

# Rapport sur la stabilité financière

JUIN 2026



# SOMMAIRE

---

<b>VUE D'ENSEMBLE</b>	<b>2</b>
<b>MESURES DES AUTORITÉS</b>	<b>7</b>
<b>1. CHAPITRE TRANSVERSE</b>	<b>10</b>
1.1 Le conflit au Moyen-Orient renforce les vulnérabilités attachées à des trajectoires d'endettement souverain dégradées	10
1.2 Le conflit au Moyen-Orient accroît le risque de correction désordonnée des marchés	21
1.3 Les sociétés non-financières ont des marges de manœuvre réduites dans un contexte de vulnérabilités persistantes et de risque macroéconomique	36
1.4 Les banques et les assureurs demeurent résilients dans un environnement incertain	48
1.5 La forte détérioration de l'environnement géopolitique est susceptible de renforcer les risques structurels à travers une hausse du cyber-risque et une mise en exergue de la dépendance énergétique européenne	60
<b>2. LE MARCHÉ DES PENSIONS LIVRÉES : PILIER DE LA LIQUIDITÉ SOUVERAINE ET DÉFIS POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE</b>	<b>67</b>
2.1 Le marché du <i>repo</i> constitue un pilier de financement et assure la liquidité des marchés souverain	68
2.2 Des vulnérabilités croissantes liées au levier, aux pratiques de marché et à l'intermédiation	76
2.3 Renforcer la résilience du marché du <i>repo</i> : instruments, limites et cadre macroprudentiel	86
Conclusion	94
Lexique	95

## Vue d'ensemble

**Le système financier français continue de faire preuve de résilience face à l'accumulation des chocs depuis 2020 et doit aujourd'hui faire face aux conséquences de la guerre en Iran.** Depuis son déclenchement, le 28 février, le conflit au Moyen-Orient s'est traduit par un choc d'offre négatif sur les marchés de matières premières, à la suite en particulier du blocage du détroit d'Ormuz, qui voyait transiter environ 20 % de la consommation mondiale d'hydrocarbures. La libre circulation des navires dans des conditions de sécurité satisfaisantes n'était toujours pas rétablie au 12 juin.

**Ce choc sur les matières premières est toutefois survenu dans un contexte différent de celui de 2022, avec des réserves d'hydrocarbures nettement supérieures à ce qu'elles étaient à l'époque.** Ce facteur explique la relative modération des hausses des cours du pétrole brut, à laquelle a également contribué une réduction importante de la demande depuis le début du conflit, particulièrement marquée dans les économies d'Asie de l'Est. Pour le gaz naturel liquéfié (GNL), le choc a également été bien moindre que celui qui avait résulté de l'invasion russe de l'Ukraine. La baisse de la demande survenue depuis 2022 en Europe et l'augmentation mondiale des capacités de liquéfaction ont constitué d'autres facteurs de modération des prix.

**Néanmoins, les tensions sur les prix des matières premières ne se limitent pas aux seuls hydrocarbures, et elles ont conduit à une hausse des prévisions d'inflation.** Selon le scénario central des prévisions macroéconomiques de juin de la Banque de France, l'inflation en France serait portée à 2,5 % en 2026, contre 0,9 % en 2025 (en hausse de 0,8 point de pourcentage par rapport aux prévisions intermédiaires de mars). Dans ce contexte, les opérateurs anticipent un resserrement de la politique monétaire conduite par l'Eurosystème, et les marchés intégraient au 12 juin 2026, après la décision du Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème de remonter ses trois taux directeurs de 25 points de base (pb), entre une et deux hausses de taux supplémentaires de 25 pb d'ici la fin d'année.

### La hausse des taux d'intérêt à long terme dans les pays du G7 accroît les vulnérabilités liées aux finances publiques

**Les anticipations de hausse des taux directeurs en zone euro ont contribué à une augmentation des taux souverains, sans toutefois provoquer de hausse notable de la prime de risque française.** Le rendement de la dette souveraine française à dix ans s'élève à 3,75 % au 12 juin, en hausse de plus de 40 pb depuis le début de la guerre, mais le *spread* à dix ans entre le taux des obligations assimilables au Trésor (OAT) et celui du Bund allemand n'a augmenté que de 8 pb sur cette même période. La stabilité de la prime de risque française est à mettre en relation avec une demande toujours élevée pour la dette souveraine française, historiquement ainsi que relativement aux autres pays européens, mais qui doit absorber la hausse des besoins de financement.

**En l'absence de réduction du déficit budgétaire à 5 % ou moins, les facteurs de soutien dont bénéficie la dette souveraine française pourraient davantage s'éroder,** avec le risque de nouvelles baisses de notation par les agences. Un tel scénario risquerait de se traduire par une hausse de la volatilité et par une réduction de la liquidité sur le marché obligataire souverain français, potentiellement amplifiées par des acteurs aux stratégies d'investissement de court terme et procycliques, tels que les fonds spéculatifs. Ces derniers sont notamment présents sur le marché des pensions livrées, où ils développent des stratégies d'arbitrage à fort effet de levier sur les OAT.

**Le chapitre thématique de ce rapport analyse le fonctionnement du marché des pensions livrées et l'émergence de vulnérabilités liées au rôle croissant des fonds d'investissement.** Cette dynamique accroît le risque de mouvements brusques sur les prix et favorise l'émergence de canaux de contagion vers le reste du système financier en cas de raréfaction soudaine de la liquidité. Ces fragilités sont exacerbées par la concentration des opérations autour d'un nombre réduit d'acteurs, la prédominance des échéances à très court terme, et une application des mécanismes de gestion des risques (décotes et appels de marge) parfois insuffisants et susceptibles de se révéler procycliques en cas de choc.

**Une détérioration importante des conditions de financement sur la dette souveraine pourrait se transmettre aux banques et aux entreprises françaises.** 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 une condition indispensable pour maintenir de bonnes conditions de financement pour l'ensemble des acteurs économiques.

**En juin, l'environnement inflationniste pesait déjà sur les finances publiques françaises.** De nombreuses dépenses sont indexées sur l'inflation (retraites, allocations familiales...), et plus directement une partie de la charge de la dette via les obligations indexées (un dixième de la dette française). S'agissant des recettes, le ralentissement de la consommation tend globalement à réduire les assiettes fiscales, directement comme dans le cas des accises sur les carburants, qui dépendent des volumes vendus, et plus généralement via la baisse de l'activité. Même si, à début juin, les aides financières à destination des ménages et des entreprises sont restées ciblées et n'ont augmenté les dépenses publiques que de manière très mesurée, l'impact du conflit en Iran sur le déficit budgétaire en 2026 sera non négligeable.

**Les marchés d'actifs risqués, notamment les actions américaines, restent vulnérables à un brusque retournement du sentiment des investisseurs**

**La guerre en Iran n'a provoqué qu'une correction modérée et temporaire des marchés d'actions qui a rapidement été rattrapée.** Après des baisses notables sur les quatre premières semaines du conflit, les marchés d'actions ont amorcé un rebond, notamment sur les valeurs technologiques aux États-Unis. Dans ce contexte, les marchés d'actions, et plus particulièrement les indices américains, qui sont toujours très largement tirés par quelques valeurs technologiques, conservent des ratios de valorisation et de concentration historiquement élevés, ce qui les rend vulnérables à un brusque retournement du sentiment des investisseurs. Une révision des perspectives de rentabilité des valeurs technologiques pourrait en particulier alimenter une correction désordonnée, avec des effets de débordement vers d'autres marchés.

**L'appétit des investisseurs pour les obligations d'entreprises américaines et, dans une moindre mesure, européennes demeure également élevé.** Le niveau toujours faible des écarts de rendement entre différentes qualités de signature, en dépit du contexte géopolitique et des risques macroéconomiques, pourrait être le signe d'une sous-estimation du risque porté par certains emprunteurs. Le marché européen des obligations d'entreprises a absorbé une vague d'émissions de très grande taille émanant du secteur technologique américain : entre octobre 2025 et mars 2026, près des deux tiers des émissions nettes d'entreprises en euro sont venues de sociétés domiciliées aux États-Unis.

**Le marché du crédit privé, qui a connu une forte croissance au cours des dix dernières années, a traversé une période de turbulence début 2026.** Des inquiétudes ont émergé au premier trimestre 2026 concernant la qualité des crédits octroyés sur ce marché ainsi que la forte exposition des fonds de crédit privé au secteur des logiciels. Elles se sont manifestées par des demandes de rachats élevées de la part de la clientèle de détail dans les fonds semi-liquides de plusieurs grands gestionnaires d'actifs américains. L'exposition croissante du crédit privé au secteur de l'IA rend par ailleurs cette classe d'actifs vulnérable à une révision à la baisse des anticipations de revenus de ce secteur. Les acteurs du crédit privé sont ainsi exposés à deux volets de risques provoqués par le développement de l'IA, le premier portant sur les effets potentiels en cas de mauvaise performance de ce secteur de plus en plus endetté, le second sur les pertes que pourraient subir les fonds exposés au secteur du logiciel en cas de forte concurrence par l'IA. La concentration croissante du marché du crédit privé autour de grandes sociétés de gestion internationales et sa relative opacité sont également de nature à en renforcer les vulnérabilités et nécessitent une amélioration de sa transparence.

**Les acteurs financiers européens et français présentent des expositions limitées au crédit privé, mais ils pourraient être affectés par la contagion à d'autres classes d'actifs en cas de choc.** Ces expositions peuvent passer entre autres par des crédits bancaires, le plus souvent des financements adossés aux actifs des fonds, ou être directes en ce qui concerne les investisseurs, dans le cas des assureurs. En Europe, ces expositions représentent une part très limitée des actifs totaux des banques et des assureurs, lorsqu'on retient une définition stricte du crédit privé.

### **La détérioration de l'environnement international risque de peser sur les petites et moyennes entreprises et sur les ménages à faible revenu**

**La croissance française est pénalisée par le choc d'offre négatif résultant de la crise géopolitique.** Initialement prévue à 0,9 % pour 2026, la croissance est attendue dans les projections de la Banque de France de juin 2026 à environ 0,5 %, en raison d'un premier trimestre décevant, d'un contexte international dégradé et de la résurgence des pressions inflationnistes. Dans ses projections macroéconomiques de juin 2026, la Banque de France présente plusieurs scénarios, cohérents avec ceux que la Banque centrale européenne (BCE) a publiés pour l'Eurosystème le 11 juin dernier. Dans les scénarios défavorable et très défavorable, les prix du pétrole et du gaz ont une trajectoire issue d'une distribution implicite de prix dérivée des options sur les marchés à terme de l'énergie qui suit respectivement le 75<sup>e</sup> percentile et le 95<sup>e</sup> percentile. Ces scénarios correspondent implicitement à un conflit plus durable, avec de fortes tensions sur l'offre mondiale de pétrole et de gaz, que le recours aux stocks disponibles ne serait plus en mesure d'amortir. Le scénario favorable correspond à une baisse plus rapide et plus marquée des prix de l'énergie par rapport aux hypothèses du scénario de base. Dans le scénario défavorable, la France échapperait à la récession sur l'ensemble de l'année 2026, avec une croissance faible mais positive (+ 0,3 %). Dans le scénario très défavorable, la croissance du produit intérieur brut (PIB) serait nulle en 2026, et légèrement négative en 2027 (- 0,1 %), tandis que l'inflation augmenterait sensiblement, pour atteindre 4,0 % en 2026, et 3,9 % en 2027. Enfin, dans le scénario favorable, l'activité et l'inflation bénéficieraient d'une détente un peu plus rapide des prix de l'énergie.

**Les entreprises françaises ont fait preuve de résilience face à l'accumulation des chocs depuis 2020, mais elles sont d'autant plus vulnérables à un choc sur leurs revenus qu'elles ont un niveau d'endettement élevé.** Leur ratio entre service de la dette et EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement) est orienté à la hausse en 2025. Il est supérieur à celui des autres grands pays de la zone euro. Cet écart s'explique par une dette consolidée des sociétés non financières (SNF) plus élevée en part de PIB, tandis que la hausse des taux d'intérêt par rapport à 2021 s'est déjà largement propagée dans leurs bilans.

**Depuis début 2025, les défaillances d'entreprises continuent de progresser et ne peuvent plus être expliquées seulement par le rattrapage constaté après la pandémie.** D'autres facteurs doivent être pris en considération, notamment la hausse des prix de l'énergie et la guerre commerciale. La hausse des défaillances est portée par les entreprises de taille intermédiaire (ETI) ainsi que par les petites et moyennes entreprises (PME), alors que les créations d'entreprises sont concentrées dans les petites entreprises, en particulier les microentreprises.

**Alors que le marché de l'immobilier commercial français montrait des signes de stabilisation en 2025, le début d'année 2026 marque un nouveau ralentissement.** Ce secteur est fortement sensible aux conditions de financement qui influencent les capacités d'investissement des acteurs, ainsi qu'à l'activité économique, qui détermine la demande locative. Le risque de crédit lié à l'immobilier commercial reste néanmoins contenu, du fait d'un taux de défaut limité et du poids très relatif de ce secteur dans le total des actifs des banques et assureurs français. Par ailleurs, les tensions sur la liquidité des fonds d'investissement immobilier semblent progressivement s'atténuer.

**La reprise du marché de l'immobilier résidentiel est également ralentie par la hausse de l'incertitude macroéconomique.** Après un ralentissement de l'investissement des ménages au premier trimestre, la remontée

des taux des crédits aux ménages pourrait continuer de peser sur la demande de crédits à l'habitat. La reprise de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel en France reste par ailleurs moins marquée que dans le reste de la zone euro. Cette progression plus limitée est en partie liée au mode de financement à taux fixe de l'habitat en France, qui induit une certaine inertie ayant retardé la baisse des prix lors de l'épisode de hausse des taux d'intérêt amorcée en 2022. La sinistralité des crédits immobiliers continue d'augmenter de façon modérée, en lien avec l'évolution du taux de chômage, qui connaît une hausse progressive depuis 2023 et atteint son niveau le plus élevé depuis 2021.

### Les banques et les assurances font preuve de résilience dans un environnement incertain

**Les banques françaises peuvent s'appuyer sur un modèle d'affaires diversifié et des expositions limitées aux secteurs les plus sensibles aux prix des énergies fossiles.** En parallèle, l'exposition des établissements bancaires français aux contreparties des pays liés au conflit en Iran apparaît très limitée au premier trimestre 2026. Le risque de crédit aux entreprises et aux ménages tend à augmenter, mais les banques continuent de présenter des résultats en nette amélioration et une situation solide, tant en matière de solvabilité que de liquidité. Par ailleurs, le secteur bancaire français est peu exposé au secteur du crédit privé.

**Le secteur français de l'assurance présente une solvabilité en hausse et largement au-dessus des exigences réglementaires.** Le taux de revalorisation de l'assurance-vie bénéficie de l'amélioration du rendement du portefeuille d'investissement et est soutenu par la mobilisation de la provision pour participation aux bénéficiaires, constituée à partir des résultats financiers des années précédentes. Cette revalorisation a contribué à renforcer l'attractivité des contrats d'assurance-vie auprès des épargnants, permettant à la collecte nette d'atteindre un niveau historiquement élevé, porté à la fois par une progression de la collecte brute et par une diminution des rachats. Après la dégradation observée à la suite du choc inflationniste de 2022, la rentabilité technique de l'assurance-non-vie s'est redressée en 2024 et en 2025, retrouvant un niveau proche de celui d'avant la période de forte inflation. Par ailleurs, les expositions du secteur assurantiel au crédit privé demeurent marginales et constituent pour l'essentiel des actifs de diversification relevant du fonds général des assureurs.

### La matérialisation du risque géopolitique favorise une hausse des risques structurels, notamment des cyber-risques et des dépendances énergétiques

**Le cyber-risque se trouve renforcé par le conflit au Moyen-Orient et la probabilité accrue d'actions de guerre hybride.** L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et la Banque de France n'identifient pas au premier semestre 2026 d'augmentation du nombre de cyberattaques à l'encontre du secteur financier français résultant des tensions géopolitiques actuelles. Cependant, malgré une matérialisation encore limitée sur le périmètre français, la composante géopolitique du cyber-risque se maintient à un niveau élevé. Par ailleurs, l'émergence de modèles d'IA avancés (modèles de pointe, *frontier AI*), permettant d'identifier rapidement des failles critiques et pouvant être utilisés à des fins offensives, reflète un changement structurel qui nécessite des adaptations de la part des institutions financières.

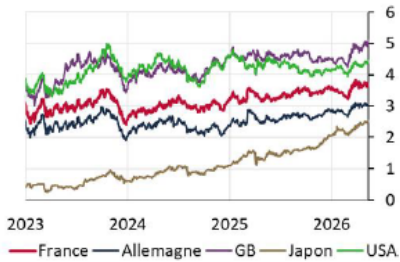
**Les premières conséquences économiques de la guerre en Iran rappellent enfin que la dépendance européenne aux énergies fossiles importées génère un risque inflationniste et d'instabilité financière.** La France a entrepris depuis plus d'une décennie des efforts de décarbonation importants, mais elle demeure confrontée à une double dépendance : d'une part aux énergies fossiles elles-mêmes, et d'autre part aux pays exportateurs de ces ressources. Ces dépendances exposent la France aux aléas géopolitiques, susceptibles de générer des risques économiques et financiers importants. Afin de réduire ces dépendances, la France s'est engagée à diversifier ses approvisionnements énergétiques, tout en poursuivant une stratégie de décarbonation.

# ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS | JUIN 2026

RISQUES CYCLIQUES

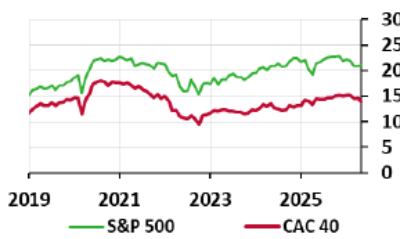
## Crise géopolitique et choc d'offre

### Risques sur les dettes souveraines



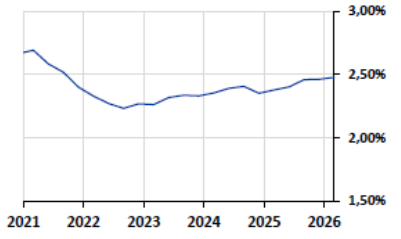
- Évolution des taux souverains à 10 ans
- Dette publique élevée et charge d'intérêt en hausse
  - Réduction de la demande des investisseurs sur la partie longue de la courbe.
  - Niveau de levier sur les titres du Trésor US
  - Liquidité des marchés primaire et secondaire français

### Risque de correction désordonnée des marchés



- Évolution des ratios prix/bénéfices anticipés pour la France et les US
- 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 propagation du choc d'offre



- Part des prêts bancaires non performants (niveau 3) sur l'ensemble des prêts bancaires en France
- Perspectives de croissance révisées à la baisse et tensions inflationnistes
  - Endettement élevé de certaines SNF
  - Vulnérabilités relatives au développement du crédit privé
  - Production électrique décarbonée
  - Faibles niveaux de créances douteuses
  - Solvabilité forte des banques et des assurances

RISQUES STRUCTURELS

### Risques cyber

- Modèles frontières d'IA, exploitation des failles facilitée par les intelligences artificielles
- Tensions géopolitiques
- 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 de gros et de détail

### Risques climatiques

- Exposition aux risques physiques et de transition
- Délais de mise en œuvre des politiques de transition
- Progrès dans la supervision du risque climatique



Perspective d'évolution du risque

- Risque matérialisé
- Risque très élevé
- Risque élevé
- Risque modéré

Vulnérabilités en bleu  
Facteurs de résilience en vert

## Mesures des autorités

**Conformément à son engagement de stabiliser l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme, le Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème a décidé le 11 juin 2026 d'augmenter les trois taux d'intérêt directs de la BCE de 25 pb.** Avec la décision prise le 11 juin, le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face à l'incertitude provoquée par la guerre. Il surveillera de près la situation et suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire.

**En France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) continue de mener une politique macroprudentielle visant à préserver la résilience du système financier.** Lors de sa réunion du 9 juin 2026<sup>1</sup>, le HCSF a souligné la solidité des acteurs financiers français dans un environnement international qui demeure porteur d'incertitudes et de vulnérabilités, notamment en lien avec les risques géopolitiques et les valorisations sur certains marchés financiers internationaux. Au regard de l'environnement économique et financier, et en l'absence de signes de restriction de l'offre de crédit, le taux de la réserve de protection du crédit (coussin de fonds propres contracyclique – *countercyclical capital buffer*, CCyB) demeure fixé à 1 %. Concernant le crédit immobilier résidentiel, la norme encadrant les conditions d'octroi reste en vigueur<sup>2</sup>. L'utilisation de la marge de flexibilité dont bénéficient les établissements bancaires dans le cadre de cette mesure progresse et s'établit à 17,5 % au premier trimestre 2026, demeurant inférieure au plafond réglementaire de 20 %.

**Au niveau européen, la Commission européenne poursuit la mise en œuvre de sa stratégie en faveur de l'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI).** En décembre 2025, la Commission a proposé une réforme du cadre réglementaire des marchés financiers portant sur leur intégration et leur supervision (*market integration package*)<sup>3</sup>. Ce paquet préconise en particulier le transfert à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF/ESMA) de la surveillance directe de plusieurs infrastructures de marché importantes ainsi que des prestataires de services en cryptos et une harmonisation accrue du cadre réglementaire, notamment par la conversion de directives en règlements, afin de limiter les divergences entre États membres. En avril 2026, la BCE a publié un avis<sup>4</sup> dans lequel elle affiche son soutien à cette démarche. Les propositions législatives sont désormais en cours d'examen par le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne. La Commission a également engagé, du 11 février au 19 avril 2026, une consultation sur la compétitivité du secteur bancaire de l'Union européenne<sup>5</sup>. Cette consultation avait pour objet de recueillir des contributions sur les déterminants de la capacité du secteur bancaire européen à soutenir le financement de l'investissement, de l'innovation et de la croissance économique. L'Eurosystème<sup>6</sup>, le Conseil européen du risque systémique (CERS)<sup>7</sup> et les autorités françaises (la Direction générale du Trésor, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et la Banque de France) ont chacun répondu à la consultation. Les réponses alimenteront le rapport de la Commission sur la compétitivité du secteur bancaire qui sera publié à la mi-juillet 2026. Par ailleurs, la Commission a présenté le 18 mars sa proposition relative à EU Inc.<sup>8</sup>, un nouveau régime applicable aux sociétés dans le cadre du 28<sup>e</sup> régime de l'Union européenne. Il vise à faciliter la création et l'activité des entreprises dans le marché unique grâce à une immatriculation rapide et peu coûteuse, des procédures simplifiées et entièrement numériques, ainsi qu'à une attractivité renforcée pour les investisseurs. Enfin, le point d'accès unique européen (*European Single Access Point*, ESAP), créé par le règlement européen du 13 décembre 2023<sup>9</sup> dans le cadre de l'UEI, a été transposé en droit français par l'ordonnance du 28 janvier 2026<sup>10</sup>. L'ESAP prend la forme d'une plateforme numérique destinée à centraliser à l'échelle de l'Union européenne les informations publiques utiles pour les services financiers, les marchés de

<sup>1</sup> HCSF (2026), communiqué de presse de la séance du deuxième trimestre.

<sup>2</sup> Elle impose un taux d'effort maximal de 35 % et une durée de remboursement limitée à vingt-cinq ans (vingt-sept ans dans certains cas spécifiques).

