer la concurrence entre prêteurs. Plusieurs acteurs du marché mentionnent que le développement de BDC perpétuelles, à levées de fonds continues, contribue à renforcer cette concurrence car, contrairement aux fonds classiques, les capitaux collectés sont immédiatement disponibles. Dans ces circonstances, les gestionnaires d'actifs non cotés ont pu être amenés à assouplir leurs critères d'octroi de financements, en réduisant par exemple le nombre de clauses financières (*covenants*) associées aux opérations de taille intermédiaire¹⁷⁴, rapprochant les modalités de ces financements des conditions des prêts syndiqués bancaires. Cet appétit pour le risque est confirmé par la compression récente des spreads sur ces transactions qui s'affichent désormais rarement au-dessus de SOFR + 500 points de base, en nette baisse depuis 2024.

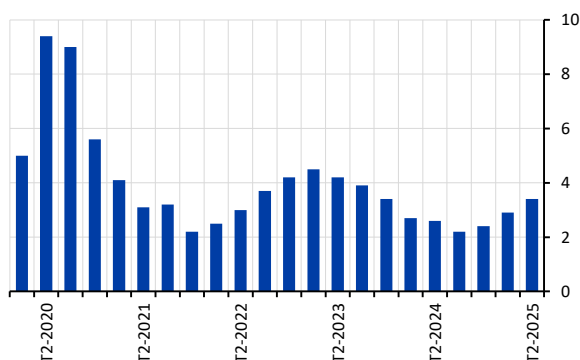
Dans le même temps, des facilités de remboursement des prêts et de paiement des intérêts se sont développées, telles que la capitalisation des intérêts ou « *payment-in-kind* » (PIK). Les PIK peuvent avoir lieu dès l'origination du prêt, permettant d'augmenter le levier associé à la transaction, ou en cas de difficulté de remboursement du débiteur pour éviter un défaut. Ces facilités constituent des gages de compétitivité pour les prêteurs privés, mais elles peuvent également contribuer à masquer le risque de crédit et à retarder des défauts, particulièrement lorsqu'elles sont mises en œuvre de manière discrétionnaire au cours du contrat. Ainsi, si les défaillances sur les crédits privés demeurent inférieures à 1,5 % des encours aux États-Unis, le taux de défaillance incluant les défauts sélectifs (c'est-à-dire la restructuration des prêts, les défaillances sur les *covenants* et le recours au PIK) est supérieur à 4 % (cf. graphique 2.7). Par ailleurs, l'environnement macroéconomique incertain contribue à accentuer les difficultés de certaines sociétés débitrices, exposant les véhicules de crédit privé à un risque de crédit accru.

¹⁷³ Deloitte (2025), *Private Debt Deal Tracker Europe*, automne.

¹⁷⁴ Les opérations les plus importantes ne sont généralement pas soumises à des *covenants*.

Graphique 2.6 : Taux de défaillance sur les *covenants* des prêts directs (*direct lending*) en Europe

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

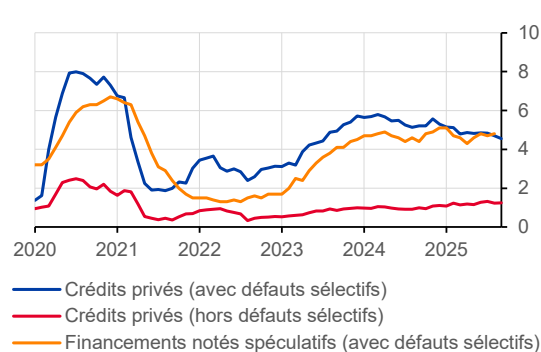


Source : Lincoln International.

Dernier point : deuxième trimestre 2025.

Graphique 2.7 : Taux de défaillance sur les crédits privés et les financements de catégorie spéculative aux États-Unis

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



Note : les défauts sélectifs incluent les défaillances sur les *covenants* et le recours par l'emprunteur à la capitalisation des intérêts (*payment-in-kind*).