<sup>3</sup> Commission européenne (2025), « [Market integration and supervision package](#) », 4 décembre.

<sup>4</sup> BCE (2026), « [Opinion of the European Central Bank of 9 April 2026 on proposals as regards the further development of capital market integration and supervision within the Union](#) », 28 mai.

<sup>5</sup> Commission européenne (2026), « [Targeted consultation on the competitiveness of the EU banking sector 2026](#) ».

<sup>6</sup> BCE (2026), [Eurosysteem response to the EU Commission's targeted consultation on the competitiveness of the EU banking sector](#), avril.

<sup>7</sup> CERS (2026), [ESRB Response to the European Commission consultation on competitiveness of the EU Banking](#), 17 avril.

<sup>8</sup> Commission européenne (2026), « [La Commission présente la proposition relative à EU Inc.](#) », 18 mars.

<sup>9</sup> [Règlement \(UE\) 2023/2859](#).

<sup>10</sup> [Ordonnance n° 2026-31 du 28 janvier 2026 relative au point d'accès unique européen fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité](#).

capitaux, la durabilité et la diversité. Sa mise en œuvre est progressive à compter de juillet 2026, pour une entrée en pleine application le 10 juillet 2027.

**L'Eurosystème a élaboré des propositions visant à intégrer une dimension macroprudentielle dans les cadres de réglementation et de supervision des institutions financières non bancaires.** Il recommande notamment d'élargir la boîte à outils macroprudentielle avec l'introduction d'un instrument permettant de traiter ex ante les déséquilibres de liquidité dans les fonds ouverts. Par ailleurs, afin de renforcer les capacités de surveillance, l'Eurosystème préconise le développement de tests de résistance à l'échelle du système financier européen, ainsi qu'un renforcement de l'accès aux données et de leur partage centralisé au niveau européen, tout en maintenant la collecte à l'échelle nationale. Enfin, un renforcement du cadre de gouvernance macroprudentiel est proposé avec l'introduction d'un mécanisme de réciprocité et de pouvoirs additionnels de *top-up* à l'Autorité européenne des marchés financiers, en collaboration avec le CERS. La Banque de France, l'ACPR et l'Autorité des marchés financiers (AMF) continuent quant à elles de mener leur premier exercice de stress-test à l'échelle du système financier français<sup>11</sup>. Les objectifs relatifs à l'intermédiation financière non bancaire sont par ailleurs abordés dans le cadre de la présidence française du G7<sup>12</sup>. Un rapport préparé par la Banque de France et la Banque d'Angleterre a été remis au G7 sur les bonnes pratiques en matière de tests de résistance à l'échelle du système financier<sup>13</sup>.

**Au niveau international, le programme de travail 2026 du Conseil de stabilité financière (CSF)<sup>14</sup> est centré sur l'identification des vulnérabilités systémiques et le renforcement de la résilience du système financier.** Depuis le début d'année, ses travaux<sup>15</sup> mettent l'accent sur plusieurs vulnérabilités, en particulier celles qui sont relatives aux marchés de financement à court terme et de pensions livrées (*repo*), ainsi qu'au développement du crédit privé. Dans une lettre aux dirigeants du G20 publiée en avril 2026, le président du CSF met en avant le caractère « *incertain et imprévisible* » de l'environnement financier au niveau mondial, notamment du fait des tensions géopolitiques. Il estime également que l'essor de l'IA peut générer des risques nouveaux pour la stabilité financière et entend poursuivre des travaux sur ce sujet.

**La résilience du secteur bancaire demeure globalement solide, soutenue par les réformes prudentielles, dans un contexte de finalisation de la mise en œuvre de Bâle 3.** À fin septembre 2025, la grande majorité des membres du Comité de Bâle avaient publié ou fait entrer en application les règles finales de Bâle 3<sup>16</sup>. L'Union européenne et les autres juridictions restent engagées dans la mise en œuvre de Bâle 3, qui demeure le standard commun. Aux États-Unis, la proposition récemment réémise, le 19 mars 2026, de mettre en œuvre Bâle 3 (cf. encadré) vise à un réalignement des exigences sur les standards internationaux pour celles qui étaient mieux-disantes, et introduit certaines déviations significatives pour tenir compte des spécificités du système financier et des conditions de financement de l'économie. Ces différences d'approche appellent une attention particulière à la comparabilité des cadres prudentiels et à la cohérence d'ensemble du dispositif. Dans un environnement exposé à des risques multiples, y compris géopolitiques, la solidité du secteur bancaire demeure un élément central de la stabilité financière.

**En matière de risques climatiques, la présidence française du G7 a lancé des travaux sur les impacts économiques des événements climatiques extrêmes et l'assurabilité contre les catastrophes naturelles<sup>17</sup>.** Dans la continuité des travaux menés par les précédentes présidences du G7 et du G20, ces travaux ont pour objectif (i) d'améliorer la compréhension de l'importance économique et financière des risques associés aux phénomènes météorologiques extrêmes et à leurs modes de transmission<sup>18</sup>, et (ii) de promouvoir l'assurabilité contre les

<sup>11</sup> Banque de France (2025), [La Banque de France, l'ACPR et l'AMF lancent un premier exercice de test de résistance sur les interconnexions au sein du système financier](#), 2 octobre.

<sup>12</sup> Communiqué des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G7 (version anglaise)

<sup>13</sup> [Report to the G7 prepared by staff from Banque de France and the Bank of England « System-wide stress testing: takeaways and good practices to date » \(mai 2026\)](#)

<sup>14</sup> CSF (2026), [FSB Work Programme for 2026](#), 3 février.

<sup>15</sup> CSF, [publications](#).

<sup>16</sup> Bank for International Settlements (2025), [RCAP on timeliness: Basel III implementation dashboard](#) », 3 octobre.

17

<sup>18</sup> Le Comité de Bâle se prépare à lancer des travaux similaires.

catastrophes naturelles dans le monde entier, en mutualisant les risques et en développant les capacités du marché privé.

**Le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (*Network for Greening the Financial System, NGFS*) a largement contribué à informer les discussions du G7 sur cette priorité, en publiant en mai 2026 une note technique sur l'impact économique des événements météorologiques extrêmes, fondée sur 31 études de cas de catastrophes naturelles récentes, couvrant l'ensemble des continents et une grande diversité d'événements climatiques (inondations, feux de forêt, épisodes de chaleur). En parallèle, le NGFS a continué d'approfondir ses travaux en matière de politique monétaire<sup>19</sup> et de risques liés à la nature<sup>20</sup>. Enfin, le cadre prudentiel a évolué en Europe depuis janvier 2026, marquant un renforcement des attentes des superviseurs avec la mise en œuvre de nouvelles exigences réglementaires opérationnelles en matière de risque climatique (publication de plans de transition prudentiels robustes, nécessité d'intégration du climat dans la stratégie et la gouvernance des institutions financières, etc.).**

#### **Encadré : La « fin de partie » américaine sur Bâle 3**

Le 19 mars 2026, les agences fédérales américaines ont rendu publique pour consultation une nouvelle proposition relative à la mise en œuvre de l'accord final de Bâle 3 (« Endgame »), avec une entrée en application envisagée à partir de 2028. Cette proposition se substitue au projet présenté en juillet 2023 et traduit une nette inflexion de l'approche envisagée initialement, dans un contexte marqué à la fois par les enseignements tirés des tensions bancaires de 2023 et par la volonté de soutenir la compétitivité du secteur bancaire américain.

D'une part, la proposition américaine conduit à une revue de certaines exigences nationales qui étaient précédemment plus contraignantes que les standards internationaux, notamment en matière de ratio de levier ou de modalités de calcul du coussin applicable aux banques d'importance systémique mondiale. D'autre part, la proposition prévoit d'ajouter un ensemble d'options nationales qui s'écartent plus sensiblement des normes bâloises. Ces aménagements, s'ils étaient retenus in fine, se traduiraient par un allègement marqué des exigences de fonds propres sur certaines activités, notamment celles qui génèrent des revenus hors marge d'intérêt, telles que les activités de marché. Par ailleurs, le traitement prudentiel proposé pour certaines catégories d'actifs – en particulier les financements en actions, les opérations sur dérivés avec les entreprises commerciales ou encore certaines opérations de titrisation, y compris les tranches intermédiaires – est susceptible de favoriser le développement de ces activités au sein des groupes bancaires américains. L'ensemble de ces évolutions a également vocation à soutenir le financement des entreprises, ainsi que la reprise du crédit immobilier.

À cet égard, l'impact en fonds propres de la seule transposition des exigences issues de l'accord final de Bâle 3 serait limité pour les grandes banques américaines à environ + 1,4 % en moyenne. Au-delà du périmètre strict de Bâle 3, la proposition prévoit également des ajustements notables du cadre prudentiel national, en particulier à travers une réduction des exigences discrétionnaires du superviseur, par une baisse du *stress capital buffer*. En cumulé, le paquet prudentiel applicable aux grandes banques américaines se traduirait ainsi par une diminution globale des exigences de fonds propres estimée à environ 6 %.

Pour les établissements de taille intermédiaire, des allègements additionnels sont également envisagés. La principale évolution plus contraignante concerne à l'inverse l'intégration des moins-values latentes, mesure qui reflète les enseignements tirés de la défaillance de Silicon Valley Bank (SVB) en 2023 et vise à mieux prendre en compte les effets des chocs de taux d'intérêt dans ce segment du secteur bancaire.

<sup>19</sup> NGFS (2026), *Greening Monetary Policy Operations: Exploring Additional Options*, janvier.

<sup>20</sup> NGFS (2026), *2026 NGFS Nature Package*, avril.

# 1. Chapitre transverse

Ce chapitre a été arrêté au 5 juin 2026.

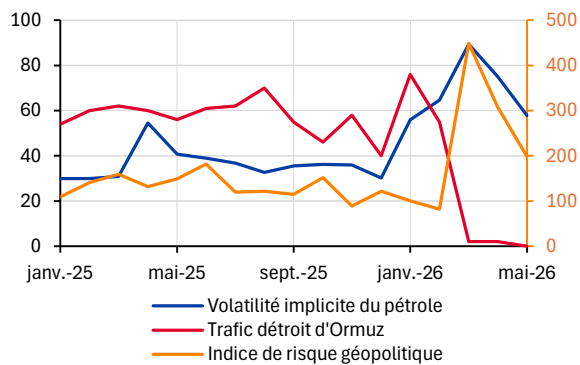
## 1.1 Le conflit au Moyen-Orient renforce les vulnérabilités attachées à des trajectoires d'endettement souverain dégradées

### Les marchés de matières premières ont été fortement affectés par le conflit au Moyen-Orient

L'intervention conjointe menée par Israël et les États-Unis en Iran et débutée le 28 février 2026 s'est traduite par un choc d'offre négatif sur les marchés des hydrocarbures, ainsi que sur d'autres marchés de matières premières. Ce choc résulte en premier lieu du blocage du détroit d'Ormuz, qui voyait transiter avant le conflit environ 20 millions de barils de pétrole par jour soit 20 % de la consommation mondiale. En dépit d'annonces épisodiques d'une réouverture du détroit, la libre circulation des navires dans des conditions de sécurité satisfaisantes n'était toujours pas rétablie au 5 juin 2026, avec un reliquat d'environ seulement 2 millions de barils transitant quotidiennement par le détroit (cf. graphique 1.1). Le reroutage du transit vers des itinéraires alternatifs (pipeline saoudien est/ouest, infrastructure portuaire de Fujairah aux Émirats arabes unis, canal de Suez, Kurdistan...) n'a que partiellement compensé la réduction du trafic par le détroit d'Ormuz, de sorte que le blocage a entraîné un choc d'offre équivalent à une baisse d'au moins 10 % de la production mondiale de pétrole. Dans ce contexte, la volatilité des cours du baril de Brent a connu une hausse importante (cf. graphique 1.1). À fin mars, le prix du baril a culminé à 118 dollars avant de reculer à 93 dollars le 5 juin.

Graphique 1.1 : Volatilité implicite des cours du Brent, du Geopolitical Risk Acts Index (GPRA) et du nombre de cargos traversant le détroit d'Ormuz quotidiennement

x : axe temporel / y [gauche] : nombre de cargos, volatilité ; [droite] : indice



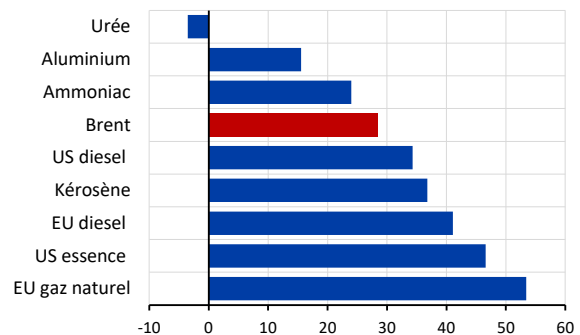
Note : L'indice de risque géopolitique représente le Geopolitical Risk Acts (GPRA) Index, un sous-indice du GPR de Caldara et Iacoviello. Les données sont présentées selon une base mensuelle.

Source : Bloomberg.

Dernier point : 29 mai 2026.

Graphique 1.2 : Variations des cours d'un échantillon de matières premières entre le 27 février et le 5 juin

x : variation en % / y : matières premières



Source : Bloomberg.

Dernier point : 5 juin 2026.

Le conflit a entraîné une importante réduction de la demande de pétrole, notamment de la part des pays asiatiques. Au début du conflit, les benchmarks du Moyen-Orient tels que le *Dubai Fateh* ont réagi plus fortement que le Brent, en raison de leur exposition directe aux risques d'interruption des exportations du Golfe. Cette divergence a été accentuée par le fait que l'Europe et les États-Unis ont commencé l'année 2026 avec des niveaux de stocks commerciaux relativement confortables. En conséquence, les tensions sur les prix ont d'abord impacté les pays asiatiques, où la dépendance au pétrole du Golfe est la plus élevée. La hausse des prix et l'augmentation du coût de transport ont rapidement mis sous pression les raffineurs et les consommateurs, entraînant les premiers signes d'érosion de la demande, avec un ralentissement des achats face à la hausse des coûts. Le choc

s'est ensuite diffusé progressivement à l'Europe. Les cargaisons traditionnellement destinées à l'Europe ont été de plus en plus redirigées vers l'Asie, où des marges de raffinage plus élevées rendaient ces débouchés plus attractifs. Cette réallocation a renforcé la concurrence entre les raffineries européennes et asiatiques pour l'accès aux cargaisons disponibles, entraînant des tensions accrues sur le marché physique. Mais, malgré la persistance des tensions sur l'offre, le *dated Brent* a reculé de 144 dollars le 7 avril, à 116 dollars, le 17 avril, ce qui suggère un affaiblissement des conditions de demande sous-jacentes (cf. graphique 1.3).

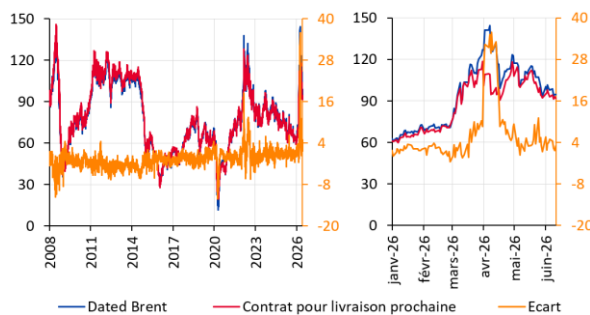
**Pour ce qui est du gaz, la fermeture du détroit d'Ormuz a représenté un choc d'ampleur similaire (20 % de l'offre mondiale de gaz naturel liquéfié, ou GNL, transitait par le détroit) portant les prix en Europe et en Asie à leurs plus hauts niveaux depuis la crise énergétique de 2022-2023.** Le gaz TTF (indice de référence pour le gaz européen) a atteint 61 euros par mégawattheure (MWh) le 19 mars et se situait encore à 49 euros par MWh le 5 juin, ce qui en fait la matière première dont le prix a le plus augmenté depuis le début de la guerre (cf. graphique 1.2). Par ailleurs, les attaques contre les infrastructures et les dommages causés aux unités de liquéfaction du GNL, notamment qataries, ont réduit les capacités d'offre disponibles et devraient retarder d'au moins deux ans le prochain cycle d'expansion du GNL.

**Les fondamentaux de l'offre du marché du gaz sont néanmoins assez différents de ceux du marché du pétrole brut.** Au début du mois de mars, le conflit a causé la destruction de deux infrastructures de liquéfaction du Qatar représentant environ 15% de la capacité de liquéfaction du pays. Entre octobre 2025 et février 2026, le commerce mondial de GNL avait bénéficié de la mise en service de plusieurs nouveaux projets de liquéfaction, notamment en Amérique du Nord, ainsi que d'une production plus élevée de la part des pays exportateurs. De plus, les capacités de liquéfaction additionnelles en construction au niveau mondial et qui devraient entrer en activité courant 2027 (notamment quatre ou cinq lignes de liquéfaction aux États-Unis) semblent même supérieures aux capacités de liquéfaction totales qataries. Par ailleurs, le conflit est survenu dans un contexte différent de celui de 2022, avec des niveaux de réserves nettement supérieurs en février 2026 à ce qu'ils étaient à l'époque de la sortie de la pandémie de Covid-19.

**La destruction de la demande et la concurrence entre importateurs ont également été observées sur le marché du gaz.** En Europe, la consommation de gaz naturel a diminué de près de 20 % depuis 2022, sous l'effet notamment de la montée en puissance de la production d'électricité renouvelable. Et, en France la capacité du parc nucléaire était nettement supérieure début 2026 à ce qu'elle était en 2022. À l'inverse, la consommation de gaz était restée dynamique cet hiver dans les économies manufacturières et exportatrices d'Asie de l'Est soutenue par des prix plus bas et des conditions météorologiques plus froides. Néanmoins, l'aggravation de la crise au Moyen-Orient a là aussi rapidement conduit à une inflexion de la demande. Les marchés asiatiques ont ainsi dans un premier temps absorbé la majeure partie de l'ajustement de l'offre. Les acheteurs de la région se sont alors davantage tournés vers le marché spot et ont attiré des cargaisons de GNL au détriment de l'Europe. C'est notamment le cas de la Chine, dont les importations nettes de GNL ont augmenté à partir du mois de mars, pour atteindre en mai des niveaux proches de la moyenne observée entre 2021 et 2025. Cette évolution marque un redressement après le point bas enregistré en mars, lorsque les importations nettes s'élevaient à 103 000 tonnes métriques, contre une moyenne de 172 000 tonnes métriques sur les cinq dernières années (cf. graphique 1.4).

**Graphique 1.3 : Évolution du *dated Brent*, contrat pour livraison prochaine et leur écart**

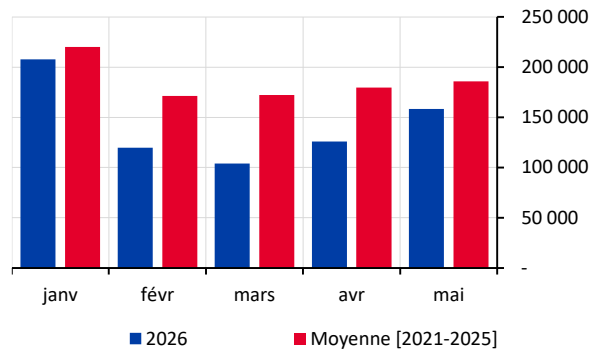
x : axe temporel / y [gauche] : dollars/baril ; [droite] : dollars/ baril



Source : Bloomberg.  
Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 1.4 : Importations nettes de GNL en Chine**

x : axe temporel / y (en tonnes métriques)



Note : Les données sont présentées sur une base en moyenne mensuelle.  
Source : Bloomberg.  
Dernier point : 30 mai 2026.

**La durée effective du conflit déterminera l'ampleur du choc énergétique mais la réouverture du détroit d'Ormuz ne permettra pas un retour immédiat à la normale.** De nombreuses inconnues subsistent pour les flux commerciaux notamment du fait de l'importance des dégâts infligés par l'Iran à des installations essentielles pour la production d'hydrocarbures dans certains États riverains du golfe Persique – en particulier au Qatar<sup>21</sup> –, du temps nécessaire pour relancer les puits de pétrole désormais à l'arrêt (Irak et Koweït), de l'attitude et de la tarification des compagnies d'assurances, de la quantité de mines flottantes désormais installées dans le détroit, etc. Par ailleurs, le processus de normalisation resterait confronté à d'importantes contraintes logistiques. Depuis le début du conflit, la disponibilité des pétroliers a considérablement diminué en raison des retards, des changements d'itinéraire et du recours au stockage flottant. En conséquence, le goulet d'étranglement pourrait se déplacer vers la capacité de transport maritime et la circulation des pétroliers. Ainsi, les prix du pétrole et du gaz ne devraient pas revenir à la normale avant plusieurs mois alors que la détérioration des stocks observée ces derniers mois devrait maintenir les marchés dans une situation de pénurie structurelle jusqu'à un stade avancé du second semestre (cf. encadré 1.1).

**Encadré 1.1 : Les courbes des contrats à terme sont-elles des indicateurs fiables des prix futurs des hydrocarbures ?**

Par Lucrezia IMPECIATI et Martin SAILLARD

**Les prix des contrats à terme sur les hydrocarbures, notamment le pétrole brut, sont généralement interprétés comme « la vision des marchés » des prix futurs de ces matières premières. Pour autant ils ne donnent pas toujours des indications très fiables des évolutions futures des cours, ni même de leurs anticipations par les acteurs de marché.** Après le déclenchement du conflit en Iran les courbes des contrats à terme sur le pétrole sont ainsi entrées dans une phase de forte *backwardation*, c'est-à-dire une configuration dans laquelle la courbe des contrats à terme est fortement décroissante et les contrats à court terme s'échangent donc à des prix nettement supérieurs à ceux des échéances plus longues<sup>22</sup>. L'inversion de la courbe des contrats à terme du pétrole ne signifie toutefois pas nécessairement que les marchés anticipent un recul

<sup>21</sup> Les dommages subis par les infrastructures de liquéfaction du GNL sur les sites de Ras Laffan et de Mesaieed au Qatar devraient ralentir la croissance future de l'offre et retarder d'au moins deux ans l'expansion prévue des capacités mondiales de GNL.

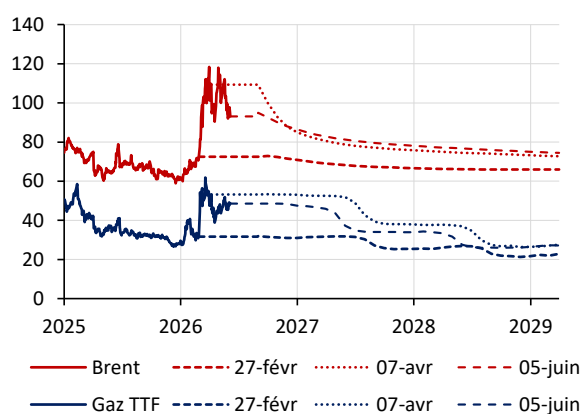
<sup>22</sup> A l'inverse on dit que le marché est en *contango* lorsque la courbe des contrats à terme est croissante, c'est-à-dire lorsque les contrats à court terme s'échangent à des prix inférieurs à ceux des échéances plus longues.

du brut de l'ampleur exacte de cette *backwardation*, dans la mesure où les prix des contrats à terme incorporent également des stratégies de couverture et répondent à des besoins de gestion des risques. La courbe du 5 juin traduit une forte tension à court terme liée aux risques sur l'offre et à la rareté sur les marchés physiques (cf. graphique 1). De plus, les contrats à long terme ont tendance à être moins liquides et plus coûteux à détenir, ce qui limite leur valeur comme signal d'anticipation. Ils reflètent donc autant des contraintes de marché que de véritables attentes sur les prix. Enfin, l'histoire montre que les contrats à terme ont souvent mal anticipé les grandes crises, comme le Covid-19 ou la guerre en Ukraine.