Source : S&P Global.

Dernier point : septembre 2025.

Dans ce contexte, la complexification des stratégies de financement employées par les fonds de crédit privé est susceptible de masquer des vulnérabilités des débiteurs. Des événements récents de crédit aux États-Unis (encadré 2.3) ont mis en avant les risques liés à l'usage de financements hors-bilan opaques, l'importance du maintien de critères stricts pour l'octroi de crédit et de la transparence sur ce marché.

Encadré 2.3 : Les faillites de First Brands et Tricolor : risques associés au manque de transparence dans le crédit privé

Par Edith STOJANOVIC

Fin septembre 2025, les faillites successives aux États-Unis du concessionnaire automobile Tricolor, spécialisé dans les financements subprimes, et du fournisseur de pièces automobiles First Brands ont souligné certaines vulnérabilités associées au marché du crédit et aux interconnexions croissantes entre les acteurs bancaires et non bancaires. Ces deux entreprises américaines ont eu recours à de multiples financements de plusieurs natures fournis par des acteurs bancaires (par l'intermédiaire de prêts syndiqués et des lignes de crédit) et du crédit privé, dont une partie par des financements collatéralisés de façon supposément frauduleuse. Les financements collatéralisés (désignés par la stratégie d'*asset-based finance*) sont adossés à des actifs réels de tous types, qui peuvent ainsi s'appuyer sur des infrastructures, des inventaires ou des machines, mais également sur des mécanismes d'affacturage ou d'affacturage inversé, dans lequel une entreprise propose une solution d'affacturage à ses fournisseurs pour leurs créances. Lorsque First Brands s'est déclarée en faillite après avoir échoué à refinancer sa dette, le niveau de celle-ci s'élevait à 6 milliards de dollars, mais l'entreprise était également débitrice d'environ 6 milliards de dollars obtenus par des financements hors-bilan adossés à des factures, des expositions largement sous-estimées par les prêteurs et pour lesquelles First Brands est accusée de fraude. Tricolor est accusée d'avoir utilisé plusieurs fois les mêmes actifs comme collatéral pour obtenir des financements auprès de banques et de fonds de crédits privés.

Ces deux faillites ne sont pas uniquement liées à des acteurs du crédit privé, et se sont propagées au sein du système financier en raison des expositions croisées. Plusieurs banques ont été touchées, notamment J.P. Morgan et Barclays, exposées à la dette de Tricolor pour respectivement 200 millions et 110 millions

de dollars. Certaines banques ont également été touchées par l'intermédiaire de leurs véhicules de crédit privé. Un fonds de Jefferies était ainsi exposé à 715 millions de dollars de factures dues ou recevables par First Brands ; un fonds de crédit privé d'UBS l'était à hauteur de 500 millions de dollars. De nombreux gestionnaires d'actifs étaient aussi exposés par des crédits ou par la détention de tranches de *collateralized loans obligations* (CLO), des titres adossés à des portefeuilles de prêts à effet de levier syndiqués. La dette de First Brands était ainsi présente dans 43 % des CLO américains¹⁷⁵. Le niveau d'exposition par CLO était le plus souvent modéré, même s'il dépassait 1 % du portefeuille de CLO dans treize cas. Si les coussins de sur-collatéralisation ont permis de compenser la perte encourue sur ces opérations, ces événements ont mis en avant les risques de contagion liés à la forte dispersion de la dette de ces entreprises au sein de l'écosystème financier, du fait de la capacité de ces acteurs à s'endetter par plusieurs canaux, auprès de nombreux acteurs, avec des conditions d'octroi très souples.

Ces deux événements illustrent les vulnérabilités associées à des stratégies d'endettement reposant sur des financements complexes et opaques, dans lesquels plusieurs créanciers n'ont pas pu avoir une vision exhaustive des engagements de leurs débiteurs. Le cas First Brands souligne en particulier l'importance de garantir la transparence et la bonne information des prêteurs dans un système d'affacturage. En France et en Europe, cette stratégie est majoritairement prise en charge par les banques et leurs filiales¹⁷⁶, et ne fait pas l'objet d'une forte demande adressée aux fonds de crédit privé. Cela appelle plus largement à une stricte sélection des investissements et à un suivi de la qualité des collatéraux dans le segment plus large du financement d'actifs (*asset-based finance*). Cette stratégie de crédit privé, qui peut recouvrir une grande variété de collatéral, est perçue comme un relais de croissance important pour le marché du crédit privé par de nombreux acteurs du marché, même si elle reste encore peu développée en France. Si ces deux faillites sont restées isolées et n'ont pas été suivies par une vague de défauts d'entreprise, elles illustrent les vulnérabilités de stratégies de financements complexes en fort développement, et les interconnexions croissantes entre acteurs.

Une certaine résilience du crédit privé à travers les cycles

Le crédit privé, dans sa forme traditionnelle, est perçu comme moins sensible aux fluctuations économiques à court terme que le marché du crédit bancaire et des crédits syndiqués ou que les marchés obligataires. En effet, en raison d'un horizon d'investissement plus long que celui des investisseurs de ces segments, qui se double d'une grande quantité de capitaux non déployés (*dry powder*), les véhicules fermés de crédit privé peuvent fournir des financements sans subir de retraits ou de dévalorisation avant l'échéance fixée initialement. Ceci a par exemple permis à ces acteurs de continuer à fournir des financements en mars 2020 pendant la crise sanitaire, lors d'une contraction importante des octrois de crédit bancaire et des émissions obligataires¹⁷⁷. Par ailleurs, le crédit privé a montré une certaine résilience lors de la période de resserrement monétaire qui a démarré en 2022, et il a gagné des parts de marché par rapport au crédit bancaire syndiqué pendant cette période, s'y substituant en grande partie pour le financement des LBO. Cette évolution s'est toutefois assortie de spreads plus élevés pour ces financements pendant cette période (environ deux tiers des financements de LBO se faisaient en 2022 au-dessus du seuil SOFR + 600 points de base, une proportion inférieure à 10 % aujourd'hui).

Les évolutions récentes du crédit privé sont toutefois susceptibles d'accroître la vulnérabilité de ce secteur et de ses emprunteurs à un retournement économique. En premier lieu, le recours croissant à des véhicules semi-liquides dans l'objectif de capter les investissements de la clientèle de détail expose les fonds de crédit privé à des rachats, bien que ceux-ci soient généralement limités par des outils de gestion de la liquidité. Malgré un niveau élevé de capitaux non déployés (29,3 % au niveau mondial d'après PitchBook), une vague

¹⁷⁵ Fitch Ratings (2025), « [US BSL CLO default exposure rises again after First Brands default](#) », 10 octobre.

¹⁷⁶ Banque de France, « L'affacturage », *Le Référentiel des financements des entreprises*, [fiche 422](#).

¹⁷⁷ Fonds monétaire international (2024), « The rise and risks of private credit », *Global Financial Stability Review*, avril.

de rachats pourrait conduire les fonds à tirer sur leurs lignes de crédit bancaire pour faire face aux demandes, transmettant ainsi le choc au secteur bancaire. Par ailleurs, le levier en hausse des fonds de crédit privé les rend vulnérables à la disponibilité des crédits bancaires.

Dans sa forme et son volume actuels, le crédit privé n’a pas été soumis à un choc permettant d’évaluer ses implications pour le système financier à travers les cycles. En matière de stabilité financière, il conviendrait de pouvoir évaluer dans quelle mesure les risques de crédit et de liquidité auxquels sont exposés les prêteurs privés seraient susceptibles d’être transférés au bilan des banques et des assureurs en cas de choc. La variété, la complexité et l’opacité des interconnexions entre les acteurs du crédit privé et le reste du système financier empêche la quantification de tels risques à ce stade, mais un exercice de test de résistance centré sur un scénario affectant les marchés privés pourrait permettre de mieux les comprendre.