La courbe des contrats futurs du Brent a néanmoins nettement corrigé depuis le début du conflit, avec une *backwardation* beaucoup moins marquée au 5 juin qu'elle ne l'était le 7 avril, ce qui signale que les marchés à terme intègrent de plus en plus la réalité de l'enlisement du conflit (cf. graphique 1). Cette dynamique n'a été que brièvement interrompue autour du 10 avril, après l'annonce d'un cessez-le-feu ayant temporairement resserré les anticipations du marché, avant que la prime de risque ne s'élargisse à nouveau. On peut noter par ailleurs que la courbe des marchés à terme du gaz TTF s'est aplatie beaucoup plus rapidement que celle du Brent, au moins sur l'horizon de l'année 2026, témoignant d'une intégration plus rapide des risques sur l'offre qui résulte notamment des dégâts plus spectaculaires et immédiats infligés aux infrastructures gazières qataries.

**Graphique 1 : Évolution du Brent, Gaz TTF et leurs courbes à court terme**

x : axe temporel / y : dollars/Baril ; euros/MWh

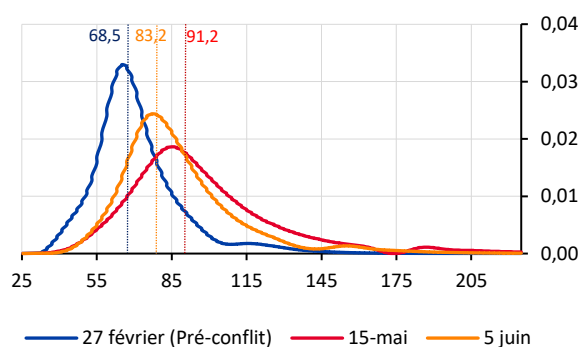


Source : Bloomberg.

Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 2 : Distribution implicite des prix du Brent à maturité constante de 3 mois**

x : prix d'exercice (dollars/baril) / y : densité de probabilité



Note : Les densités de probabilité neutres au risque sont déduites des prix d'options selon la méthode de Malz (2014). Ces distributions reflètent le prix de l'incertitude valorisé par le marché (et non des prévisions directionnelles) et sont sensibles à la méthode d'estimation. Les lignes verticales représentent la valeur médiane de la distribution, soit le prix associé à une probabilité 50%

Source : Refinitiv, calculs DSF/SRV.

Dernier point : 5 juin 2026.

Enfin les courbes des contrats à terme ne donnent pas d'indication sur la perception des risques autour du prix moyen des contrats à terme pour une échéance donnée. Pour cela il est peut-être utile de compléter cette source d'information par l'étude des distributions des prix d'options sur les mêmes indices. L'étude de l'évolution de la courbe de la distribution des prix d'options sur le Brent de maturité trois mois entre le début du conflit et le 15 mai révèle ainsi que celle-ci s'est nettement déplacée vers la droite dans un premier temps, témoignant d'une révision à la hausse des anticipations des cours à trois mois, et qu'elle s'est également nettement « aplatie » avec un élargissement de sa queue de distribution supérieure (cf. graphique 2). Ce dernier mouvement témoigne ainsi d'une nette hausse de la probabilité accordée par les acteurs de marché à des scénarios « sévères » de prix du baril de Brent (avec une densité de probabilité fortement non nulle jusqu'à environ 150 dollars). Par la suite la courbe de la distribution des prix d'options s'est néanmoins redéplacée dans

une position intermédiaire (avec valeur médiane de la distribution à 83,2 dollars le 5 juin contre 81,2 dollars le 5 mai et 68,5 dollars le 27 février) avec un amincissement de sa queue de distribution supérieure.

**Les tensions sur les matières premières ne se limitent pas aux seuls hydrocarbures mais touchent aussi, entre autres, les engrais, l'agriculture et l'aluminium.** Les perturbations liées au blocage du détroit d'Ormuz et les contraintes opérationnelles affectant les fonderies du Golfe devraient conduire au plus important déficit d'aluminium en données annuelles depuis 2000, alors qu'en début d'année les stocks étaient encore en hausse de 46 % par rapport à 2025. Depuis le début de l'année les prix de l'aluminium affichent ainsi une hausse de 21 %. Le blocage du détroit commence également à se répercuter sur les marchés alimentaires. Bien que les prix des denrées alimentaires soient restés jusqu'à présent relativement modérés, les pressions en amont s'intensifient rapidement en raison du coût des engrais. Depuis le début de l'année, les perturbations commerciales ont considérablement réduit l'offre mondiale d'engrais. En l'espace d'un mois, plus de 2,5 millions de tonnes de production mondiale d'urée ont été perdues, avec des répercussions importantes au Qatar, en Inde et au Bangladesh. Dans le même temps, les prix des engrais essentiels ont progressé depuis le début de l'année, l'urée enregistrant une hausse d'environ 15 % et l'ammoniac d'environ 32 %. Les engrais étant un intrant essentiel à la production agricole, ces hausses sont susceptibles d'influencer, avec un certain décalage, les décisions en matière de semis et les rendements des cultures. L'Europe et les États-Unis ont déjà sécurisé l'essentiel des volumes nécessaires pour la saison actuelle des semis et sont capables de payer des primes pour couvrir d'éventuels déficits. Cependant, les hausses risquent de se répercuter rapidement sur les systèmes alimentaires de nombreux pays émergents et en développement, affectant de manière disproportionnée les ménages à faibles revenus et exacerbant les risques existants en matière de sécurité alimentaire.

### **Encadré 1.2 : Les appels de marge sur produits dérivés sont restés contenus**

*Par Martin SAILLARD*

**Les appels de marge sur produits dérivés consécutifs à la hausse des cours des hydrocarbures sont restés contenus et nettement inférieurs à ceux qui avaient été observés lors du déclenchement de la guerre en Ukraine en 2022.** Au 30 avril, les chambres de compensation avaient levé depuis le début du conflit près de 30 milliards d'euros de marges supplémentaires auprès des membres compensateurs européens, sans qu'aucune difficulté notable de collecte ne soit à signaler.

Cette modération s'explique en premier lieu par l'absence de contagion du choc gazier aux prix de l'électricité. En 2022, la violente transmission des prix était liée à la forte dépendance de l'Europe au gaz russe acheminé par gazoduc, une source d'approvisionnement rigide et difficilement substituable à court terme. Le marché énergétique s'est depuis structurellement reconfiguré autour du gaz naturel liquéfié (GNL), acheminé par bateau et qui a permis de compenser plus aisément les déficits d'importation du Moyen-Orient par du gaz en provenance des États-Unis et d'Asie. Conjuguée à une capacité du parc nucléaire français supérieure à celle qu'elle était en 2022, cette mutation du marché a permis d'éviter un emballement des prix de l'électricité.

En deuxième lieu, des évolutions structurelles dans la gestion des risques par les infrastructures de marché ont joué un rôle d'amortisseur. Plusieurs chambres de compensation (telles qu'ICE Europe et CME) ont récemment abandonné l'ancien système de calcul des marges initiales (SPAN) qui pouvait générer des hausses de marges soudaines et brutales en cas de crise au profit d'approches dynamiques (fondées sur la *value-at-risk*) qui ajustent les appels de marge de manière plus progressive et proportionnelle. Ce changement aurait contribué

à atténuer la procyclicité des appels de marge et à éviter les hausses soudaines et massives qui avaient pu provoquer des chocs de liquidité en 2022.

**Enfin, la résilience face à ce choc pourrait découler d'une meilleure préparation des énergéticiens eux-mêmes.** Semblant tirer certaines leçons de 2022, ces acteurs ont renforcé leurs coussins de sécurité. Ils ont notamment réalloué une partie de leur trésorerie vers des placements de plus courte maturité, garantissant une disponibilité immédiate des fonds.

### **Le choc d'offre négatif est une mauvaise nouvelle pour l'activité et pour les finances publiques**

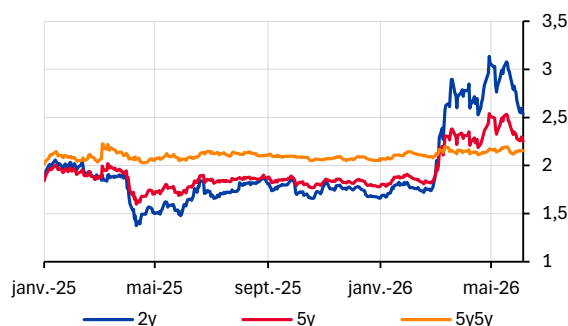
**La crise géopolitique a entraîné une hausse des prévisions d'inflation à l'échelle mondiale, notamment en France. Selon le scénario de base des projections macroéconomiques de juin de la Banque de France, l'inflation serait portée à 2,5 % en 2026**, contre 0,9 % en 2025 (en hausse de 0,8 points de pourcentage [pp] par rapport au scénario de base des projections intermédiaires de mars), sous l'effet des prix de l'énergie. Elle refluerait en 2027 à 1,7 % (en hausse de 0,3 point par rapport aux projections de mars) selon l'hypothèse d'une détente des prix de l'énergie et resterait stable en 2028.

**L'incertitude quant aux conséquences du conflit au Moyen-Orient a conduit la Banque de France à présenter dans les projections macroéconomiques d'autres scénarios, construits à partir des mêmes hypothèses que celles que la Banque centrale européenne (BCE) utilise pour l'ensemble de la zone euro.** Deux scénarios plus défavorables sont présentés, mais également un scénario plus favorable. Les scénarios défavorables se démarquent des hypothèses retenues pour le scénario de base quant à l'ampleur initiale et la durée du choc sur les prix des matières premières énergétiques et agricoles, le niveau d'incertitude, et l'effet de ces chocs sur le commerce international. En particulier les prix du pétrole et du gaz ont une trajectoire issue d'une distribution implicite de prix dérivée des options sur les marchés à terme de l'énergie qui suit le 75<sup>e</sup> percentile dans le scénario défavorable et le 95<sup>e</sup> percentile dans le scénario très défavorable. Le scénario favorable correspond à une baisse plus rapide et plus marquée des prix de l'énergie et des matières premières agricoles par rapport aux hypothèses du scénario de base : la trajectoire de prix des matières premières retenue correspond au 25<sup>e</sup> percentile des distributions de prix dérivées des options sur les marchés à terme. Dans le scénario défavorable, l'inflation s'élèverait respectivement à 2,7 % et à 2,0 % en 2026 et en 2027. Dans le scénario très défavorable, l'inflation augmenterait sensiblement, pour atteindre 4,0 % en 2026 et 3,9 % en 2027.

**Sur les marchés, la hausse des anticipations d'inflation dans la zone euro se reflète dans les swaps d'inflation à court terme.** Les swaps à deux ans atteignaient 2,5 % le 5 juin 2026, contre 1,7 % avant le début du conflit (cf. graphique 1.5). À moyen-terme, les swaps à cinq ans dans cinq ans restent proches de la cible de 2 % de l'Eurosystème. Dans ce contexte, les marchés monétaires anticipent un futur resserrement de la politique monétaire conduite par l'Eurosystème et les marchés intégraient au 5 juin 2026 de deux à trois hausses de taux directs de 25 pb en 2026 (cf. graphique 1.6). Aux États-Unis, les marchés anticipaient au 5 juin une hausse de taux en 2027.

**Graphique 1.5 : Évolution des swaps d'inflation (hors tabac) pour la zone euro**

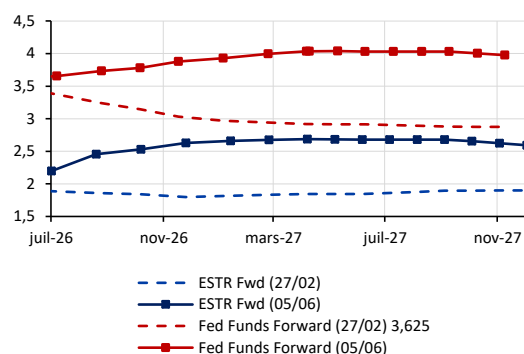
x : axe temporel / y (en %)



Note : inflation hors tabac.  
Source : Bloomberg.  
Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 1.6 : Évolution des anticipations de politique monétaire pour la zone euro et les États-Unis**

x : axe temporel / y (en %)



Source : Bloomberg.

**Le renchérissement de l'énergie importée dégrade les finances publiques dans leur ensemble, même si certaines recettes fiscales peuvent ponctuellement augmenter.** De nombreuses dépenses sont indexées sur l'inflation (retraites, allocations familiales, etc.) et plus directement une partie de la charge de la dette par les obligations indexées. Concernant les recettes, certaines peuvent augmenter temporairement après une hausse des prix (TVA, cotisations sociales versées en cas de hausse concomitante des salaires). Néanmoins la baisse des volumes consommés tend globalement à réduire les assiettes fiscales, directement comme dans le cas des accises sur les carburants qui dépendent des volumes vendus, et plus généralement par le ralentissement de l'activité.

**Les aides financières à destination des ménages et des entreprises augmentent les dépenses à court terme, de manière très mesurée jusqu'à présent.** Lors de l'épisode inflationniste de 2022, le coût pour l'État des mesures de soutien avait été de l'ordre de 30 milliards d'euros pour la seule année 2022 (plus de 60 milliards d'euros en cumulé sur 2021-2025<sup>23</sup>). Depuis le début de l'année 2026, certaines aides ont d'ores et déjà été annoncées mais les ordres de grandeur évoqués demeurent très éloignés des montants précédents (autour de 1 milliard d'euros à fin mai), et les dispositifs mis en œuvre sont nettement plus ciblés qu'en 2022.

**L'environnement inflationniste couplé à la hausse des taux souverains pèse sur la charge d'intérêts.** Un dixième de la dette française est indexé sur l'inflation, ce qui engendre une hausse automatique des intérêts payés lorsque l'inflation augmente. Par ailleurs, la charge d'intérêts tend également à augmenter à long terme en raison du roulement progressif du stock de dette et de la hausse des taux sur la nouvelle dette émise (cf. infra). La maturité moyenne de la dette étant d'environ huit ans, toute hausse des taux met plus de temps à se diffuser à la charge de la dette. Le rapport annuel d'avancement publié par le gouvernement en avril 2026<sup>24</sup> prévoit une hausse de la charge d'intérêts sur la dette de 3,6 milliards d'euros en 2026 du fait de la hausse des taux<sup>25</sup> et du choc inflationniste. Au total et selon des données arrêtées en avril, le gouvernement estime l'impact du conflit en Iran à - 6 milliards d'euros sur le solde budgétaire 2026, dont 4,4 milliards d'euros liés à l'impact de la dégradation de l'environnement macroéconomique. Cette estimation sera amenée à évoluer.

<sup>23</sup> <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2024/10/14/publication-du-rapport-economique-social-et-financier-plf-pour-2025>

<sup>24</sup> <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2026/04/22/publication-du-rapport-d-avancement-annuel-2026>

<sup>25</sup> L'hypothèse de taux dix ans retenue est de 3,9 % fin 2026.

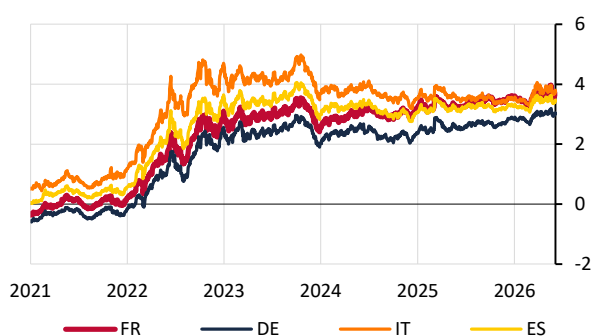
## En France, les marges de manœuvre pour répondre aux conséquences de la crise géopolitique apparaissent limitées, alors que la base d'investisseurs en OAT pourrait être devenue plus réactive aux développements budgétaires

Pour répondre à la crise géopolitique, les marges budgétaires de la France apparaissent étroites, à l'instar de celles de la plupart des autres économies avancées. À l'échelle mondiale, la dette publique a atteint un niveau record depuis la Seconde Guerre mondiale, à 94 % du produit intérieur brut (PIB) en 2025, et devrait dépasser les 100 % d'ici 2029<sup>26</sup> selon le Fonds monétaire international (FMI). Dans ce contexte, les marchés réagissent plus fortement à l'actualité budgétaire, tandis que les taux évoluent à des niveaux bien plus élevés qu'en début d'année 2026, en raison de la résurgence des pressions inflationnistes (cf. graphique 1.7). Les besoins élevés de financement pour répondre aux enjeux géopolitiques, aux évolutions démographiques et aux nécessaires transitions écologiques et numériques se heurtent aux perspectives modérées de croissance et aux risques à la baisse qui les entourent. En France, le déficit public s'est établi à 5,1 % du PIB en 2025, un niveau qui ne permet pas encore de stabiliser le ratio d'endettement. Selon les projections de juin de la Banque de France, après une amélioration notable en 2025, le déficit public se creuserait légèrement en 2026 en l'absence de mesures additionnelles. Sous les hypothèses budgétaires retenues à titre conventionnel, il ne se réduirait que de manière limitée en fin d'horizon de projection. Le ratio d'endettement public continuerait de croître vers 122 % du PIB fin 2028 et de diverger par rapport à la moyenne de la zone euro. Les marchés sont très attentifs au maintien d'une cible de 3 % de déficit à l'horizon 2029.

La guerre au Moyen-Orient a fortement fait croître les taux souverains sans toutefois étirer la prime de risque française (cf. graphique 1.8). Le rendement de la dette souveraine française à dix ans s'élève à 3,67 % au 5 juin 2026, contre 3,26 % le 27 février, avant le déclenchement du conflit, l'essentiel de cette hausse étant porté par des anticipations de hausse des taux directeurs alors que la prime de terme pour la Zone euro et le risque de crédit spécifique à la France sont restés stables. Les conditions de financement entre pays de la zone euro se sont à nouveau écartées depuis le début du conflit. Le *spread* à dix ans entre l'obligation assimilable au Trésor (OAT) et le Bund allemand a légèrement augmenté de 8 pb sur cette même fenêtre.

Graphique 1.7 : Rendement des principaux émetteurs souverains de la zone euro à 10 ans

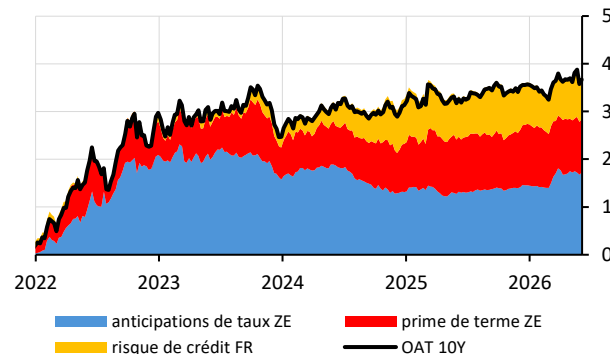
x : axe temporel / y : rendement en pourcentage



Source : LSEG datastream.  
Dernier point : 5 juin 2026.

Graphique 1.8 : Décomposition du rendement des OAT à dix ans

x : axe temporel / y : points de pourcentage



Note : le "risque de crédit France" est approximé comme la différence entre les taux OAT et OIS à 10 ans ; la décomposition du taux OIS entre "anticipations de taux" et "prime de terme Zone euro" résulte ensuite d'un modèle d'estimation développé à la Banque de France.  
Source : Banque de France.  
Dernier point : 5 juin 2026.

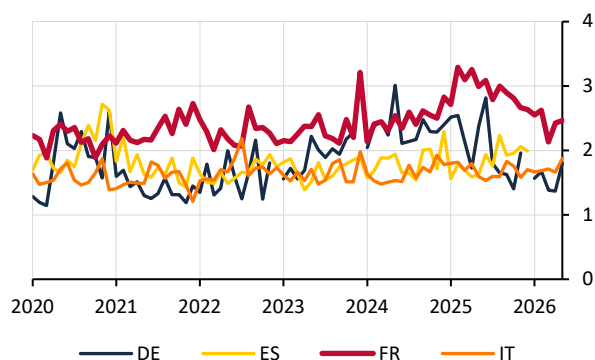
<sup>26</sup> FMI (2026), *Fiscal Monitor*, avril.

**La stabilité de la prime de risque française est à mettre en relation avec une demande toujours élevée, pour la dette souveraine française, historiquement ainsi que relativement aux autres pays européens, mais celle-ci s'affaiblit depuis 2025.** La dette souveraine française à long terme a bénéficié d'une demande solide ces dernières années sur le segment primaire mais le taux de couverture des adjudications d'OAT, bien qu'encore confortable, s'est détérioré depuis 2025, passant de 3,2 à 2,5, alors même que ceux des émissions des autres pays de la zone euro sont restés stables (cf. graphique 1.9). Le taux de couverture des adjudications de Bons du Trésor français (BTF) est lui aussi en baisse, étant passé de 3,2 en janvier 2025 à 2,1 en mars 2026, mais la dynamique est similaire pour les taux courts allemands.

**Depuis dix ans, la stabilité du profil de maturité des émissions de dette souveraine française semblait constituer un facteur de résilience et de moindre exposition au risque de taux.** Le *Global Debt Report 2026* de l'OCDE, met par exemple en évidence que la France faisait figure d'exception alors que la majorité des émetteurs souverains de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) avait accru ces dernières années leur recours aux instruments à court terme (*T-bills*) et vu la maturité résiduelle de leur encours de dette diminuer. Toutefois, depuis le début de l'année 2024, on observe un raccourcissement assez net de la maturité des émissions, qui semble par ailleurs s'accélérer en 2025, plus en ligne avec la tendance déjà observée dans la majorité des pays de l'OCDE.<sup>27</sup> La maturité moyenne des émissions souveraines sur un an glissant s'établit ainsi à cinq ans en juin 2026, soit un niveau inférieur d'environ six mois à celui de début 2024 et de trois mois à celui de fin 2025 (cf. graphique 1.10). En Allemagne, la maturité moyenne des émissions souveraines s'est allongée depuis 2023, mouvement qui s'est renforcé en 2025 dans le contexte de la mise en œuvre d'un vaste programme de financement de la défense et des infrastructures.

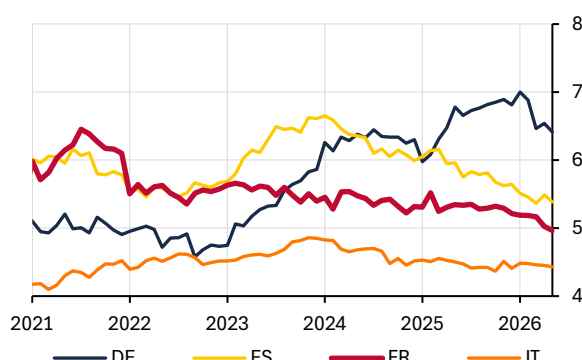
**Graphique 1.9 : Taux de couverture des émissions de dette souveraine à long-terme**

x : axe temporel / y : ratio



**Graphique 1.10 : Maturités des émissions de dette souveraine des principaux émetteurs de la zone euro**

x : axe temporel / y : années



Sources : AFT, Finanzagentur, Dipartimento del Tesoro, Tesoro Publico, calculs Banque de France.  
Dernier point : mai 2026.