Une diversification du marché avec l’émergence de nouveaux segments, portée par les besoins d’investissements dans le secteur de l’intelligence artificielle

Plusieurs acteurs du marché anticipent une accélération de la stratégie de financements adossés à des actifs réels (*Asset-based lending* ou ABL). Cette stratégie repose sur des prêts garantis par des actifs réels, tels que l’immobilier, les avions ou les infrastructures mais aussi des actifs immatériels, comme les droits musicaux. L’ABL est considérée comme une option plus sécurisée que le prêt direct sans garantie, et son développement est activement ciblé par les plus gros gestionnaires de crédit privé qui ont développé des structures pour octroyer ces produits complexes. C’est une stratégie encore peu développée en France, où elle constitue environ 1 % des levées de fonds¹⁷⁸, et où elle prend souvent la forme de contrat de location-bail, où des fonds louent des actifs (des machines ou des infrastructures par exemple) aux entreprises. Le développement de cette stratégie est susceptible de complexifier l’analyse des risques auxquels sont exposés les prêteurs (cf. encadré 2.3).

L’essor des investissements en intelligence artificielle (IA) et dans les centres de données est devenu un moteur considérable de cette nouvelle demande de dette structurée, créant de nouveaux « foyers de dette » (*debt hotspots*) caractérisés par des actifs illiquides. La demande soutenue en dette d’infrastructures, directement liée au développement rapide des centres de données, est un facteur susceptible de porter la demande pour l’ABL et d’autres financements privés. De fait, les émissions de dette par les très grandes entreprises de la technologie et de l’IA ont fortement accéléré en 2025 : entre septembre et octobre 2025 seulement, 75 milliards de dollars de dette de qualité Investment Grade ont été émis par ce secteur (incluant 30 milliards de dollars de Meta et 18 milliards de dollars d’Oracle). Par ailleurs, l’activité de crédit privé direct lié à l’IA aurait presque doublé au cours des douze mois précédant novembre 2025, illustré par un accord record de 27 milliards de dollars conclu par Meta avec la société de gestion Blue Owl Capital, pour financer un centre de données, utilisant une structure complexe pour maintenir la dette hors bilan. Ces stratégies de financement incluent souvent des modalités hybrides, incluant des financements par dette et par actions.

¹⁷⁸ D’après France Invest, Activité des fonds de dette privée en 2024.

Conclusion

Pour assurer la résilience d'un marché du crédit privé en plein essor, plusieurs axes d'action apparaissent prioritaires, à commencer par la transparence. Une amélioration substantielle de la disponibilité des données pour les acteurs du marché et pour les autorités est essentielle afin de réduire les asymétries d'information et de mieux cartographier l'exposition, que ce soit au niveau des portefeuilles des fonds, des flux transfrontaliers ou des liens entre banques et entités non bancaires. Cette amélioration de la transparence doit permettre aux parties prenantes d'établir une vision d'ensemble des risques auxquels elles sont exposées. C'est un enjeu notamment pour les banques, qui peuvent être exposées à cet écosystème à plusieurs niveaux. Alors que la résilience du marché n'a pas été éprouvée en période de tension prolongée, l'accroissement des vulnérabilités liées aux asymétries de liquidité et au levier nécessite un suivi renforcé. Une attention particulière doit être portée au risque de liquidité des fonds, notamment pour les structures destinées à la clientèle de détail, afin de s'assurer de leur capacité à faire face à des demandes de rachat dans un environnement dégradé. Dans l'Union Européenne, le cadre ELTIF 2 prévoit des exigences de gestion des risques de liquidité. Son fonctionnement devra être suivi attentivement avec le développement de ces produits. Enfin, la complexité croissante des modalités de financement des fonds de crédit privé, principalement aux États-Unis, avec des émissions des produits structurés, appelle un renforcement du cadre applicable aux méthodologies de notation et une coopération internationale étroite, compte tenu du caractère transfrontalier du marché.

Annexe technique sur la titrisation

Définitions

Transferts de risques significatifs

Les transferts de risques significatifs (SRT) désignent les opérations de titrisation reconnues par le superviseur prudentiel bancaire compétent et permettant pour la banque une décharge en capital réglementaire requis. Les articles 244 et 245 du cadre réglementaire actuel (*Capital Requirements Regulation*, CRR) précisent ces critères et les modalités aux termes desquelles le transfert de risque significatif pourra être reconnu. Deux tests mécaniques sont en pratique fréquemment utilisés, dépendant de la structure retenue pour la transaction, avec alternativement : le test « mezzanine », par lequel l’initiateur devra avoir cédé au moins 50 % des montants d’exposition pondérés de toutes les positions de titrisation mezzanine existant dans l’opération ; ou le test « de première perte », par lequel l’initiateur devra avoir cédé au moins 80 % de la valeur exposée au risque de la tranche de première perte.

Cadre européen STS

Une part croissante des émissions de titrisations SRT remplit également les critères du label européen « Simple, Transparent, Standard (STS)¹⁷⁹ ». En vigueur depuis 2021, ce label garantit que l’émission respecte plusieurs critères cumulatifs et assure ainsi aux investisseurs un haut niveau de qualité et de standardisation dans la structuration des opérations ainsi qu’une transparence encore renforcée par la mise à disposition d’informations additionnelles. La reconnaissance de ce label apporte ainsi des bénéfices prudentiels aux banques qui investissent dans ce type de produit par une charge en capital réduite et un traitement en liquidité amélioré. Ces émissions représentent 88 % des émissions des banques françaises contre 51 % pour les autres banques du mécanisme de supervision unique (MSU) en 2025.

Titrisation « true sale » ou synthétique

Les deux définitions précédentes sont susceptibles de s’appliquer aux deux catégories de titrisation évoquées dans l’encadré 1.4:

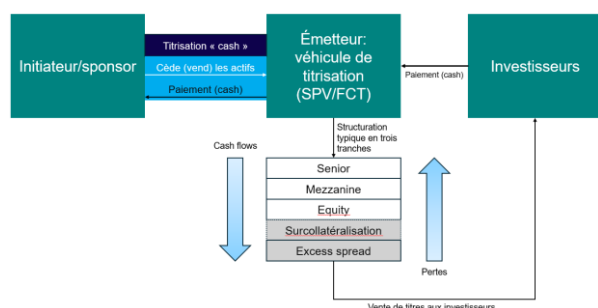
- **Les opérations dites « cash » ou « true-sale »**, par lesquelles les initiateurs constituent un pool d’actifs financiers (prêts, créances), ensuite cédé à une entité ad hoc (typiquement, un véhicule constitué à cette fin¹⁸⁰) qui finance l’acquisition du pool par l’émission de titres de dette négociables de plusieurs niveaux de séniorité. Lors de la vie de l’opération, les flux de trésorerie générés par les actifs sous-jacents sont perçus par le véhicule et redistribués aux investisseurs ayant acquis les titres en fonction de la séniorité des tranches. Dans cette configuration, le risque de crédit porté originellement par l’initiateur est ainsi transféré – au moins en partie – aux investisseurs ayant acquis les titres nouvellement émis, ce qui permet également le refinancement de l’initiateur.
- **Les opérations synthétiques**, aussi connues sous l’appellation « on-balance » dans lesquelles les actifs financiers restent inscrits au bilan de l’initiateur, et pour lesquelles le risque de crédit lié à l’exposition sous-jacente est transféré aux investisseurs par le recours à des dérivés de crédit ou à des garanties financières. Ces opérations peuvent être réalisées sans recours à un véhicule ad hoc, diminuant ainsi les coûts de structuration, et peuvent être menées sous format privé, préservant ainsi la confidentialité de l’opération et les relations commerciales établies par l’établissement initiateur. Ces opérations peuvent se faire alternativement par le recours à une protection de crédit financée ex

¹⁷⁹ Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil sur la titrisation (SECR).