Note : Maturité moyenne pondérée sur un an glissant.  
Source : AFT, Finanzagentur, Dipartimento del Tesoro, Tesoro Publico.  
Dernier point : mai 2026.

**La base d'investisseurs de la dette française évolue vers des détenteurs moins stables.** La base d'investisseurs de la dette souveraine française a évolué ces dernières années vers des investisseurs ayant des stratégies d'investissement à plus court terme tels que les fonds d'investissement (cf. encadré 1.3), en particulier sur le segment des titres à court terme. Ces investisseurs sont plus exposés au levier ou à d'éventuels rachats. Les *hedge funds*, pour lesquels il reste difficile d'avoir des données de détention fiables, semblent notamment de plus en plus présents sur le marché de la dette souveraine européenne, y compris française<sup>28</sup>. Les volumes de transactions

<sup>27</sup> OCDE (2026),

<sup>28</sup> Selon les données du FMI sur les portefeuilles d'investissement, les autres intermédiaires financiers (dont les *hedge funds* font partie) localisés aux Îles Cayman détiendraient 64 milliards de dollars de dette d'émetteurs français à juin 2025, en hausse de 14 milliards par rapport à juin 2019.

des *hedge funds* sur le marché secondaire de la dette souveraine européenne ont doublé entre 2018 et 2023, passant d'un quart à plus de la moitié des échanges<sup>29</sup>, un niveau record qui s'est stabilisé depuis. Ils représentent également plus de 50 % des demandes totales adressées aux *primary dealers* lors des adjudications de dette publique en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne<sup>30</sup>. Pour maximiser leurs rendements, ces fonds ont recours à l'effet de levier en finançant leurs positions sur le marché du *repo*. L'accumulation de ces positions amplifie la sensibilité du marché aux chocs de prix ou de liquidité. En cas de tensions soudaines, le débouclage forcé de ces positions pourrait déstabiliser les marchés souverains et du *repo*. Cette vulnérabilité croissante fait l'objet du chapitre thématique de ce rapport.

### Encadré 1.3 : Évolution de la base d'investisseurs de la dette des administrations publiques françaises

Par Jonas Heipertz et Thibaut Piquard

Cet encadré mobilise les données de détentions sectorielles SHS-S afin d'identifier les détentions de titres de dette des administrations publiques (APU) françaises par les investisseurs de la zone euro. Les détentions des investisseurs hors zone euro sont estimées par différence entre l'encours total et les détentions agrégées des investisseurs de la zone euro. Lorsque cela est possible, ces détentions hors zone euro sont ensuite ventilées par secteur (bancaire, non-bancaire et officiel) à partir des données d'Arslanalp et Tsuda (2016), mises à jour jusqu'au quatrième trimestre 2025

**Au cours des cinq dernières années, la dette des APU françaises a été détenue de manière croissante par les investisseurs de la zone euro hors France (cf. graphique 1).** Ce sont principalement ces investisseurs qui ont compensé la diminution de la part de l'Eurosystème consécutive à la normalisation de la politique monétaire et au resserrement quantitatif (5,6 pp entre le deuxième trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2025).

**La part des investisseurs hors zone euro augmente légèrement jusqu'au troisième trimestre 2024, où elle atteint 26 %, son niveau le plus élevé entre 2021 et 2025, avant de reculer à 24,3 % au quatrième trimestre 2025.** Ce repli récent des détentions hors zone euro pourrait refléter à la fois l'élargissement du différentiel de taux entre les États-Unis et la zone euro, réduisant l'attractivité des rendements couverts des investissements en euro pour les investisseurs hors zone euro, ainsi qu'une sensibilité accrue de ces investisseurs aux incertitudes politiques et budgétaires françaises apparues à partir de mi-2024.

**La recomposition géographique de la base des investisseurs s'accompagne d'un renforcement marqué du rôle des banques dans l'absorption de la dette des APU françaises (cf. graphique 2).** Cela pourrait refléter l'attractivité accrue des titres souverains pour les banques dans un contexte de retrait progressif de l'Eurosystème du marché obligataire, où les défis de gestion de liquidité et de collatéral redeviennent plus importants. Alors que les assureurs et fonds de pension français détenaient encore 16,8 % de cette dette au premier trimestre 2021, leur part recule à 12,9 % au quatrième trimestre 2025. À l'inverse, les banques françaises<sup>31</sup> voient leur part augmenter de 7,9 % à 9,8 % sur la même période. Cette tendance est encore plus marquée pour les banques de la zone euro hors France, dont la part de détention a plus que doublé pour atteindre 5,9 % au quatrième trimestre 2025, tandis que les banques hors zone euro augmentent également leur présence (+ 1,7 pp).

**Les détentions par segments de maturité mettent en évidence des habitats préférés différenciés selon les catégories d'investisseurs (cf. graphique 3).** Les banques concentrent principalement leurs détentions sur les maturités intermédiaires, tandis que les assureurs et fonds de pension (ICPF) demeurent positionnés sur les maturités longues.

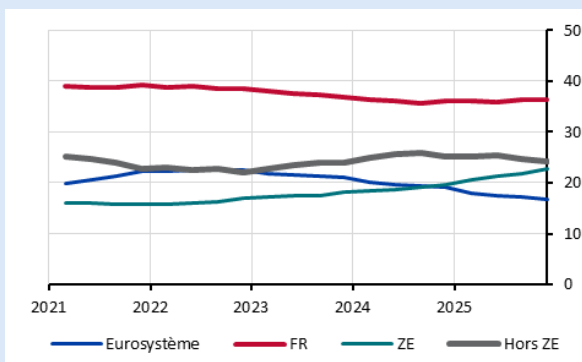
<sup>29</sup> Voir Hedge funds: good or bad for market functioning? (BCE, 2024)

<sup>30</sup> Selon un sondage de la BCE auprès des *primary dealers* (BMCG Hedge Fund Survey)

<sup>31</sup> Les banques françaises comprennent l'ensemble des établissements de crédits au sens de la comptabilité nationale (secteur S\_122) localisés en France (base géographique). Ces chiffres comprennent ceux des filiales et succursales de banques étrangères installées en France mais inversement pas les filiales et succursales de banques françaises localisées à l'étranger.

**Graphique 1 : Évolution de la base d'investisseurs sur la dette des APU françaises par résidence d'investisseur**

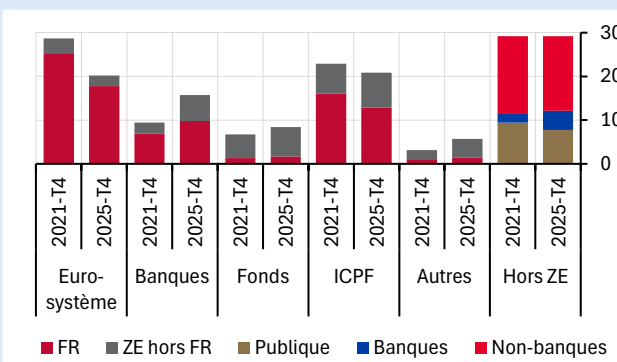
x : axe temporel / y : % du stock de dette en valeur nominale



Sources : ECB SHS-S, CSEC.  
Dernier point : quatrième trimestre 2025.

**Graphique 2 : Évolution de la base d'investisseurs sur la dette des APU françaises par types d'investisseurs**

x : axe temporel / y : % du stock de dette en valeur nominale

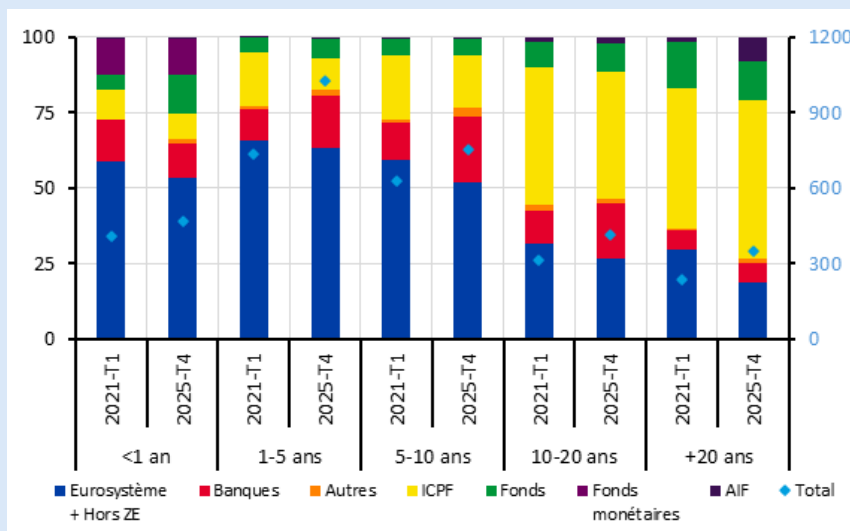


Notes : ZE = zone euro ; ICPF = assurances et fonds de pension ; « autres » contient les secteurs publics, les sociétés non-financières, les ménages, les fonds monétaires et les autres intermédiaires financiers.  
Sources : ECB SHS-S, CSEC, Arslanalp et Tsuda (2016).  
Dernier point : quatrième trimestre 2025.

L'évolution la plus marquée concerne les fonds d'investissement de la zone euro, dont l'empreinte sur les obligations à très court terme et les bons du Trésor s'est fortement renforcée : leur part dans les encours nominaux de maturité résiduelle inférieure à un an passe de 5,3 % au premier trimestre 2021 à 12,7 % au quatrième trimestre 2025. En effet, la remontée des taux d'intérêt depuis 2022 a accru l'attractivité des instruments à court terme, qui offre des rendements importants avec une sensibilité limitée au risque de taux. En parallèle, le recul des assureurs au profit des banques apparaît particulièrement prononcé sur les maturités courtes (1 à 5 ans) et intermédiaires (5 et 10 ans).

**Graphique 3 : Détention de dette des APU françaises par secteur d'investisseur de la zone euro et maturité résiduelle**

x : maturité résiduelle en années et trimestre / y [gauche] : pourcentage ; [droite] : total émis par tranche de maturité résiduelle en milliards d'euros



Notes : ZE = Zone euro ; « Autres » contient les secteurs publics, non-financiers et les ménages de la zone euro ; ICPF = assureurs et fonds de pension de la zone euro ; AIF : autres intermédiaires financiers de la zone euro.  
Sources : ECB SHS-S, CSEC.

## 1.2 Le conflit au Moyen-Orient accroît le risque de correction désordonnée des marchés

### La demande pour les *Treasuries* connaît des évolutions qui semblent aller à l'encontre de leur statut d'actif sûr

La guerre en Iran survient dans une période où le marché des titres souverains américains (US Treasuries, UST) connaît des évolutions qui semblent, dans une certaine mesure, remettre en question la pérennité de leur statut d'actif sûr. Traditionnellement, en tant que valeurs refuges par excellence du système financier international, les obligations fédérales américaines à long terme affichaient une corrélation positive avec des catégories d'actifs similaires – comme les obligations émises par d'autres États souverains très bien notés ou l'or. Ces corrélations avec les actifs sûrs (or et Bund allemand) ont néanmoins commencé à se fragiliser depuis la crise de la Covid-19, possiblement en lien avec la hausse de l'endettement public américain mais sans doute encore davantage avec le changement de paradigme enclenché par les États-Unis en matière de relations internationales à partir d'avril 2025. Le blocage du détroit d'Ormuz a accentué cette dynamique d'érosion, les taux souverains américains évoluant en sens inverse des cours du pétrole, et ce malgré un bref retour à leur rôle de valeur refuge au cours des premiers jours du conflit.

La matérialité et l'ampleur des ventes de Treasuries par les secteurs officiels étrangers restent difficile à évaluer. Les détentions d'UST des banques centrales et institutions officielles étrangères conservées auprès de la Réserve fédérale de New York sont néanmoins en recul depuis mi-2023 (cf. graphique 1.11). Dans le contexte des tensions autour de l'Iran et du détroit d'Ormuz, ce mouvement s'est accéléré depuis fin février 2026, avec une baisse de 88 milliards de dollars, portant ces détentions à leur plus bas niveau depuis 2012. Cette évolution reflète sans doute à la fois des interventions de change visant à soutenir certaines devises face au renforcement du dollar dans un contexte de hausse des prix du pétrole, ainsi qu'une diversification progressive hors des actifs américains et surtout vers l'or. Cependant, le recul des détentions observé auprès de la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) pourrait également traduire, davantage qu'une liquidation des portefeuilles officiels d'UST, une relocalisation des titres américains vers d'autres dépositaires internationaux.

Graphique 1.11 : Détentions du secteur officiel hors Etats-Unis des *Treasuries* auprès de la Réserve fédérale de New York

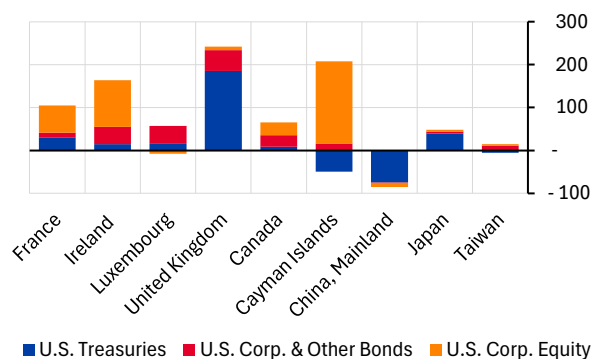
x : axe temporel / y : milliards de dollar US



Source : Board of Governors of the Federal Reserve System (US).  
Dernier point : 13 mai 2026.

Graphique 1.12 : Achats/ventes de titres américains par les investisseurs étrangers, d'avril 2025 à février 2026

x : pays détenteur / y (en milliards de dollars)



Note : Variation cumulée des détentions d'UST (maturité > un an), obligations d'entreprises (maturité > un an) et actions par les investisseurs étrangers entre avril 2025 et février 2026.

Source : TIC data.  
Dernier point : février 2026.

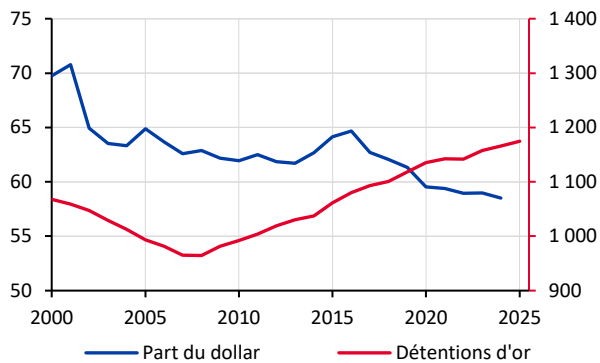
**Cependant, l'appétit des investisseurs étrangers pour les actifs américains reste dynamique (cf. graphique 1.12).** Cumulées depuis le « *Liberation Day* », les transactions nettes d'UST, d'obligations d'entreprises et d'actions, restent positives pour les principaux pays détenteurs, à l'exception de la Chine et des Iles Caïmans. Dans ce dernier cas, les flux peuvent refléter des stratégies de *basis trade* par les *hedge funds*. Quant à la baisse des détentions chinoises, elle pourrait notamment s'expliquer par le périmètre retenu, qui peut exclure certains dépositaires centraux.

**En 2025, le marché des UST a néanmoins connu une hausse marquée de la prime de terme sur les obligations américaines à dix ans.** Si cette dernière peut s'expliquer en partie par un regain du risque inflationniste et par un appétit moindre des investisseurs pour la dette à long terme (par exemple, les réformes structurelles des fonds de pension néerlandais), on ne peut exclure également l'impact d'une remise en question du statut des obligations américaines en tant qu'actifs sans risque. Si cette tendance à la hausse des taux longs américains devait se poursuivre ou s'amplifier, elle pourrait induire un durcissement des conditions financières européennes et une pression à la baisse sur l'activité économique (cf. encadré 1.4).

**L'or n'a pas joué pleinement son rôle d'actif refuge et demeure sous pression depuis le début du conflit.** Cette dynamique s'explique par un besoin de liquidité des intermédiaires de marché dans un contexte de volatilité accrue et de hausse des appels de marge. Celui-ci a favorisé des prises de bénéfices après la forte hausse de ces derniers mois, notamment de la part des banques centrales de pays émergents et des investisseurs de détail. Dans le même temps, la hausse des anticipations d'inflation et des taux obligataires a accru le coût d'opportunité de détenir de l'or face aux produits de taux en raison du fait que l'or est un actif qui ne génère aucun rendement et devient donc mécaniquement moins attractif lorsque la rémunération des obligations augmente. Cependant, cette évolution à court terme ne remet pas en cause le statut de l'or comme actif sûr, celui-ci ayant tendance à se déprécier en début de crise avant de s'apprécier sur la durée, sauf en période de forte hausse des taux comme en 2022 (cf. graphique 1.14).

**Graphique 1.13 : Part du dollar et détentions d'or dans les réserves des banques centrales**

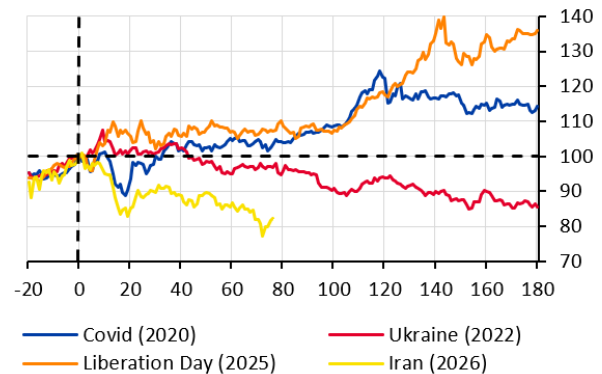
x : axe temporel / y [gauche] : part du dollar (en % des réserves) ; [droite] : détentions d'or (en millions d'onces troy).



Source : Statistiques financières du FMI.  
Dernier point : 2025.

**Graphique 1.14 : Évolution du cours de l'or autour de quatre événements majeurs**

x : jours (t) autour de l'évènement / y : indice de l'or (base 100 à t=0)



Source : Bloomberg, Morgan Stanley, calculs Banque de France.  
Dernier point : 5 juin 2026.

#### Encadré 1.4 : Hausse des taux longs aux États-Unis : quelles implications pour la zone euro ?

Par Nuno Coimbra, Aurélien Espic et Tristan Jourde

##### Les interdépendances entre les États-Unis et la zone euro sont importantes, tant sur le plan réel que financier.

Les canaux de transmission incluent notamment les conditions financières globales, les flux de capitaux internationaux, les prix d'actifs, ainsi que les effets de demande externe par le commerce international. Afin d'analyser ces effets de débordement (*spillovers*), nous mobilisons un modèle semi-structurel, ECB-Global 2.0, permettant de quantifier de manière cohérente les interactions macroéconomiques et financières entre les États-Unis et la zone euro.

**La première étape de l'analyse consiste à calibrer le choc observé aux États-Unis en 2025.** Les données indiquent que la prime de terme sur les obligations américaines à dix ans a augmenté d'environ 50 pb par rapport à la moyenne observée sur la période 2023-2024. Dans le même temps, la prime de commodité (*convenience yield*) des titres du Trésor à dix ans a diminué d'environ 10 pb, suggérant une dégradation relative de leur statut d'actifs refuges (cf. graphique 1). Sur la base de ces constats, nous calibrons deux chocs distincts :

- un choc de +10 pb sur le spread des obligations souveraines américaines, reflétant la baisse du *convenience yield* ;
- un choc de +40 pb sur la prime de terme américaine, correspondant à la majeure partie de la hausse observée des taux longs.

Nous faisons l'hypothèse que ces chocs sont persistants pendant trois ans, ce qui correspond à un scénario dans lequel les facteurs à l'origine de la hausse des taux longs sont persistants.

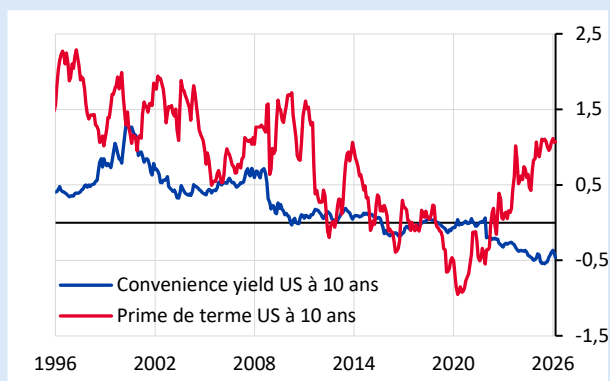
**La deuxième étape concerne la transmission de ces chocs à la zone euro par les canaux financiers.** Les degrés de transmission entre les taux américains et européens ne sont pas constants dans le temps. Après une décennie marquée par une transmission relativement faible des primes de terme américaines vers la zone euro, les estimations récentes suggèrent un retour vers des niveaux plus normaux, avec un coefficient de sensibilité (*beta*) d'environ 0,4 (cf. graphique 2).

En conséquence, nous calibrons, en plus des chocs américains décrits précédemment :

- un choc de +4 pb sur le spread des obligations souveraines de la zone euro ;
- un choc de +16 pb sur la prime de terme de la zone euro, résultant de la transmission partielle de la hausse des primes américaines.

Graphique 1 : Prime de terme et *convenience yield* US à dix ans

x : axe temporel / y (en %)



Note : Le *convenience yield* est calculé comme la différence entre le swap à dix ans du taux monétaire de référence (LIBOR jusqu'en 2021, SOFR à partir de 2022) et le rendement des obligations souveraines américaines à dix ans.

Sources : la prime de terme à dix ans est la moyenne des trois estimations publiées par la Fed, la Fed de New York et Léo Krippner.  
Dernier point : mars 2026.

Graphique 2 : Estimation de la contagion de la prime de terme US à la prime de terme de la zone Euro

x : axe temporel / y : sensibilité du beta



Note : Modèle DCC-GARCH sur données mensuelles en différence première de la prime de terme à dix ans de la zone euro, expliquée par la prime de terme américaine à dix ans, le prix de l'or, le prix du pétrole et un indice de risque géopolitique.

Sources : Léo Krippner, calculs Banque de France.

**En réponse au choc de taux aux États-Unis, les résultats du modèle mettent en évidence un durcissement des conditions financières européennes, une pression à la baisse sur l'activité économique et, à court terme, des effets désinflationnistes modérés.** Dès la première année, la correction des marchés actions s'avère prononcée, atteignant - 1,4 % dans la zone euro et - 1,3 % aux États-Unis. Cette baisse s'accompagne d'une baisse du PIB de - 0,2 % et d'un recul de l'inflation de -0,1pp dans la zone euro, contre - 0,3 % et - 0,2 pp respectivement aux États-Unis. La contagion financière joue un rôle important pour la zone euro : si son économie n'était pas exposée à des effets de contagion financière, la baisse de son PIB et de son inflation seraient contenues à seulement - 0,1 %.