¹⁸⁰ On parle le plus souvent de *special purpose vehicle* (SPV) ou de *securitisation special purpose entity* (SSPE).

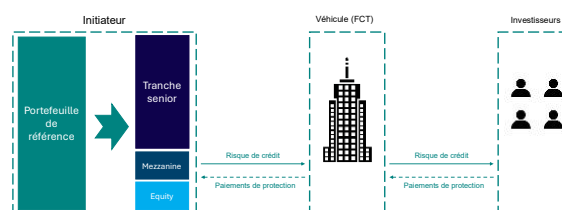
*ante*¹⁸¹, ou par une protection de crédit non-financée¹⁸². Une protection de crédit financée désigne les cas où le fournisseur de la protection a sécurisé celle-ci par du collatéral. Le cadre réglementaire européen exige explicitement une protection de crédit financée – hors cas spécifique des garanties supranationales ou multilatérales – pour les opérations STS. Les opérations de titrisation synthétique font partie des outils dont disposent les banques pour gérer leur risque de crédit, avec notamment des *credit default swaps* (CDS), des garanties financées ou de l'assurance-crédit. À la différence d'un CDS, qui transfère l'intégralité du risque de crédit d'une exposition donnée, la titrisation synthétique permet de répartir le risque d'un portefeuille d'actifs en plusieurs tranches, dont certaines sont conservées par la banque tandis que d'autres sont transférées aux investisseurs.

Schéma A.1 : Schéma d'une opération de titrisation true sale



Sources : FSB, ACPR.

Schéma A.2 : Schéma d'une opération de titrisation synthétique



Note : à des fins de simplification, ce schéma illustre une opération de titrisation synthétique sans collatéral (i.e. situation d'une garantie non-financée).

Source : ESRB.

Description du marché

Dynamisme des émissions

Le dynamisme des émissions (cf. graphique A.1) évoqué dans l'encadré 1.4 se traduit par une hausse de l'encours de titrisation SRT, qui s'établit à 558 milliards d'euros pour les banques de la zone euro (dont 152 milliards d'euros pour les établissements français) au premier semestre 2025 contre 339 milliards d'euros en 2021. Par ailleurs, les émissions de SRT synthétiques des banques de la zone euro représentent 58 %¹⁸³ des émissions mondiales de titrisation synthétique.

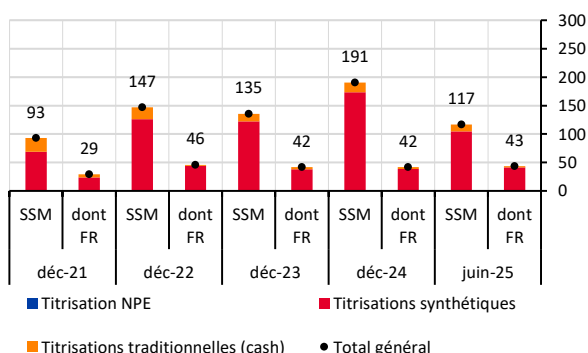
¹⁸¹ En pratique, le plus souvent, via émission d'obligations adossées au risque de crédit (*Credit-Linked Notes*, CLN). Une CLN est un instrument qui transfère à l'investisseur un risque de crédit, généralement via un contrat de dérivé de crédit inclut dans le montage, mais parfois au moyen d'une garantie ou d'un autre contrat de transfert de risque, de sorte que le remboursement dépend de la survenance d'un événement de crédit. Ces protections de crédit sont financées par le produit de l'émission payé par les investisseurs.

¹⁸² En pratique, par prise de garanties non-financées ou recours à des produits dérivés.

¹⁸³ Source : International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM).