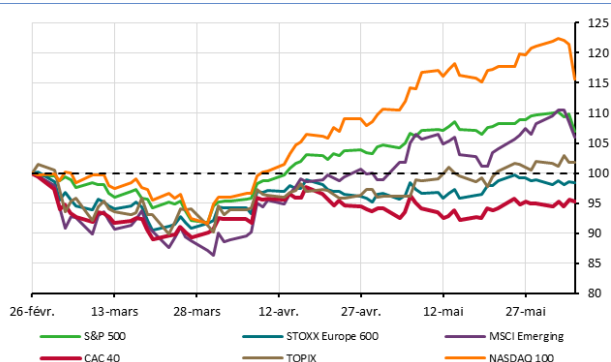
**Ces résultats soulignent la vulnérabilité de la zone euro à des chocs de taux longs d'origine américaine, en particulier dans un environnement de forte intégration financière internationale.** Ils font cependant l'hypothèse que les primes de termes aux États-Unis et en zone euro sont corrélées positivement, un constat historiquement juste, bien que cette dynamique puisse s'altérer dans l'éventualité d'une diminution de l'influence du dollar dans le système financier international.

## Les marchés actions, plus particulièrement les indices américains, restent vulnérables à un brusque retournement du sentiment des investisseurs

**La guerre en Iran n'a provoqué qu'une correction modérée des marchés actions.** Entre le 26 février et le 27 mars 2026, les principaux indices ont subi des baisses notables (cf. graphique 1.15), allant de –9 % pour le NASDAQ à –14 % pour les marchés émergents (MSCI Emerging). Toutefois, en dépit de l'enlisement de la situation géopolitique, les actions ont amorcé un net rebond en avril, les marchés américains parvenant même à dépasser leurs niveaux d'avant-crise. Cette séquence a exacerbé les divergences sectorielles (cf. graphique 1.16). Si les entreprises du secteur des matières premières, en particulier celles qui sont actives dans l'extraction des minerais précieux, ainsi que celles des secteurs de la consommation courante et de la santé, ont particulièrement souffert, le secteur de l'énergie a, à l'inverse, affiché une nette surperformance. En outre, la reprise d'avril a été très largement tirée par les valeurs technologiques.

**Graphique 1.15 : Performances cumulées des actions par région**

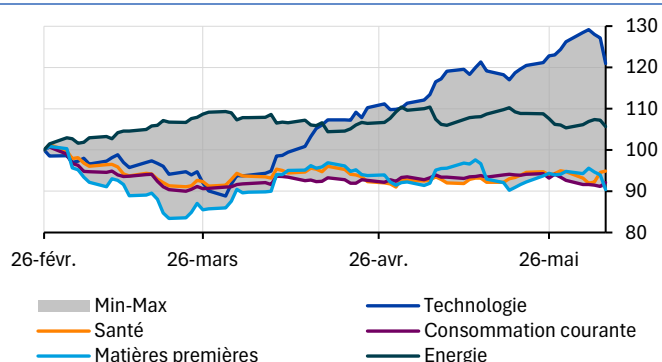
x : axe temporel / y : indice base 100 (26 février 2026)



Source : LSEG Datastream, calculs Banque de France.  
Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 1.16 : Performances cumulées des actions par secteur**

x : axe temporel / y : indice base 100 (26 février 2026)



Note : Performance cumulée des indices sectoriels à l'échelle mondiale depuis le début du conflit au Moyen-Orient.

Source : LSEG Datastream, calculs Banque de France.  
Dernier point : 5 juin 2026.

**Dans ce contexte, les marchés d'actions, particulièrement les indices américains, conservent des ratios de valorisation historiquement élevés, ce qui les rend vulnérables à un brusque retournement du sentiment des investisseurs.** À titre d'illustration, le *price-to-earnings ratio* (PER) anticipé à douze mois du S&P500 s'établit à 21, contre seulement 14 pour le CAC 40 (cf. graphique 1.17). Cet écart s'explique essentiellement par la concentration du S&P500 sur les valeurs technologiques : les « Sept Magnifiques » représentent à elles seules 32 % du poids de l'indice américain. Corrigé de ces sept capitalisations, le PER du S&P500 retombe à 13,5, un niveau aligné sur celui des indices européens.

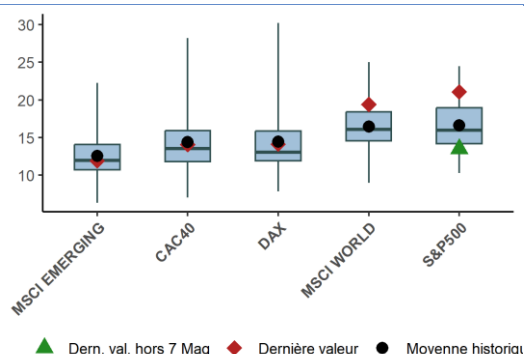
**La volatilité reste faible (cf. graphique 1.18) malgré des risques sous-jacents croissants.** Les niveaux des indicateurs de volatilité implicite des indices d'actions européen et américain (VSTOXX et VIX, qui sont généralement très corrélés) se sont rapidement normalisés, après un bref rebond au début du conflit (point haut du VIX à 35,3 le 9 mars 2026), et évoluent légèrement en dessous de leur moyenne historique (VIX à 19 au 5 juin 2026, contre 19,5 en moyenne entre 1990 et 2026). Plusieurs facteurs contribuent à ce régime de volatilité limitée. D'une part, la faible corrélation entre les titres, liée aux divergences sectorielles qu'entraînent la crise énergétique et l'émergence de l'intelligence artificielle (IA). D'autre part, l'essor du trading d'options (notamment celles de très courte maturité), ainsi que le développement de stratégies systématiques et des *exchange traded funds* (ETF) à effet de levier tendent habituellement à comprimer artificiellement la volatilité<sup>32</sup>. Toutefois, ces facteurs sont procycliques : en cas de choc, le débouclage des positions peut provoquer un redressement brutal de la volatilité, tel qu'illustré par les épisodes de pics de volatilité de février 2018 et d'août 2024. Ces épisodes correspondent à des phases de hausse très rapide de la volatilité, alimentée par des ajustements en chaîne de positions auparavant

32 FMI (2026), *GFSR*, chapitre 1, « Global financial markets confront the war in the Middle East and amplification risks », avril.

construites sur l'hypothèse d'un environnement durablement peu volatil, ce qui accentue le caractère désordonné des mouvements de marché.

**Graphique 1.17 : Valorisation des marchés d'actions**

x : indices actions / y : PER forward 12 mois



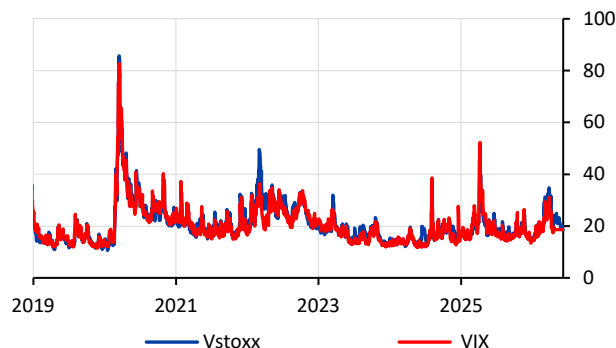
Note : La ligne horizontale dans la boîte représente la médiane, les extrémités de la boîte les quartiles 1 et 3, et les lignes d'extension indiquent les valeurs minimales et maximales. Le PER forward 12 mois est calculé comme le rapport entre le prix des actions et les anticipations de bénéfices par action à un an. Le PER des indices est analysé sur la période 1990-2026.

Source : LSEG Datastream, calculs Banque de France.

Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 1.18 : Volatilité des marchés d'actions**

x : axe temporel / y : indices



Note : Données quotidiennes pour le VIX et le VSTOXX.

Source : LSEG Workspace.

Dernier point : 05 juin 2026.

### Encadré 1.5 : Réaction des actions aux publications récentes de résultats

Par Maxime Barthe et Tristan Jourde

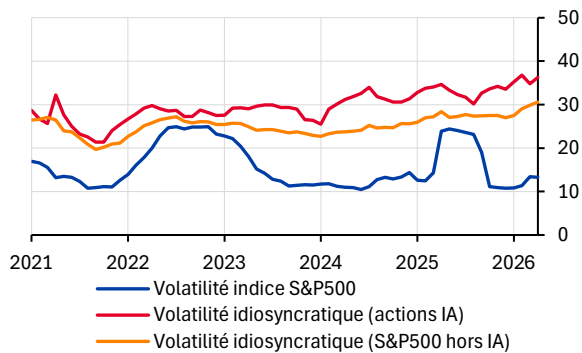
**Le faible niveau de volatilité à l'échelle macroéconomique dissimule une hausse de la volatilité des cours des entreprises liées à l'IA.** Les investisseurs réagissent de plus en plus brutalement aux nouvelles sur les fondamentaux de ces entreprises, un phénomène particulièrement visible sur leur volatilité idiosyncratique (le risque spécifique à chaque entreprise) (cf. graphique 1). Jusqu'à présent, ces entreprises ont bénéficié de publications de résultats plus encourageantes que les entreprises non liées à l'IA (+ 14 % en moyenne entre les revenus publiés et anticipés, contre + 12 % pour les autres entreprises ; cf. graphique 2). De plus, les publications des entreprises liées à l'IA présentent une fréquence plus élevée de surprises positives (91 % des publications, contre 79 %). En outre, cette tendance s'est légèrement accrue depuis la sortie de l'agent conversationnel ChatGPT, fin novembre 2022. Toutefois, ces publications de résultats s'accompagnent d'une réaction boursière plus marquée pour les entreprises liées à l'IA, en particulier en cas de résultats décevants.

**Les performances boursières des entreprises liées à l'IA sont particulièrement sensibles aux publications décevantes.** En effet, les surprises fortement négatives, c'est-à-dire lorsque les revenus publiés sont inférieurs de plus de 8 % aux attentes du marché (ce qui correspond au top 50 % des publications les plus décevantes), affectent deux fois plus les rendements des actions liées à l'IA que celles des autres entreprises (cf. graphique 3). Trois jours après la publication, on observe une perte de plus de 5 % pour les actions des entreprises liées à l'IA, contre environ 2,5 % pour les autres entreprises. Cette sensibilité accrue aux publications décevantes suggère que les attentes à l'égard des entreprises liées à l'IA sont particulièrement optimistes, notamment au regard des risques de surinvestissement et d'interdépendances croissantes au sein de l'écosystème de l'IA. Cette plus grande sensibilité est également observée pour les surprises positives, mais de manière moins marquée (environ 20 % d'impact positif supplémentaire). Dans les deux cas, ces impacts ne

semblent pas transitoires et persistent plusieurs jours, suggérant une réévaluation durable des anticipations des investisseurs.

**Graphique 1 : Volatilité indicielle et idiosyncratique**

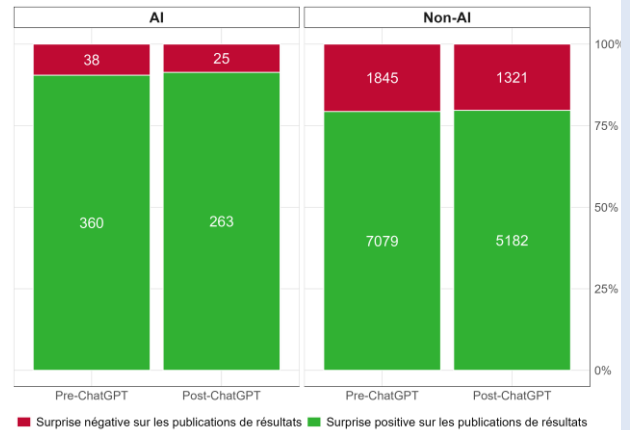
x : axe temporel / y : rendement logarithmique cumulé (en %)



Note : La volatilité indicielle est calculée sur les performances quotidiennes du S&P 500 sur une fenêtre glissante de 6 mois. La volatilité idiosyncratique est calculée à partir des résidus d'une régression des rendements quotidiens des titres individuels sur les facteurs de Fama-French (2015). 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, Qualcomm et Cisco.  
Sources : LSEG Workspace, calculs Banque de France.  
Dernier point : 30 avril 2026.

**Graphique 2 : Distribution des surprises liées aux publications de résultats**

x : IA/hors IA et période pre/post-ChatGPT / y (en %)



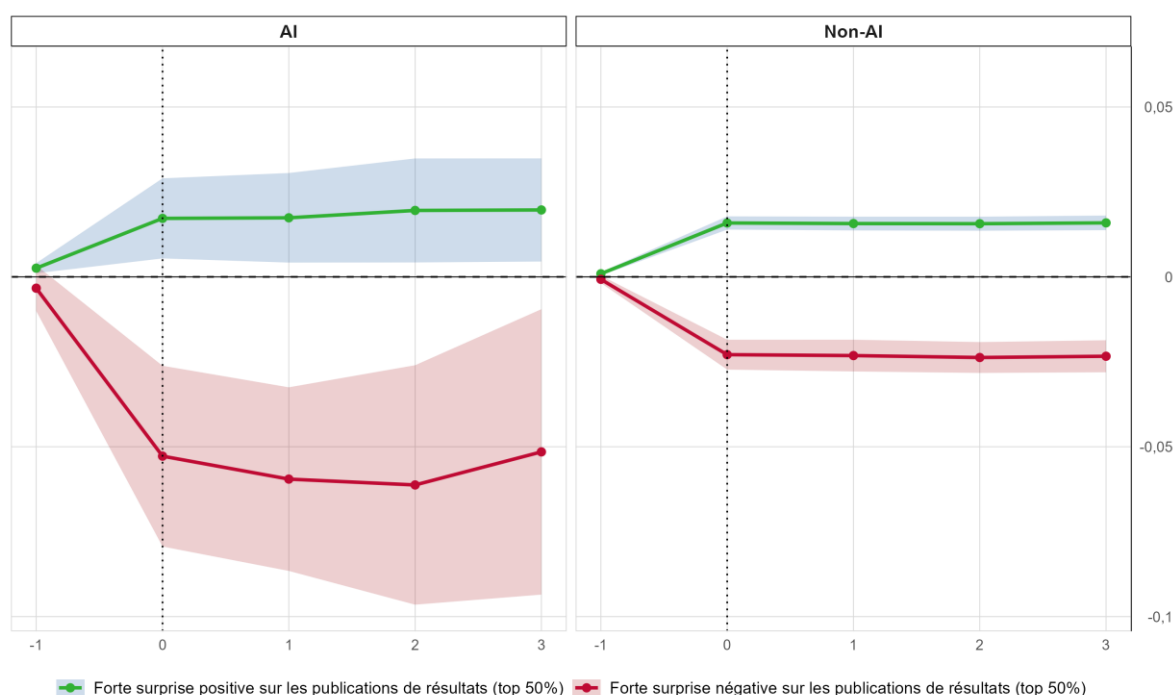
Note : Ce graphique présente le nombre et la proportion de surprises positives et négatives sur les publications de résultats des entreprises du S&P 500 liées à l'IA (à gauche) et hors IA (à droite), pour les périodes pré-ChatGPT (à gauche) et post-ChatGPT (à droite). Une surprise sur les publications de résultats est dite positive ou négative selon que les revenus publiés sont plus grands ou plus petits que ceux qui étaient attendus par les analystes financiers. 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, Qualcomm et Cisco.  
Source : LSEG WIB, calculs Banque de France. Sources : LSEG WIB, calculs Banque de France.

**Cette sensibilité accrue constitue un facteur de vulnérabilité pour les marchés actions.** En effet, les surprises sur les revenus des entreprises liées à l'IA pourraient progressivement converger vers celles observées pour les autres entreprises, voire devenir moins favorables en cas de déception sur la capacité à monétiser les services d'IA en facturant les clients finaux. Dans un scénario de déception généralisée des résultats des entreprises liées à l'IA (revenus publiés inférieurs aux attentes de l'ordre de 30 % en moyenne), l'impact agrégé sur le S&P 500 pourrait ainsi atteindre environ 2 % du fait du poids notable de ces entreprises dans l'indice<sup>33</sup>, sans compter d'éventuels effets de contagion aux autres secteurs d'activité. Un tel retournement soudain des actions américaines pourrait ensuite se propager à l'ensemble des places boursières mondiales, notamment en cas de remise en cause de l'optimisme actuel des investisseurs quant aux perspectives réelles de l'IA.

<sup>33</sup> En considérant que les entreprises liées à l'IA représentent environ 40 % du S&P 500.

**Graphique 3 : Impact des publications de résultats sur la performance des actions**

x : jours (t) autour de l'évènement / y : rendement des actions



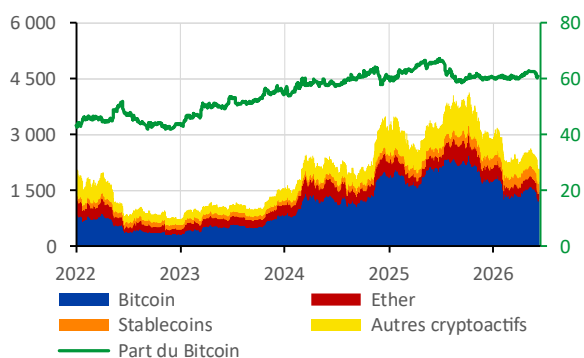
Note : Ce graphique représente l'impact de la publication des résultats (à  $t=0$ ) sur les rendements cumulés des actions des entreprises du S&P 500 liées à l'IA (à gauche) et hors IA (à droite). Les entreprises du S&P500 opérant dans le secteur de l'IA considérées sont : Nvidia, Apple, Microsoft, Meta Platforms, Amazon, Broadcom, Tesla, Alphabet, Oracle, Palantir, Micron Technology, Arista Networks, Adobe, Palo Alto, AMD, Intel, Salesforce, Servicenow, IBM, Qualcomm et Cisco. Une surprise positive, respectivement négative, liée à la publication des résultats indique des revenus publiés plus grands, respectivement plus petits, que ceux attendus par les analystes financiers avant la publication. Les rendements anormaux quotidiens de chaque entreprise sont d'abord estimés via des régressions en séries temporelles sur les facteurs Fama-French (SMB, HML, etc.) pour isoler leur composante idiosyncratique. Ces rendements anormaux sont ensuite utilisés comme variable dépendante dans une régression sur données de panel afin d'évaluer la réaction du marché aux surprises liées à la publication de résultats. L'aire associée à chaque courbe correspond à l'intervalle de confiance (95 %) autour de l'impact.  
Sources : LSEG WIB, K. French, calculs Banque de France.

**La guerre en Iran a accentué l'incertitude sur les marchés des cryptoactifs.** Cette phase de tensions est en outre survenue alors que le marché était déjà entré depuis l'automne 2025 dans une phase de forte volatilité qualifiée de nouvel « hiver crypto ». La valorisation totale du marché a chuté de 57 % par rapport au pic de 4 200 milliards de dollars atteint en octobre 2025, s'établissant à 1 800 milliards de dollars en juin 2026, malgré un rebond temporaire autour de mars-avril 2026 (cf. graphique 1.19). Le *bitcoin* et *l'ether* ont subi des corrections importantes, respectivement de 50 % et 70 %, par rapport à leurs sommets de 2025. Cette période a été marquée par un *flash crash* en octobre 2025, qui a mis en lumière des vulnérabilités critiques liées à l'effet de levier, entraînant une vague de liquidations automatisées de positions sur dérivés pour un montant de 19 milliards de dollars. Après une phase d'accalmie au printemps 2026, la volatilité des principaux cryptoactifs est repartie à la hausse dans un contexte de regain d'aversion au risque, de tensions géopolitiques persistantes et de sorties notables des fonds indiciels adossés aux cryptoactifs. Les volatilités historiques sur trente jours du bitcoin et de *l'ether* demeurent néanmoins nettement inférieures aux niveaux extrêmes observés durant l'hiver 2025-2026. Par comparaison, la volatilité du Brent, fortement affectée par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, avait atteint un pic supérieur à 100 % avant de refluer autour de 70 % sur la même période (cf. graphique 1.20). Malgré cette correction, plusieurs institutions financières ont poursuivi le développement d'initiatives liées aux cryptoactifs et aux produits d'investissement associés, témoignant de l'intégration croissante de cette classe

d'actifs au système financier traditionnel. Les cryptoactifs ne semblent toutefois offrir qu'un bénéfice limité en matière de diversification de portefeuille. Malgré une certaine baisse récente des corrélations du bitcoin avec les principaux indices actions américains, les cryptoactifs demeurent globalement sensibles aux conditions macro-financières et à l'évolution de l'appétit pour le risque sur les marchés financiers.

**Graphique 1.19 : Valorisation de marché des cryptoactifs**

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



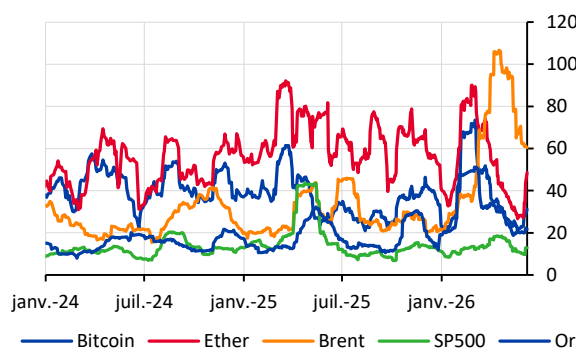
Note : La catégorie « autres cryptoactifs » correspond aux autres cryptoactifs représentant individuellement moins de 5 % du total, à l'exception de Ripple (XRP) qui représente 8 % en fin de période.

Source : LSEG Workspace.

Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 1.20 : Volatilités historiques 30 jours des cryptoactifs comparées aux autres actifs**

x : axe temporel / y : en %



Source : Bloomberg.

Dernier point : 5 juin 2026.

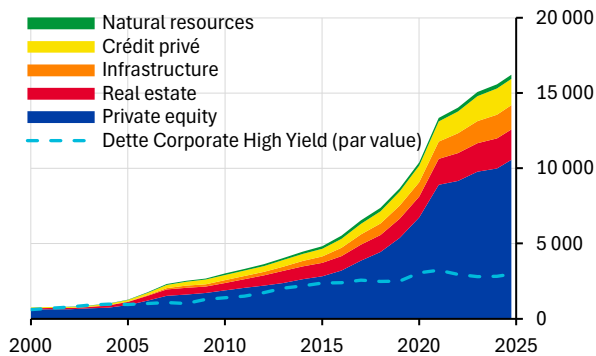
## Des signaux d'alerte ont mis en exergue les vulnérabilités du marché du crédit privé

Le marché du crédit privé, qui a connu une forte croissance au cours des dix dernières années<sup>34</sup> (cf. graphique 1.21), a traversé début 2026 une période d'inquiétudes élevées de la part des investisseurs, mettant en lumière certaines vulnérabilités de cette classe d'actifs. Une série de faillites aux États-Unis à l'automne 2025, ayant impliqué des acteurs du crédit privé mais également fait apparaître les expositions d'acteurs bancaires et assurantiers à cette classe d'actifs, a contribué à renforcer la perception du risque de crédit porté par les fonds de crédit privé (cf. graphique 1.22). Cela d'autant plus que les progrès rapides de l'IA ont suscité des craintes pour certaines entreprises du secteur des logiciels, auquel les fonds de crédit privé semblent particulièrement exposés. Ces inquiétudes se sont manifestées au premier trimestre 2026 par des demandes de rachats élevées de la part de la clientèle de détail dans les fonds semi-liquides gérés par plusieurs grands gestionnaires d'actifs américains. Ces demandes ont été partiellement honorées, les gestionnaires ayant activé des mécanismes de blocage des rachats pour limiter le risque d'asymétrie de liquidité associé à des fonds semi-ouverts mais des actifs sous-jacents peu liquides.