Graphique A.1 : Émissions SRT par type d'opérations

x : / y : année d'émission sur montants émis (en milliards d'euros)



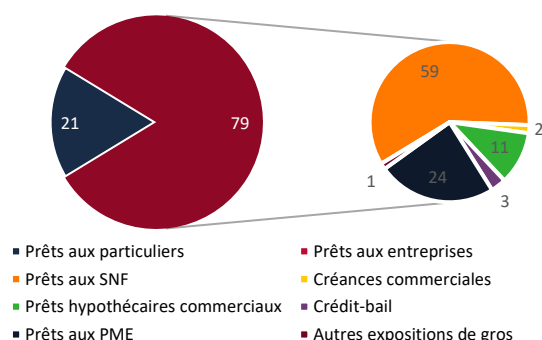
Note : les émissions incluent l'ensemble des tranches, y compris celles qui ne sont pas retenues par l'établissement.

Source : Remises réglementaires COREP

Dernier point : troisième trimestre 2025

Graphique A.2 : Type de contrepartie des prêts composant les titrisations SRT de l'échantillon des vingt-trois banques de la zone euro

en % du total de prêts dans des SRT



Note : le diagramme de gauche présente la répartition entre prêts aux particuliers et prêts aux entreprises. Le diagramme de droite détaille la ventilation des prêts aux entreprises.

Source : Remises réglementaires COREP.

Dernier point : troisième trimestre 2025

Actifs sous-jacents

Les expositions sous-jacentes aux titrisations SRT émises sont largement composées de prêts aux entreprises, à 79 % en juin 2025 pour l'ensemble des banques du MSU (cf. graphique A.2). Les expositions sous-jacentes restantes, constituées de prêts aux ménages, regroupent majoritairement des prêts à la consommation (9,4 % des expositions totales) et des crédits hypothécaires (7,3 % des expositions totales). Si la majorité des contreparties ayant contracté des prêts qui ont été titrisés est européenne, une part importante provient des Etats-Unis (21 % pour les autres banques européennes ; 6 % pour les banques françaises), exposant les investisseurs de la zone euro au risque de crédit outre-Atlantique.

Le portefeuille de créances sous-jacentes présente un niveau faible taux de défaut¹⁸⁴, en baisse pour les banques de la zone euro entre 2023 et 2025 (– 0,5 point de pourcentage, à 1,7 %). La prédominance des prêts aux entreprises dans l'encours titrisé s'explique notamment par la volonté des banques de renforcer leur gestion du capital, ces prêts étant soumis à des pondérations plus élevées dans le calcul des exigences de fonds propres. La titrisation répond aussi à une logique de gestion du risque : elle permet de transférer une partie du risque de crédit et donc de réduire l'exposition à des classes de risque spécifiques, tout en maintenant la relation commerciale avec le client, effet qui se révèle particulièrement important pour les prêts aux entreprises.

Vérification du transfert de risque par le superviseur

Le modèle réglementaire européen conditionne explicitement la décharge en capital permise par l'opération de SRT à une validation *ex ante* du superviseur compétent, le MSU dans la plupart des cas compte tenu de la taille des établissements concernés. Cette approche constitue une singularité du dispositif européen : elle n'est pas prévue par les standards bâlois et n'est de fait pas mise en place dans toutes les juridictions. Elle a pour effet de renforcer mécaniquement en plus des autres dispositifs, notamment le *supervisory review and evaluation process* (SREP), la capacité de supervision et de droit de regard des autorités compétentes européennes sur les opérations offrant droit à une décharge en capital. Par ailleurs, les exigences

¹⁸⁴ Le taux de défaut n'inclut pas les titrisations de prêts non performants.

réglementaires encadrant les conditions d'octroi des prêts titrisés¹⁸⁵ imposent aux originateurs d'appliquer aux expositions titrisées les mêmes critères et procédures à l'octroi de crédit que pour les expositions non titrisées, ce qui réduit l'aléa moral. Celui-ci est encore atténué par la proportion importante d'expositions titrisées conservées par les banques de la zone euro (21 % au premier trimestre 2025), largement supérieure au seuil réglementaire de 5 %¹⁸⁶.