<sup>34</sup> Pour un panorama plus détaillé du crédit privé, cf. Banque de France (2025), *Rapport sur la stabilité financière*, décembre.

**Graphique 1.21 : Actifs sous gestion en crédit privé et autres stratégies**

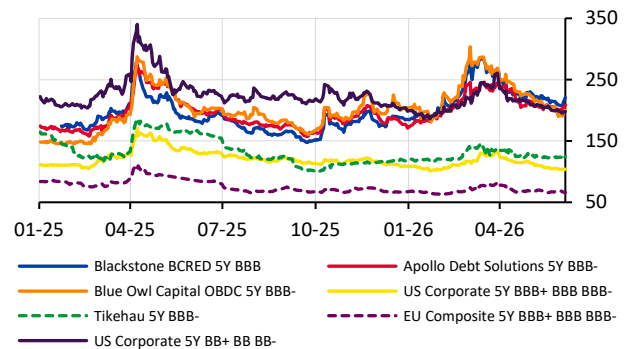
x : axe temporel / y : (en milliards de dollars)



Source : Preqin.  
Dernier point : septembre 2025.

**Graphique 1.22 : Spreads obligataires des principaux gestionnaires actifs dans le crédit privé et comparaison avec des indices de spreads obligataires corporate**

x : axe temporel / y : (en pb)



Source : Bloomberg.  
Dernier point : 5 juin 2026.

**Les acteurs financiers européens et français présentent des expositions limitées au crédit privé, mais leur cartographie précise demeure complexe et ils pourraient être affectés par la contagion à d'autres classes d'actifs en cas de choc.** Ces expositions peuvent passer entre autres par des crédits bancaires, le plus souvent des financements adossés aux actifs des fonds, ainsi que par des expositions directes en tant qu'investisseurs dans le cas des assureurs. Dans la zone euro, ces expositions ne semblent pas excéder 0,2 % des actifs totaux des banques et 2,3 % des actifs totaux des assureurs, lorsqu'on retient une définition restreinte du crédit privé<sup>35</sup>. Toutefois, un choc sur le crédit privé, par exemple en cas de hausse des défauts sur les prêts, serait susceptible de se propager à d'autres classes d'actifs comme les obligations du segment *high yield* ou les prêts bancaires syndiqués. Le crédit privé présente également de nombreuses interconnexions transfrontières, puisqu'une grande partie des investissements européens en crédit privé est effectuée à l'étranger, tandis que la majorité des prêts privés reçus par des entreprises de la zone euro provient d'acteurs non-résidents<sup>36</sup>. En cas de réduction de la disponibilité de prêts privés aux sociétés non-financières (SNF) de la zone euro, ces entreprises pourraient rencontrer des difficultés pour accéder à d'autres sources de financement compte tenu de leur profil risqué. Ainsi, un choc sur le crédit privé serait susceptible d'entraîner des défauts supplémentaires d'entreprises.

**Dans le contexte du conflit en Iran, le crédit privé présente des vulnérabilités liées au profil de ses emprunteurs,** qui sont des entreprises de taille moyenne à grande, très endettées, dont la capacité à porter la charge de la dette pourrait être réduite par des hausses de coûts des intrants et de financement, les crédits privés étant contractés à taux variables. Une autre dimension concerne l'exposition croissante du crédit privé au secteur de l'IA<sup>37</sup>, qui rend cette classe d'actifs vulnérable à une révision à la baisse des anticipations de revenus de ce secteur.

<sup>35</sup> ECB, *Financial Stability Review*, mai 2026.

<sup>36</sup> Financial Stability Board, *Report on Vulnerabilities in Private Credit*, mai 2026.

<sup>37</sup> *Financing the AI boom: from cash flows to debt*, BIS, janvier 2026.

## **Encadré 1.6 : Les expositions des assureurs au crédit privé**

Par Raphaël Gorrard

La notion de *crédit privé* ne fait pas l'objet d'une définition pleinement stabilisée. Néanmoins, les institutions internationales (notamment l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance) retiennent des approches convergentes permettant d'identifier plusieurs composantes récurrentes du crédit privé dans les portefeuilles des assureurs.

Ces expositions peuvent être regroupées en quatre périmètres, classés ci-dessous selon leur degré de rattachement aux défis spécifiques du crédit privé.

### **Périmètre 1 : Fonds de dette privée**

Il s'agit des expositions à des fonds spécialisés en dette privée. Ces expositions constituent le cœur des préoccupations des institutions internationales, notamment en lien avec les développements observés aux États-Unis. Elles sont considérées comme relevant pleinement du crédit privé.

### **Périmètre 2 : Expositions titrisées**

Ce périmètre couvre les expositions à des instruments titrisés, tels que les *collateralised loan obligations* (CLO) ou d'autres structurés de crédit, par lesquels les assureurs portent un risque de crédit sans nécessairement recourir à l'intermédiation bancaire. Ces instruments n'intègrent toutefois pas exclusivement des actifs de crédit privé : ils peuvent contenir, en particulier pour les structurés, de la dette émise par des contreparties notées.

### **Périmètre 3 : Investissements directs en dette non cotée**

Ce scope comprend les investissements directs sous forme de prêts ou de dette non cotée (hors secteur financier et hors intragroupe). Si ces expositions peuvent en théorie rentrer dans le champ du crédit privé, dans le cas des assureurs français, les expositions résiduelles concernent dans une large proportion des prêts à des sociétés immobilières affiliées et détenues par les assureurs. Les défis associés relèvent ainsi largement de ceux déjà couverts par l'analyse du secteur de l'immobilier commercial.

### **Périmètre 4 : Expositions indirectes par des fonds généralistes**

Ce périmètre regroupe les expositions à des prêts logés dans des fonds généralistes (y-c. obligataires), au sein desquels des prêts sont intégrés dans des portefeuilles globalement plus liquides, ainsi que les expositions de dette d'entreprise détenues par des fonds peu liquides (infrastructure, *private equity*, gestion alternative). Ces dernières peuvent cependant être constituées de titres cotés du secteur financier ou non-financier.

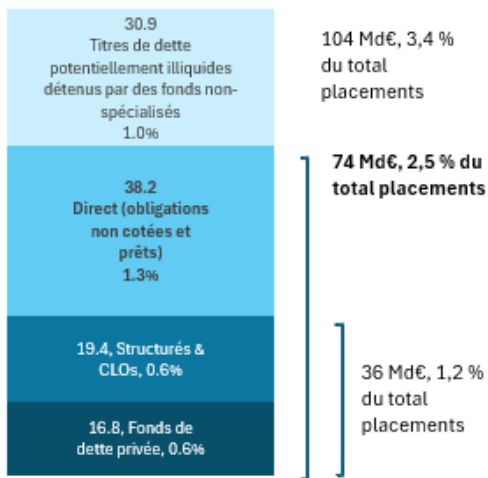
### **Poids dans les portefeuilles des assureurs français**

Selon le périmètre retenu, allant d'une définition restrictive limitée aux seuls fonds de dette privée à une approche plus extensive, les expositions des assureurs français au crédit privé représentent entre 0,6 % et 3,4 % du total de leur actif. En se concentrant sur la composante des catégories 1 à 3 qui relèvent strictement d'investissements choisis, ces expositions s'élèvent à environ 2,5 % du total de l'actif. Concernant le périmètre 4, 18 milliards d'euros d'expositions sont logées dans des fonds détenant majoritairement des expositions sous forme de prêts d'après les données déclarées par les assureurs.

**La majorité (plus de 90%) de ces expositions relève du fonds général des assureurs.** Elles constituent donc des actifs de diversification dont la faible liquidité ne constitue pas nécessairement un problème en soi dès lors qu'elles représentent un faible part de l'actif, détenue concomitamment à des actifs plus liquides.

**Graphique 1 : Vue d'ensemble, expositions des assureurs français au crédit privé au 31 décembre 2025**

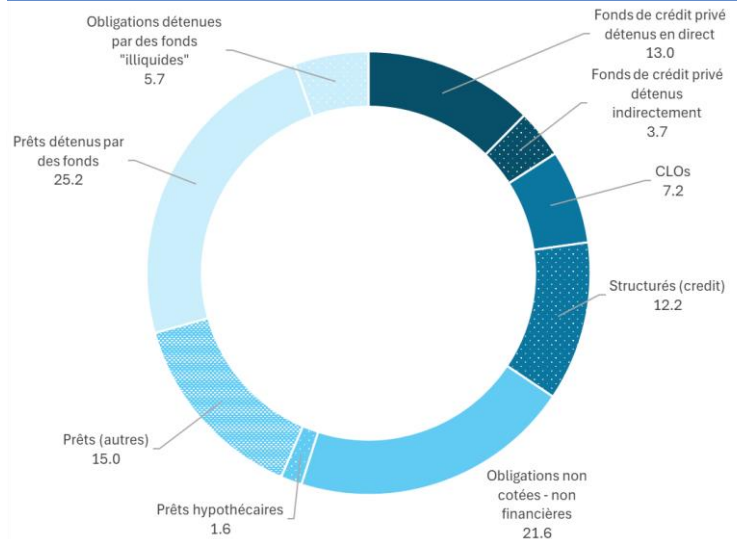
y : (en milliards d'euros et en % du total actif)



Source(s) : ACPR sur la base des remises réglementaires solo, Morningstar.  
Date : T4 2025.

**Graphique 2 : Détail des expositions des assureurs français au crédit privé au 31 décembre 2025**

y : (en milliards d'euros)



Source(s) : ACPR sur la base des remises réglementaires solo, utilisation de la base Morningstar.  
Date : T4 2025.

## Le marché des *stablecoins* se stabilise, celui des fonds monétaires *tokenisés* poursuit son dynamisme

Après une croissance particulièrement dynamique au début de l'année 2025, le marché des jetons stables (*stablecoins*) s'est stabilisé début 2026, s'établissant à 298 milliards de dollars au 5 juin 2026, sans que le conflit en Iran semble fortement affecter ce marché. Circle et Tether restent les principaux acteurs d'un marché essentiellement en dollar. En Europe, un consortium de 37 banques européennes projette d'émettre un *stablecoin* adossé à l'euro d'ici fin 2026 : l'initiative serait ainsi directement portée par les acteurs du secteur bancaire, contrairement aux acteurs majoritaires aux États-Unis. L'un des principaux risques de stabilité financière réside aujourd'hui dans les interconnexions entre les *stablecoins*, les marchés cryptos, et les marchés traditionnels. Les usages actuels des *stablecoins* semblent se concentrer sur des transactions au sein de la sphère crypto : une perte de confiance dans un ou plusieurs *stablecoins* pourrait rapidement se transmettre aux marchés cryptos. Enfin, les émetteurs de *stablecoins* en dollars sont d'importants investisseurs sur le marché obligataire souverain américain, avec des empreintes comparables aux plus importants fonds monétaires américains<sup>38</sup>. Dans la zone euro, les effets sur l'obligataire souverain sont réduits compte tenu de la taille du marché, et dépendront des actifs de réserve des émetteurs de *stablecoins*, mais aussi de leur utilisation orientée vers une clientèle de détail ou plus institutionnelle<sup>39</sup>.

Le premier semestre 2026 se caractérise par un fort dynamisme de la *total value locked (TVL)*<sup>40</sup> des fonds monétaires *tokenisés* en dollars, qui reste néanmoins relativement très limitée à 16,1 milliards de dollars<sup>41</sup> au 5 juin 2026 (contre 9 milliards de dollars au 2 janvier), dans la continuité de l'année 2025. Cette phase d'expansion s'explique notamment par le développement de marchés secondaires pour les parts de fonds *tokenisées*, et par

<sup>38</sup> BCE (2025), « *Stablecoins on the rise : still small in the euro area, but spillover risks loom* » *Financial Stability Review*, novembre.

<sup>39</sup>

BCE (2026), « *Euro stablecoins and their potential effect on sovereign bond markets* », *Macprudential Bulletin*, n° 33, avril.

<sup>40</sup> La TVL est l'équivalent des encours sous gestion pour les fonds traditionnels.

<sup>41</sup> L'encours correspond à l'ensemble des fonds monétaires *tokenisés* recensés par rwa.xyz, plateforme qui agrège des données relatives aux actifs *tokenisés*. Une approche plus restrictive consiste toutefois à ne retenir que les fonds investis dans des actifs comparables à ceux d'un fonds monétaire traditionnel, en excluant notamment les fonds *tokenisés* investissant exclusivement dans d'autres fonds. Selon cette définition, la valeur totale des actifs sous gestion (TVL) des fonds monétaires *tokenisés* atteindrait 7 milliards de dollars en janvier 2026, contre 9 milliards de dollars à la même date selon l'approche large, d'après la BCE (lien).

leur usage croissant comme collatéral sur les plateformes de finance décentralisée, à l'image du partenariat noué entre Spiko et Société Générale, permettant d'emprunter des EURCV ou USDCV (les *stablecoins* émis par Société Générale) en utilisant comme collatéral les parts de fonds monétaires de Spiko, par les protocoles de prêt-emprunt Morpho<sup>42</sup>.

### Encadré 1.7 : Les fonds monétaires tokenisés : un marché encore limité, mais sous surveillance

Par Alice Schwenninger

**Le marché des fonds monétaires tokenisés reste dominé par les fonds libellés en dollars, représentant 90% de la TVL agrégée au 5 juin 2026.** Des différences structurelles apparaissent toutefois entre les juridictions. Aux États-Unis, le marché englobe les gestionnaires d'actifs traditionnels comme *Blackrock*, les émetteurs de *stablecoins* comme *Circle*, et certaines *fintech*. Dans la zone euro, l'offre reposait initialement davantage sur des partenariats entre des *fintechs*, comme Spiko, et des acteurs traditionnels de la gestion collective. Les sociétés de gestion traditionnelles se sont récemment positionnées sur ce segment en privilégiant l'émission de nouvelles parts tokenisées au sein de fonds existants, élargissant ainsi leur base d'investisseurs.

**Le développement des fonds monétaires tokenisés soulève plusieurs enjeux de stabilité financière. Une asymétrie persiste entre le degré de tokenisation du passif et de l'actif.** Si les parts des fonds peuvent être partiellement ou entièrement tokenisées, les actifs sous-jacents demeurent majoritairement constitués d'instruments financiers traditionnels, en particulier des *reverse repo* et des titres souverains, créant des interconnexions avec les marchés financiers traditionnels. À ce titre, les initiatives contribuant à développer la tokenisation de certains marchés, tel que le projet Pythagore en Europe initié par la Banque de France et Euroclear sur la tokenisation du marché des NEU CP, pourront indirectement bénéficier aux fonds tokenisés.

**Ensuite, les fonds monétaires sont généralement disponibles sur plusieurs blockchains afin de toucher une base d'investisseurs diversifiée (cf. graphique 1).** Cette distribution multi-chaînes contribue à segmenter les investisseurs en fonction des caractéristiques propres à chaque *blockchain* : certaines, comme Ethereum, sont davantage utilisées par des investisseurs institutionnels, tandis que d'autres, telles que Stellar, apparaissent plus orientées vers une clientèle de détail. À l'instar des fonds traditionnels, certains fonds monétaires imposent des minimums d'investissement différents entre blockchains pour un même fonds, pouvant varier de 20 dollars pour Stellar à 5 millions de dollars pour Ethereum. L'analyse des dix principaux fonds monétaires tokenisés en dollars met en évidence une forte concentration des wallets des fonds monétaires tokenisés (cf. graphique 2) : la part des trois premiers wallets dans la *total value locked* d'un fonds est souvent supérieure à 50%.

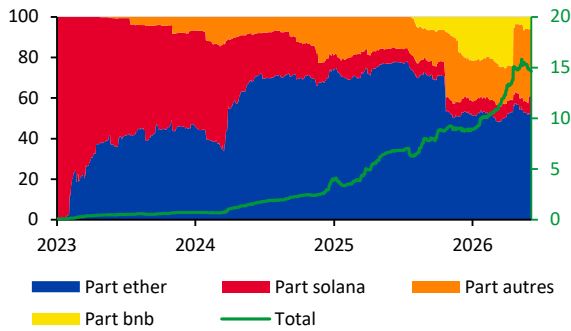
**Enfin, les fonds monétaires tokenisés restent exposés à la fragmentation des infrastructures liées aux blockchains<sup>43</sup>.** Leur faible interopérabilité entraîne une fragmentation de la liquidité, susceptible d'affecter le bon fonctionnement du marché en période de tension. Des initiatives sont en cours pour améliorer l'interopérabilité entre les *blockchains*, en travaillant sur plusieurs aspects : l'actif de règlement (dans le cadre des projets de monnaies numériques de banque centrale, tels que Pontes), sur des solutions techniques telles que les *bridges* (Projet Kairos, Nexus) ou la standardisation de la conformité programmable (projet GL1).

<sup>42</sup> Le partenariat entre SG Forge et Spiko avait été annoncé en septembre 2025 (lien).

<sup>43</sup>in (H. S.) (2026), « Tokenomics and blockchain fragmentation », BIS Working Papers n° 1335, 10 mars.

**Graphique 1 : Répartition des fonds monétaires tokenisés en dollar selon les blockchains**

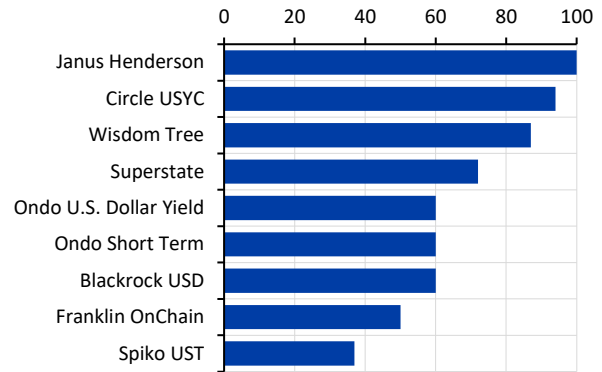
x : axe temporel / y [gauche] : part de chaque blockchain dans la TVL des fonds (en %) ; [droite] : TVL agrégée (en milliards de dollars)



Note : Total value locked agrégée des fonds monétaires tokenisés en dollars.  
Source: rwa.xyz  
Dernier point : 5 juin.

**Graphique 2 : Concentration du passif des fonds monétaires tokenisés**

x : part des 3 premiers wallets dans la TVL (en %) par TMMF ; y : fonds monétaire tokenisé



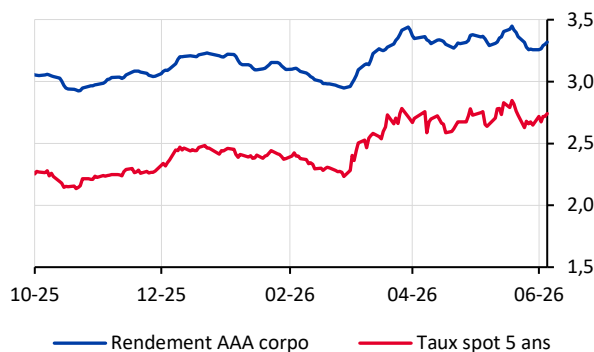
Source : rwa.xyz  
Dernier point : 5 juin.

## Malgré les tensions géopolitiques et un volume d'émissions important, les *spreads* obligataires *corporate* restent faibles

L'appétit des investisseurs pour la dette *corporate* européenne demeure très élevé, contribuant à maintenir les *spreads* à des niveaux historiquement serrés, en dépit des risques géopolitiques et énergétiques. Cette demande soutenue s'est maintenue malgré la légère correction des valeurs liées à l'IA en janvier et en février, ainsi qu'une remontée marquée des rendements *corporate* liée à la hausse des taux sans risque (cf. graphique 1.23). Dans ce contexte, les *spreads* sont restés globalement contenus, y compris pour les secteurs des transports et de l'industrie, pourtant plus exposés aux chocs énergétiques (cf. graphique 1.24). La dynamique observée sur les *spreads* est également partagée sur le marché de court terme des NEU CP. Au-delà d'une possible sous-estimation du risque par les investisseurs, cette stabilité peut également refléter un déplacement des émetteurs les plus risqués du marché obligataire vers le crédit privé, bien que ce segment présente lui-même des tensions.

**Graphique 1.23 : Évolution des taux AAA corporate et souverain européens**

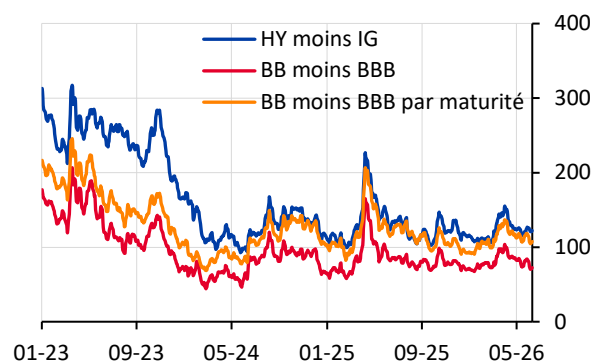
x : axe temporel / y : taux (en %)



Note : La maturité résiduelle moyenne des obligations corporate européennes varie autour de 5 ans, et est de 5,31 ans au 5 juin 2026.  
Sources : CSDB, BCE, LSEG Workspace, calculs Banque de France.  
Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 1.24 : Différence entre les rendements des obligations européennes HY et IG**

x : axe temporel / y : spread (en pb)



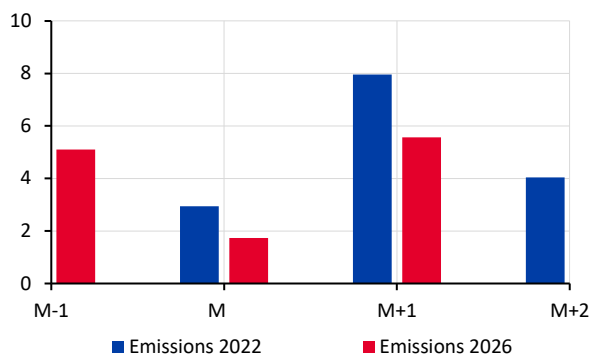
Note : HY : high yield ; IG : investment grade. La mesure par maturité compare les rendements entre segments de notation en corrigeant des différences de maturité.  
Sources : CSDB, LSEG Workspace, calculs Banque de France.  
Dernier point : 5 juin 2026.

La faiblesse des *spreads* n'exclut toutefois pas un début de mouvement de différenciation entre émetteurs *investment grade*. Certains acteurs des technologies de l'information voient leurs *spreads* s'écarter, en lien avec une baisse de confiance dans la soutenabilité de leurs modèles économiques dans un contexte de montée rapide des capacités liées à l'IA. À l'inverse, les émetteurs les mieux notés, en particulier les *hyperscalers* (AAA pour Microsoft, AA+/AA pour Amazon, Alphabet et Meta), continuent de bénéficier de conditions de financement exceptionnellement favorables. Portée par cette forte demande ciblée, cette situation favorise l'émergence d'émissions assorties de maturités exceptionnellement longues, ainsi qu'un assouplissement notable des conditions spécifiques (*covenants*) sur certains nouveaux titres. Toutefois, le volume soutenu des émissions et la compression persistante des *spreads* reposent implicitement sur l'hypothèse d'une forte croissance des revenus des principaux clients de ces *hyperscalers*, notamment OpenAI et Anthropic, à l'horizon 2030, une trajectoire dont les ressorts économiques demeurent incertains à ce stade.

Le financement de court terme des SNF ne semble pas avoir subi de turbulences liées à la guerre en Iran. Le marché des titres de créances négociables européens (NEU CP), dont l'encours totalisait 65,3 milliards d'euros fin avril 2026, n'a pas subi d'épisodes de gel des émissions, comme lors du choc de la Covid-19. Les fonds monétaires absorbent une partie importante des émissions, et ce sur l'ensemble des maturités résiduelles. Le constat de résilience se maintient y compris pour les six entreprises du secteur de l'énergie (ou du négoce de produits énergétiques) actives sur le marché NEU CP. En comparant au choc de mars 2022 qui avait également touché ce secteur, les besoins de financement de court terme des entreprises de l'échantillon se sont traduits par des volumes émis orientés à la hausse depuis mars 2026. En revanche, les deux épisodes de stress se traduisent par un raccourcissement des maturités à l'émission qui se poursuit en avril 2026 (la maturité moyenne atteignant 24 jours contre 71 jours en janvier 2026) alors que l'effet s'était rapidement résorbé en avril 2022 (cf. graphique 1.25).

Graphique 1.25 : Montants émis des énergéticiens sur le marché NEU CP

x : axe temporel (M : mois de déclenchement du conflit) / y : émissions (en milliards d'euros)

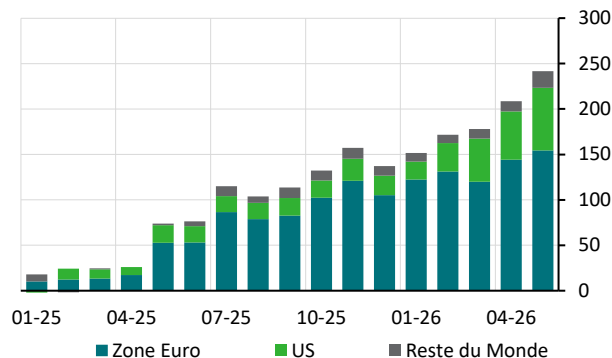


Note : l'échantillon englobe six sociétés non-financières. Le graphique compare les montants émis lors du déclenchement de la guerre en Ukraine en 2022 et lors du conflit au Moyen-Orient en 2026, en comparant les mois autour du choc (M-1 correspond au mois précédant le conflit).

Source : Banque de France.  
Dernier point : avril 2026.

Graphique 1.26 : Émissions nettes cumulées en euros, par région de domiciliation de l'émetteur

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



Sources : CSDB, calculs Banque de France.  
Dernier point : 31 mai 2026.

L'encours de dette obligataire des SNF a continué de progresser en 2026 à un rythme plus modéré qu'au second semestre 2025, malgré une forte hausse des émissions liées aux investissements dans l'IA. En France, l'encours s'est stabilisé après une forte hausse, atteignant 748 milliards d'euros au 31 mai 2026, progression principalement portée par les émissions *investment grade*, en particulier BBB, tandis que les encours *high yield* sont restés

globalement stables. Dans ce contexte européen marqué par un ralentissement des flux, les émissions des Big Tech américaines ont en revanche fortement accéléré, alimentée par les besoins massifs liés aux investissements dans l'IA et les infrastructures de centres de données : les marchés obligataires européens ont ainsi absorbé une vague d'émissions de très grande taille émanant notamment d'Amazon, Alphabet et Oracle. En conséquence, la montée en puissance des émetteurs américains se reflète dans leur poids croissant au sein des émissions libellées en euros : entre octobre 2025 et mars 2026, près des deux tiers des émissions nettes en euro des entreprises proviennent de sociétés domiciliées aux États-Unis (cf. graphique 1.26). Cette tendance pourrait encore s'amplifier si le financement obligataire venait à prendre le relais d'un crédit privé potentiellement plus contraint dans le financement de l'IA, dans un contexte de tensions observées sur ce segment en début d'année.

### 1.3 Les sociétés non-financières ont des marges de manœuvre réduites dans un contexte de vulnérabilités persistantes et de risque macroéconomique

#### La détérioration de l'environnement international risque de peser sur les acteurs non-financiers

La croissance française est pénalisée par le choc d'offre négatif résultant de la crise géopolitique et par l'ajustement à la hausse des anticipations de taux. Initialement prévue à 1 % pour 2026, la croissance est attendue dans le scénario central des projections de la Banque de France de juin 2026 à 0,5 %, révisée à la baisse de 0,4 point par rapport à mars, en raison d'hypothèses revues à la hausse sur le prix du pétrole mais surtout d'une activité moins résiliente qu'anticipé au premier trimestre 2026. La croissance rebondirait ensuite à 0,9 % en 2027, puis à 1,2 % en 2028, soutenue par le redressement de la demande intérieure privée, en particulier la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Après une forte surprise à la baisse sur l'investissement des ménages au premier trimestre 2026, l'investissement privé se redresserait moins rapidement du fait de la hausse des taux. À moyen terme, la remontée des taux sur les crédits aux ménages devrait être plus rapide que prévue, ce qui pourrait peser sur la production de crédits à l'habitat. Dans le scénario défavorable la France échapperait à la récession sur l'ensemble de l'année 2026, avec une croissance faible mais positive (+ 0,3 %). Dans le scénario très défavorable, la croissance du PIB serait nulle en 2026 et légèrement négative en 2027 (- 0,1 %).

#### Dans un contexte géopolitique marqué par une forte incertitude et un risque macroéconomique plus élevé, les SNF ont peu de marge de manœuvre

**Les grandes entreprises sont exposées de manière hétérogène au choc géopolitique.** La publication des résultats de 39 groupes du CAC 40 pour le premier trimestre 2026 révèle que leur chiffre d'affaires est globalement stable par rapport à mars 2025, avec de fortes disparités intersectorielles. Les secteurs du commerce de gros, du commerce de détail et de l'énergie et la distribution ont globalement de moins bons résultats qu'au premier trimestre 2025. En revanche le secteur de la finance et de l'assurance affiche de meilleures performances. Si le secteur manufacturier affiche en moyenne une progression du chiffre d'affaires (CA) en glissement annuel, on observe une forte hétérogénéité intra sectorielle.

**Les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI), qui avaient bien résisté au choc de 2022, abordent ce nouveau choc dans des conditions favorables, d'après les bilans 2024.** Leur exposition énergétique<sup>44</sup> reste globalement faible malgré une légère hausse, avec peu de disparités selon la taille des entreprises.

**Les expositions des banques françaises aux prêts non performants (NPL) des SNF françaises ont toutefois augmenté,** passant de 3,3 % au troisième trimestre 2022 à 4,57 % au premier trimestre 2026, contre 4 % en moyenne en 2019 (pré-Covid). Par rapport au premier trimestre 2025, la hausse des NPL dans le portefeuille total<sup>45</sup> est portée par le secteur de l'immobilier, le commerce et la communication. En matière de taille d'entreprise, cette dynamique est principalement tirée par les ETI et les grandes entreprises (GE). Sur le marché domestique,

<sup>44</sup> Mesurée comme le rapport entre les dépenses d'énergie et le chiffre d'affaires de l'entreprise. Conseil d'analyse économique (2024), *Focus*, n° 104, février.

<sup>45</sup> Pour les six principaux groupes bancaires français : BNP Paribas, Groupe Crédit Agricole, Groupe BPCE, Société Générale, Groupe Crédit Mutuel et la Banque Postale

trois secteurs représentent la moitié des encours de prêts non performants au premier trimestre 2026 : celui des activités immobilières<sup>46</sup> (23 %), le secteur du commerce (16 %) et l'industrie manufacturière (11 %). Le taux de NPL de ces secteurs est en progression sur le marché domestique par rapport à la moyenne observée en 2019 (2,6 % en moyenne en 2019 contre 2,9 % au premier trimestre 2026 pour les activités immobilières, 6 % en 2019 et 7,4 % au premier trimestre 2026 pour le commerce et 5,7 % en 2019 contre 7,3 % au premier trimestre 2026 pour l'industrie manufacturière). En Allemagne, ces taux ont fortement augmenté entre 2019 et le premier trimestre 2026 pour atteindre des niveaux proches de la France (activités immobilières : 0,4 % en 2019 contre 3,0 % au premier trimestre 2026 ; commerce : 2,9 % en 2019 contre 5,7 % au troisième trimestre 2025 ; industrie manufacturière : 3,8 % en 2019 contre 5,8 % au premier trimestre 2026<sup>47</sup>). Les évolutions observées en France reflèteraient principalement une hausse du niveau de risque des encours existants. Toutefois, depuis début 2025, les flux de nouveaux crédits plus risqués ont progressé plus rapidement que les flux de nouveaux crédits moins risqués (cf. encadré 1.8).

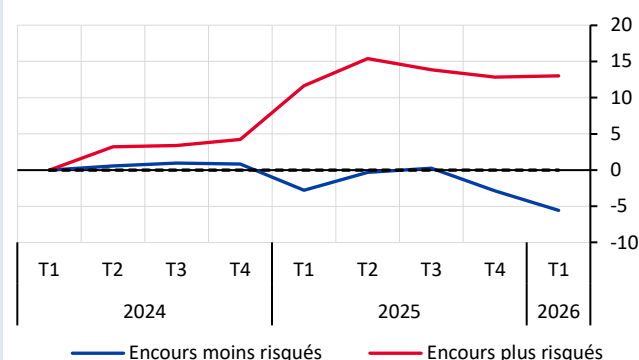
### Encadré 1.8 : Évolution des encours de crédit des SNF selon le niveau de risque de crédit

Par Paul Vertier

**Après une hausse prononcée au premier semestre 2025, les encours de crédit plus risqués des sociétés non-financières françaises se sont stabilisés (cf. graphique 1).** Cet encadré repose sur l'analyse des encours de crédit des sociétés non-financières françaises dans la base de données AnaCredit, entre janvier 2023 et mars 2026. Les encours de crédit risqués sont ici définis comme ceux qui sont associés à une probabilité de défaut supérieure strictement à 2,4 %, soit le troisième quartile de la distribution non-pondérée des encours entre janvier 2023 et mars 2026. Entre le premier trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025, les encours de crédit plus risqués ont augmenté de 15,4 %, avec une hausse de plus de 10 pp sur le premier semestre 2025. De leur côté, les encours de crédit moins risqués ont été stables sur la même période, à -0,3 %. Depuis le second semestre 2025, les encours de crédits plus risqués se sont toutefois stabilisés, à un niveau supérieur d'environ 13 % à celui observé au premier trimestre 2024. Les encours de crédit moins risqués se sont, pour leur part, légèrement repliés, pour atteindre un niveau inférieur d'environ 5 % à celui du premier trimestre 2024.

**Graphique 1 : Taux de croissance des encours de crédit par rapport à leur niveau du premier trimestre 2024, par catégorie de risque**

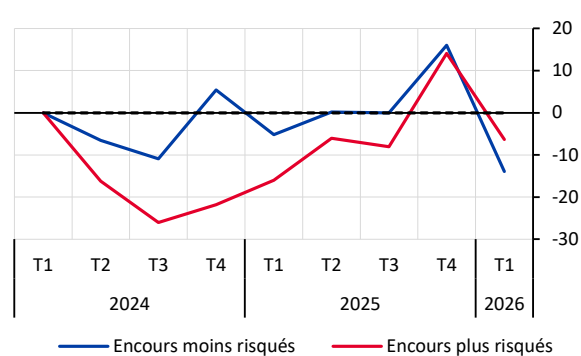
x : axe temporel / y : (en %)



Note : Le troisième quartile (non-pondéré des encours) des probabilités de défaut entre janvier 2023 et mars 2026 en France (2,4 %) est utilisé pour distinguer les profils de risque des entreprises ; les encours plus/moins risqués sont associés à une probabilité de défaut supérieure/inférieure à ce seuil. Le graphique exclut les encours associés à une probabilité de défaut égale à 0 ou 1.  
Source : AnaCredit.

**Graphique 2 : Taux de croissance des nouveaux crédits par rapport à leur niveau du premier trimestre 2024, par catégorie de risque**

x : axe temporel / y : (en %)



Note : Le troisième quartile (non-pondéré des encours) des probabilités de défaut entre janvier 2023 et mars 2026 en France (2,4 %) est utilisé pour distinguer les profils de risque des entreprises ; les nouveaux crédits plus/moins risqués sont associés à une probabilité de défaut supérieure/inférieure à ce seuil. Le graphique exclut les nouveaux crédits associés à une probabilité de défaut égale à 0 ou 1.  
Source : AnaCredit.

<sup>46</sup> Les activités immobilières sont définies comme celles relevant de la section L de la nomenclature NAF rév. 2. Ce périmètre ne comprend pas les opérations de promotion immobilière, lesquelles relèvent de la division 41, construction de bâtiments, intégrée au secteur de la construction (section F).

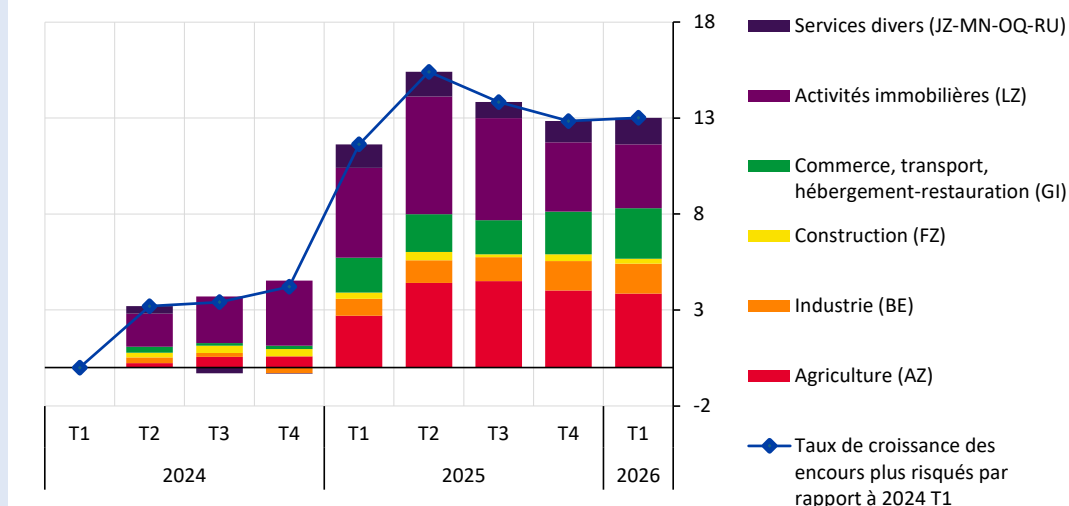
<sup>47</sup> Source : FINREP.

**La hausse des encours plus risqués, de début 2024 à début 2025, reflète principalement une hausse du niveau de risque des encours existants, plutôt qu’une allocation accrue de nouveaux crédits à des entreprises plus risquées.** En effet, sur cette période, les flux de nouveaux crédits à destination des entreprises plus risquées ont été moins dynamiques que ceux à destination des entreprises moins risquées (cf. graphique 2). Depuis début 2025, toutefois, les flux de nouveaux crédits plus risqués ont progressé plus rapidement que les flux de nouveaux crédits moins risqués.

**La hausse des encours plus risqués depuis 2024 a été observée dans la plupart des secteurs.** Elle a toutefois été plus spécifiquement portée par les activités immobilières et l’agriculture, ainsi que, dans une moindre mesure, par les secteurs du commerce, des transports, de l’hébergement-restauration et de l’industrie (cf. graphique 3). Depuis mi-2025, les contributions des activités immobilières et de l’agriculture ont diminué, alors que celles de l’industrie et du commerce, du transport et de l’hébergement-restauration se sont accrues<sup>48</sup>

**Graphique 3 : Décomposition du taux de croissance des encours plus risqués par rapport à leur niveau du premier trimestre 2024, par secteur**

x : axe temporel / y : (en %)



Source : AnaCredit.

## Le secteur manufacturier est vulnérable aux nouveaux chocs

À fin 2025, la valeur ajoutée manufacturière reste environ 8 % au-dessous de sa tendance pré-Covid (2015-2019)<sup>49</sup>. Depuis 2020, le secteur automobile est affecté par un affaiblissement de la demande, tandis que l’aéronautique continue de subir des tensions sur ses chaînes d’approvisionnement. L’agroalimentaire souffre encore de la contraction de la consommation provoquée par le choc inflationniste de 2022-2023. Les autres activités industrielles sont également touchées, notamment sous l’effet de retombées négatives provenant des secteurs voisins. Le secteur manufacturier reste en retrait dans la plupart des économies avancées, à l’exception de l’Espagne qui bénéficie du dynamisme de ses industries électrique et informatique. L’atonie du secteur manufacturier dans la plupart des économies avancées contraste avec l’expansion observée en Chine. Après la crise de la Covid, l’industrie chinoise a rapidement rebondi et elle continue de croître sur la période récente, portée par les exportations, en particulier dans l’automobile, l’électronique et les technologies vertes. Un quart des

<sup>48</sup> Bien que l’agriculture représente une faible part des encours de crédits bancaires (environ 70 milliards d’euros en mars 2026 contre environ 600 milliards d’euros pour le secteur immobilier et 1 400 milliards d’euros tous secteurs confondus), la progression des encours plus risqués dans ce secteur a été marquée en 2025.

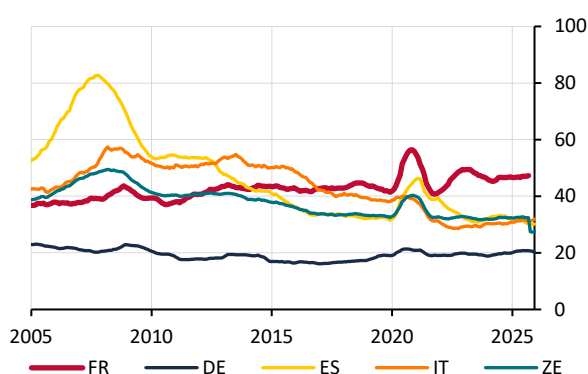
<sup>49</sup> Coueffé (M.) (2026), « Pourquoi le secteur manufacturier européen et français n’a-t-il pas retrouvé sa tendance pré-Covid ? », *Bulletin de la Banque de France*, 23 avril.

exportations françaises seraient menacées par l'accélération de la concurrence chinoise<sup>50</sup>. En Europe, l'Allemagne est la plus exposée, à hauteur d'un tiers de ses exportations et de deux tiers de sa production intérieure.

**Dans leur ensemble, les SNF françaises sont d'autant plus vulnérables à un choc sur leur revenu qu'elles ont un niveau d'endettement élevé et des capacités de remboursement encore fragiles.** Les SNF françaises ont fait preuve de résilience face à l'accumulation des chocs depuis 2020 (Covid, choc énergétique de 2022, guerre commerciale américaine). Elles en ressortent toutefois avec un ratio du service de la dette<sup>51</sup> (*debt service ratio* ou DSR) orienté à la hausse en 2025 (47 % puis 48 % au dernier trimestre), et supérieur à celui des autres grands pays de la zone euro (cf. graphique 1.27). Cet écart s'explique principalement par le niveau du ratio de dette consolidée des SNF rapporté au PIB, qui s'élève à 75,5 % en France, contre 45,6 % en Allemagne, 52 % en Italie et 50,7 % en Espagne au quatrième trimestre 2025<sup>52</sup>.

**Graphique 1.27 : Ratio du service de la dette des SNF**

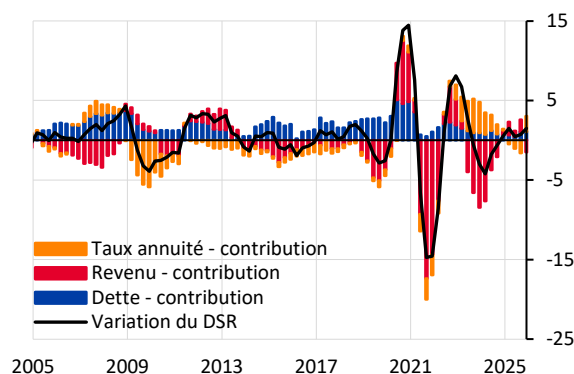
x : axe temporel / y : (en %)



Source : Webstat (BSI1), QSA  
Dernier point : décembre 2025.

**Graphique 1.28 : Décomposition du ratio du service de la dette**

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



Source : Webstat (BSI1).  
Dernier point : décembre 2025.

**Depuis début 2025, les défaillances d'entreprises continuent de progresser et ne peuvent plus être expliquées seulement par un rattrapage de la période Covid.** D'autres pistes peuvent être mobilisées : hausse des prix de l'énergie, modification des comportements de consommation, allongement des délais de paiement, guerre commerciale... Fin avril 2026, le nombre de défaillances cumulées sur douze mois augmente légèrement à 70 228 après 69 978 en mars. Cette hausse apparaît dans un contexte où la création d'entreprises est dynamique : près de 1,22 million d'entreprises ont été créées entre avril 2025 et 2026. Toutefois, la reprise des défaillances est portée par les ETI ainsi que par les PME, alors que les créations d'entreprises sont concentrées dans les petites entreprises et en particulier les micro-entrepreneurs (cf. graphique 1.30). Depuis début 2026, les défaillances d'ETI-GE, sont concentrées dans les secteurs du commerce, de l'industrie et des services aux entreprises. En 2025, les immatriculations de micro-entrepreneurs augmentent pour atteindre 758 600 créations, leur plus haut niveau jamais atteint, essentiellement dans des secteurs liés au commerce hors magasin et aux services aux entreprises et aux particuliers : 10 % de créations correspondent à des activités de poste et de courrier, 8 % à des activités de vente à distance ou à domicile et 7 % à des activités de nettoyage<sup>53</sup>.

<sup>50</sup> Haut-Commissariat à la stratégie et au plan (2026), *L'industrie européenne face au rouleau compresseur chinois*, février. Dans la méthodologie du Conseil d'Analyse Économique (CAE), un secteur est exposé si au moins deux indicateurs parmi les quatre suivants dépassent un seuil d'alerte : gain de parts de marché de la Chine, perte de parts de marché des exportateurs européens concurrents, facteur multiplicatif des parts de marché chinoises, accélération de la prise de parts de marché chinoises. Pour chaque indicateur, les valeurs observées en Chine sont comparées, année par année, à la distribution historique calculée sur une fenêtre mobile, un dépassement de 0,5 écart-type constituant le seuil d'alerte.

<sup>51</sup> Le ratio du service de la dette (DSR) est défini comme le rapport entre les paiements d'intérêts plus les amortissements sur les revenus. La formule de départ utilisée pour calculer les DSR provient de la BRI (2017).

$$DSR_t = \frac{i_t}{1 - (1 + i_t)^{-st}} * \frac{Dt}{Y_t}$$

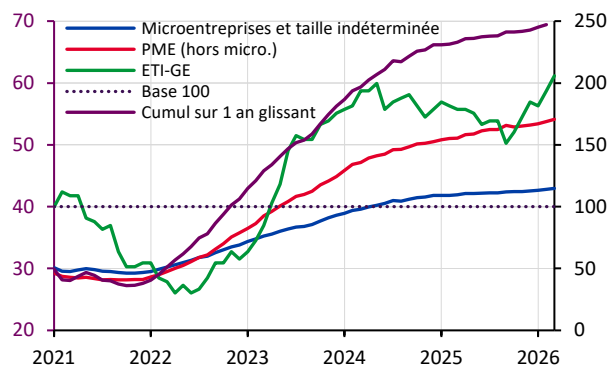
Dans cette équation,  $Dt$  est la dette consolidée des entreprises à la date  $t$ .  $Yt$  est le revenu brut trimestriel des entreprises.  $it$  est le taux d'intérêt annuel moyen de leur encours de dette, et  $st$  est la maturité moyenne de cet encours exprimée en années.