Suivi des interconnexions associées au développement de la titrisation

Les titrisations SRT sont le plus souvent réalisées dans le cadre de placements privés¹⁸⁷, ce qui rend le suivi global du marché plus complexe pour les autorités (95 % de placement privé pour les banques françaises). Cela s'explique notamment par la prédominance des titrisations synthétiques négociées de manière bilatérale entre une banque et les fournisseurs de protection¹⁸⁸.

Les interconnexions associées aux titrisations demeurent difficiles à mesurer précisément. Parmi les investisseurs dans les opérations de titrisation synthétique, on trouve des acteurs de l'intermédiation financière non-bancaire (NBFi) comme des fonds d'investissement, notamment des fonds de crédit, des organismes d'assurance et des fonds de pension. Certains investisseurs en titrisation synthétique ont recours à du financement bancaire, notamment sous forme de repo, ce qui augmente le levier sur le marché et renforce les interconnexions entre les banques et ces intermédiaires non bancaires. Les acteurs du secteur public ou parapublic, l'*European Investment Fund* (EIF) en tête, constituent des investisseurs importants sur les titrisations synthétiques en Europe. L'action de ce type d'investisseurs répond à un objectif explicite de soutien du financement de l'économie par le crédit bancaire : en permettant une réduction des exigences en capital des banques, ces investissements leur permettent d'octroyer de nouveaux crédits.

¹⁸⁵ Article 9 du Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil sur la titrisation (SECR).

¹⁸⁶ Article 6 du règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil sur la titrisation (SECR).

¹⁸⁷ Un placement privé désigne une opération de titrisation dans laquelle les titres ne sont pas proposés au public, mais placés directement auprès d'un nombre restreint d'investisseurs qualifiés. Ce format permet une structuration sur mesure et une confidentialité accrue. Il facilite également le maintien de relations à long terme entre la banque originatrice et des investisseurs expérimentés. Dès lors, un placement privé peut contribuer à répondre plus efficacement aux exigences de transfert significatif du risque de crédit.

¹⁸⁸ Selon le règlement (UE) 2016/867, le fournisseur de protection est la contrepartie qui accorde une protection contre un incident de crédit contractuellement couvert et qui supporte le risque de crédit de cet incident. Ce transfert de risque peut être réalisé à travers par exemple un CDS.

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

Frédéric GUÉVEL ; Gabriel CHEMAIN ; Lucas DEVIGNE

Comité éditorial

Frédéric AHADO ; Cyrille AMAND ; Jade AL YAHYA ; Cynthia ANGELIER ; Amandine ARAUJO ; Pierre BERTHONNAUD ; Thomas BOGLINO ; Aurélie BONEL ; Numa BOSC ; Jean-François BOUSCASSE ; Claire BROUSSE ; Émilie CANDUS ; Thomas CHEILAN ; Émilie DA SILVA ; Annabelle DE GAYE ; Étienne DE L'ESTOILE ; Grégoire DESBROSSES ; Lucas DEVIGNE ; Thomas FERRIERE ; Raphaël GORRAND ; Paola GRYPARIS ; Frédéric GUÉVEL ; Déborah HADDAD ; Jonas HEIPERTZ ; Robin HORRI ; Caroline JARDET ; Pascal JOURDAIN ; Tristan JOURDE ; Jules JOYEZ ; Lisa KERDELHUÉ ; Sandrine LECARPENTIER ; Brieuc LEVENÉ ; Aubert MASSENGO ; Thibaut PIQUARD ; Clara PONS MOURÉOU ; Camille RIESI ; Nicolas RIGAUDIERE ; Martin SAILLARD ; Matthieu SEGOL ; Dilyara SALAKHOVA ; Alice SCHWENNINGER ; Edith STOJANOVIC ; Johan TRICOT ; Alexandre ULKU ; Floris VAN DIJK ; 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

Janvier 2026
ISSN 3076-0739 (en ligne)

Internet

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