<sup>52</sup> Banque de France (2026), « Taux d'endettement des agents non financiers - Comparaisons internationales - 2025-Q4 », 21 mai.

<sup>53</sup> Lejas (J.) (2026), « Les créations d'entreprises en 2025 », *Insee Première*, n° 2092, 28 janvier.

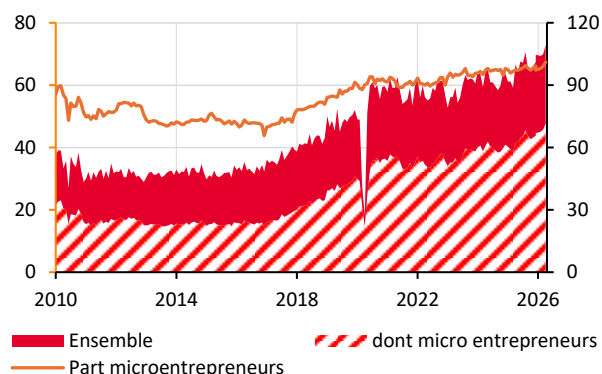
Graphique 1.29 : Cumul des défaillances par taille d'entreprises

x : axe temporel / y : [droite] évolution par rapport à la moyenne 2010-2019 x : axe temporel / y : [droite] nombre de créations CVS en milliers ; [gauche] (base 100) ; [gauche] cumul des défaillances sur un an glissant en milliers



Graphique 1.30 : Créations d'entreprises et part des microentreprises

x : axe temporel / y : [droite] nombre de créations CVS en milliers ; [gauche] pourcentage parmi les créations



Note : En février 2026, avec un niveau de 64 défaillances, le cumul annuel des défaillances des ETI-GE a presque doublé par rapport à sa moyenne 2000-2019 (environ 33).  
Source : Webstat (DIREN).  
Dernier point : avril 2026.

Source : Insee.  
Dernier point : avril 2026.

Après un fort ralentissement provoqué par la hausse des taux, le crédit aux SNF enregistre depuis mars 2024 une progression modérée mais continue, et atteint 3,4 % en avril 2026.<sup>54</sup> Au premier trimestre 2026, les encours de crédits bancaires aux SNF ont augmenté de 2,6 % en moyenne en rythme annuel, en glissement annuel. La croissance de l'encours de crédits bancaires est tirée par les crédits à l'investissement, en particulier leur composante immobilier dont la croissance atteint en mars 2026 un plus haut (5,6 %) depuis janvier 2022<sup>55</sup>. L'encours des autres crédits affiche également une progression marquée, portée par les créances douteuses et les dépréciations sur opérations avec la clientèle douteuse<sup>56</sup>. Néanmoins, leur poids dans l'encours total de crédit demeure relativement limité (environ 5 %). La contraction des encours de crédits de trésorerie, observée depuis mi-2023, se renforce, sous l'effet notamment de la fin des Prêts Garantis par l'État (PGE) (cf. graphique 1.31). Du point de vue des secteurs emprunteurs<sup>57</sup>, les entreprises du secteur immobilier contribuent fortement à la variation annuelle des encours de crédit en raison du poids très élevé de leurs encours et de leur fort effet de levier, amplifié par les prêts aux sociétés civiles immobilières (SCI).

<sup>54</sup> Banque de France, « Crédits accordés aux sociétés non financières résidentes, taux de croissance annuel ».

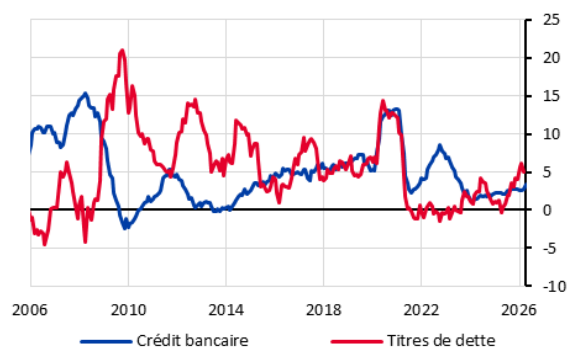
<sup>55</sup> Tous secteurs emprunteurs confondus.

<sup>56</sup> Banque de France (2017) « Crédit aux sociétés non financières », *Méthode*, 26 juillet.

<sup>57</sup> En termes de dynamique le secteur du conseil aux entreprises progresse plus vite.

Graphique 1.31 : Taux de croissance du financement aux SNF

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

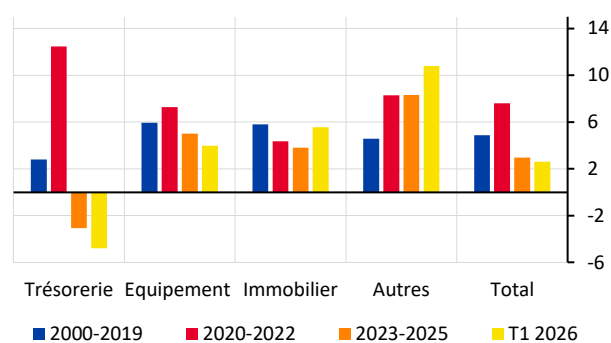


Sources : Webstat (BS1, SC1).

Dernier point : mars 2026 (titres de dette) et avril 2026 (crédit bancaire).

Graphique 1.32 : Taux de croissance annuel moyen des encours de crédits par objet d'emprunt

x : objet d'emprunt / y : taux de croissance annuel moyen (en %)



Source : Webstat (BS1).

Dernier point : mars 2026.

**Le financement sous forme de titre de dette<sup>58</sup> s'est accéléré au premier trimestre 2026** (cf. graphique 1.31), principalement du fait des grandes entreprises qui ont en parallèle ralenti leur recours aux prêts bancaires. Début 2026, la forte activité du marché primaire a été portée par le déploiement rapide des programmes de financement des entreprises, ce qui est traditionnel en début d'année. Cette dynamique repose sur des conditions d'émission toujours très favorables, avec un appétit élevé pour la dette *corporate* maintenant les *spreads* à des niveaux historiquement serrés (cf. supra), des coûts de financement légèrement inférieurs à ceux des nouveaux crédits ainsi que sur le refinancement d'importantes opérations d'acquisition (Orange pour MásOrange, Veolia pour l'acquisition de *Clean Earth* aux États-Unis, L'Oréal pour le renforcement de sa participation dans Galderma).

**Les coûts des financements bancaires s'inscrivent en légère hausse depuis le début de l'année.** Les résultats des enquêtes *Bank Lending Survey* (BLS) et *SAFE* font apparaître un nouveau resserrement des conditions de financement bancaire début 2026. Ce durcissement progressif des conditions de crédit se reflète également dans le taux moyen sur l'encours de crédits aux SNF, qui demeure élevé par rapport aux années précédentes (cf. graphique 1.33). Du point de vue des banques, ce resserrement s'explique principalement par une hausse des risques perçus et une aversion accrue au risque. Du point de vue des entreprises (SAFE)<sup>59</sup>, ces évolutions se traduisent par une hausse du coût du financement et une légère diminution de sa disponibilité, tandis que les besoins de financement sont restés stables par rapport au trimestre précédent. Malgré ce durcissement, les taux d'obtention des crédits d'investissement demeurent très élevés<sup>60</sup>. La majorité des entreprises identifient avant tout la hausse des coûts de production et les pénuries de main-d'œuvre qualifiée comme principaux freins à l'activité. Elles signalent que ces coûts ont augmenté significativement au premier trimestre 2026<sup>61</sup>. Elles ont également exprimé des inquiétudes concernant la difficulté à trouver des clients et la concurrence.

<sup>58</sup> Banque de France, « Titres de dette, sociétés non financières, valeur nominale ».

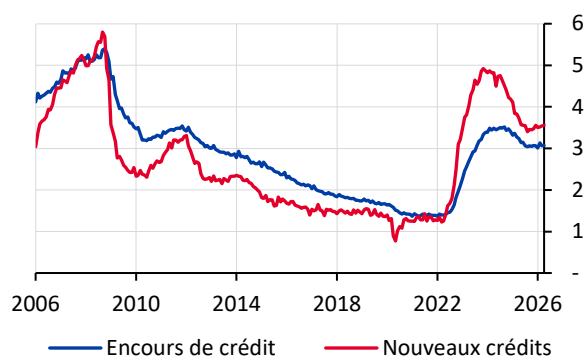
<sup>59</sup> BCE, « Survey on the access to finance of enterprises ».

<sup>60</sup> Banque de France, « Accès des entreprises au crédit - 2026-Q1 ».

<sup>61</sup> BCE, « Survey on the access to finance of enterprises in the euro area - first quarter of 2026 ».

Graphique 1.33 : Taux des crédits aux SNF françaises

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



Source : BCE (MIR).

Dernier point : avril 2026.

### Encadré 1.9 : Malgré la résilience face à la succession de chocs passés, la poche de vulnérabilités parmi les SNF françaises a augmenté

Par Emilie Da Silva, Lisa Kerdelhué et Edith Stojanovic

**Cet encadré analyse la hausse de la vulnérabilité des entreprises françaises dans un contexte de dégradation de leurs capacités de remboursement d'après leurs comptes consolidés.** Dans un environnement encore incertain en 2026, certaines entreprises déjà fragiles pourraient voir leurs difficultés s'accroître. Depuis 2021, les SNF ont fait preuve de résilience face à une accumulation de chocs successifs : poussée inflationniste, guerre en Ukraine et résurgence des tensions géopolitiques, notamment avec l'Iran, qui ont pesé sur leurs coûts, leurs conditions de financement et leurs perspectives d'activité, contribuant à éroder progressivement leur situation financière. Contrairement à 2022, le choc énergétique lié au conflit au Moyen Orient n'intervient pas dans un environnement inflationniste préexistant, qui avait été causé par la fin des périodes de confinement. Toutefois, les entreprises pourraient rencontrer des difficultés pour répercuter la hausse de leurs coûts de production sur les prix de vente, dans un contexte de faible demande.

**La résilience du secteur des SNF ne doit toutefois pas masquer l'existence de poches de vulnérabilités croissantes.** Au sein d'un échantillon de 3156 groupes non financiers<sup>62</sup>, la part des entreprises vulnérables a augmenté progressivement passant de 3 % en 2021 à 12 % en 2024. Une entreprise vulnérable est définie comme un groupe non financier dont le ratio de couverture des intérêts<sup>63</sup> est strictement inférieur à 3, le ratio de la dette totale par l'EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement) est strictement supérieur à 4 ou négatif et dont le coussin de trésorerie<sup>64</sup> exprimé en jours de chiffres d'affaires est strictement inférieur à 30. La hausse de la part des entreprises vulnérables est principalement portée par le secteur du commerce et de la réparation automobile. Dans ce secteur, la proportion d'entreprises vulnérables a été multipliée par sept entre 2021 et 2024, alors que le nombre total d'entreprises vulnérables a été multiplié par quatre. Par ailleurs, les secteurs de l'industrie manufacturière et de la construction concentrent également un grand nombre d'entreprises vulnérables, ce qui s'explique surtout par leur poids important dans l'échantillon global<sup>65</sup>.

<sup>62</sup> L'analyse présentée dans cet encadré porte sur 3156 groupes non financiers de la base Fiben Groupes, dont environ 70 % d'ETI, 20 % de PME et 10 % de GE. L'échantillon est cylindré pour les années 2021 à 2024.

<sup>63</sup> EBITDA/dépenses d'intérêts

<sup>64</sup> La trésorerie comprend uniquement les disponibilités. Les équivalents de trésorerie ne sont pas inclus.

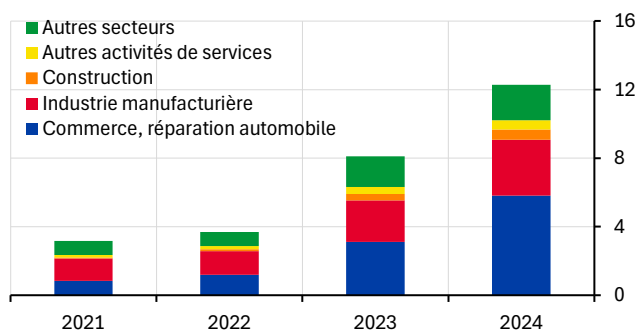
<sup>65</sup> En 2024, les secteurs de l'industrie manufacturière et de la construction représentent respectivement 29 % et 8 % de notre échantillon contre 27 % et 5 % des entreprises vulnérables.

**En 2023 puis en 2024, le ratio de couverture des intérêts apparaît comme le principal facteur expliquant la bascule d'entreprises préalablement fragiles<sup>66</sup> vers la zone de vulnérabilité.** La hausse passée des taux d'intérêt continue de peser sur la charge d'intérêts, de manière moins marquée : 55 % des entrées en vulnérabilité en 2023 s'expliquent par ce facteur uniquement (et donc concerne des groupes dont le ratio d'endettement était déjà élevé et la trésorerie faible), contre 45 % en 2024. Cette évolution s'inscrit dans un contexte de forte augmentation du coût de la dette des SNF françaises en 2023 (le taux d'intérêt sur l'encours passant de 2,27 % en janvier à 3,39 % en fin d'année<sup>67</sup>), suivie d'une progression plus modérée en 2024. Parallèlement, la part des entreprises entrant en vulnérabilité en raison d'un affaiblissement de leur trésorerie progresse, passant de 17 % en 2023 à 24 % en 2024. Cela suggère que les entreprises ont progressivement entamé leurs réserves de liquidités pour faire face aux chocs successifs survenus depuis 2021 (cf. graphique 2). Le ratio de levier contribue peu aux entrées en zone de vulnérabilité, dans la mesure où la majorité des entreprises de l'échantillon (entre 57 % et 60 % selon les années) présente un ratio inférieur au seuil de 4. Le niveau d'endettement constitue donc un facteur de vulnérabilité à long terme, sans toutefois être le déclencheur principal des basculements en zone de vulnérabilité. Entre 2023 et 2024 la part des groupes non financiers disposant d'un coussin de trésorerie inférieur à trente jours a augmenté, passant de 48 % à 51 %. Cette dégradation de la trésorerie ne touche pas tous les secteurs et semble affecter principalement les groupes de la construction : ils représentent 18 % des entreprises ayant vu leur liquidité passer sous le seuil de trente jours de CA, contre 8 % dans l'échantillon total.

**La bascule en vulnérabilité est, dans la plupart des cas, le résultat d'une détérioration progressive (succession de chocs) plutôt que d'une bascule immédiate.** Afin de surveiller les groupes qui pourraient rapidement devenir vulnérables, un groupe non financier est considéré comme fragile lorsque deux des trois ratios étudiés sont sous leurs seuils en 2024 ; ces entreprises ont donc des marges de manœuvre réduites en cas de nouveau choc. En 2024, cette catégorie regroupe 22 % de l'échantillon, soit 708 groupes. Parmi eux, environ un quart présente un ratio de couverture des intérêts supérieur à 3, mais inférieur à 4.

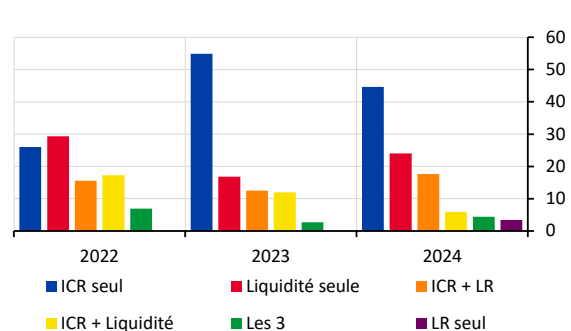
**Graphique 1 : Part des groupes vulnérables**

x : axe temporel / y : (en %)



**Graphique 2 : Part d'entreprises par catégorie de vulnérabilité**

x : axe temporel / y : (en %)



Champ : 3156 groupes dont le siège social est en France.  
Source : FIBEN groupes.

Note : Le LR désigne le ratio de la dette totale par l'EBITDA, « Liquidité » désigne le coussin de trésorerie et ICR le ratio de couverture des intérêts.

Lecture : En 2024, 45 % des entreprises devenues vulnérables ont basculé dans cette zone en raison d'une dégradation de leur ratio de couverture des intérêts (ICR) sous le seuil de 3. Leur coussin de trésorerie ainsi que leur ratio de levier étaient déjà dégradés dès 2023.

Source(s) : FIBEN Groupes.

<sup>66</sup> Une entreprise fragile correspond à une situation dans laquelle deux ratios sont dégradés sur trois.

<sup>67</sup> MIR.M.FR.B.A20.A.R.A.2240.EUR.O | ECB Data Portal

## Après un début de stabilisation, l'immobilier commercial connaît un léger repli

**Alors que le marché montrait des signes de stabilisation en 2025, le début d'année 2026 marque un nouveau ralentissement de l'immobilier commercial.** Le secteur est fortement sensible aux conditions de financement qui influencent les capacités d'investissement des acteurs, ainsi qu'à l'activité économique, qui détermine la demande locative. La guerre en Iran menace de dégrader ces deux variables, alors même que le marché français connaît un ralentissement au premier trimestre 2026, à l'inverse des autres marchés européens. Si le quatrième trimestre 2025 avait été marqué par les plus forts volumes d'investissement depuis le début du repli fin-2022, ils sont presque deux fois moins élevés au premier trimestre 2026 qu'au premier trimestre 2025 (2,5 milliards d'euros contre 3,9 milliards d'euros). Ce ralentissement est marqué pour toutes les classes d'actifs du secteur de l'immobilier commercial, mais particulièrement pour les bureaux. Sur la même période, les prix de transactions, en cours de stabilisation sur les derniers trimestres, connaissent leur plus forte chute depuis le troisième trimestre 2023 (cf. graphique 1.34). Outre la hausse des taux à long terme et l'accroissement de l'incertitude géopolitique, cette dynamique est aussi une conséquence de l'excès d'offre sur le marché de la location. Alors que la surface de bureaux franciliens disponible sur le marché (offre immédiate) continue à augmenter, la demande placée (le total des mètres carrés loués ou vendus à l'occupant) poursuit son déclin. De plus, le niveau moyen des mesures d'accompagnement<sup>68</sup> sur ce segment atteint son plus haut historique, à 30,5 % (cf. graphique 1.35).

**Le risque de crédit lié à l'immobilier commercial reste contenu malgré des facteurs de risque.** Les entreprises du secteur immobilier sont fortement vulnérables à une hausse des taux, notamment en raison de leur endettement structurellement élevé et d'un important besoin de refinancement avec 48 % d'encours dont la maturité résiduelle est inférieure à deux ans à fin 2025<sup>69</sup>. De plus, 29 % des encours aux professionnels de l'immobilier correspondent à des entreprises ayant un ratio EBITDA / dépenses d'intérêts inférieur à 1,5 et sont donc particulièrement vulnérables à une nouvelle dégradation de la rentabilité des actifs, par exemple en cas de hausse du taux de vacance. Malgré des risques pour la santé financière des entreprises du secteur, le taux de défaut reste contenu et s'établit à 4,2 % à fin 2025 (contre 3,7 % à fin 2024). Enfin, l'exposition aux professionnels de l'immobilier et aux opérateurs du logement social des cinq plus grandes banques françaises ne représente que 3,1 % du total des actifs de ces banques à fin 2025. Le reste de leurs expositions à l'immobilier commercial représente 3,4 % de leurs actifs et couvre principalement l'immobilier d'exploitation, soit les prêts aux entreprises non-immobilières garantis par ou visant à acheter un bien immobilier. Les expositions à des biens situés hors de France, avec des conditions d'octroi moins solides que le reste des encours, représentent 25 % du total des encours (+0,7 % par rapport à fin 2024). De plus, on observe un recul des concours aux professionnels de l'immobilier dont la part recule de -0,8 pp au profit de l'immobilier d'exploitation (+0,7 pp).

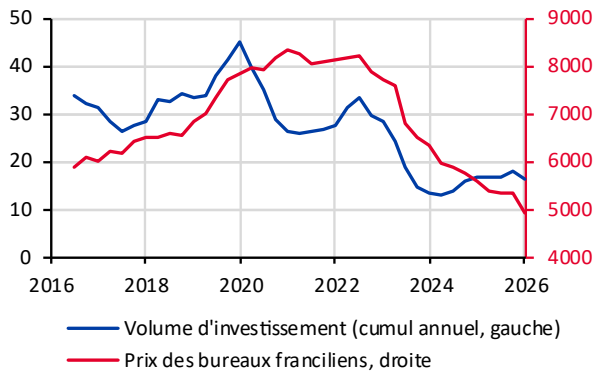
**Enfin, les tensions sur la liquidité des fonds immobiliers semblent progressivement s'atténuer.** Les fonds ouverts grand public finalisent certaines cessions d'actifs immobiliers et commencent à désactiver les outils de gestion de liquidité pour honorer les demandes de rachat. Ce phénomène explique en partie l'augmentation mécanique des niveaux de décollecte observée chez les organismes de placement collectif immobilier (OPCI) et les SCI commercialisées par l'assurance-vie en unités de compte à fin 2025 (887 millions d'euros au quatrième trimestre 2025 contre 309 millions d'euros au troisième trimestre).

<sup>68</sup> Les mesures d'accompagnement désignent l'ensemble des gestes commerciaux concédés par le bailleur au profit du locataire (franchise de loyer, participation du bailleur aux travaux, loyers progressifs sur une période définie ou encore mise à disposition anticipée des locaux). Ces mesures permettent de maintenir artificiellement le niveau des loyers faciaux mais dégrade le loyer réel perçu.

<sup>69</sup> Source : Le financement de l'immobilier commercial par les banques françaises en 2025 (ACPR). Le document sera publié par l'ACPR au cours du troisième trimestre 2026. Sont ici considérées les entreprises du secteur immobilier hors opérateurs du logement social, segment le plus à risque.

Graphique 1.34 : Prix et volumes d'investissement

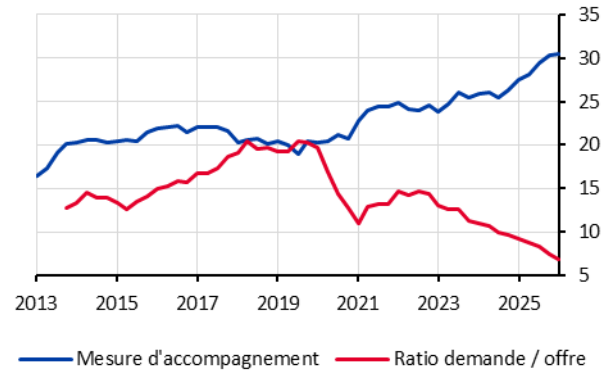
x : axe temporel / y [gauche] : (en milliards d'euros) ; [droite] : (en euros)



Sources : BNP Paribas, Immostat.  
Dernier point : T1 2026.

Graphique 1.35 : Taux d'accompagnement et rapport demande/offre

x : axe temporel / y : (en %)



Note : Demande placée au trimestre t sur offre immédiate disponible à t-1.  
Source : Immostat.  
Dernier point : T1 2026.

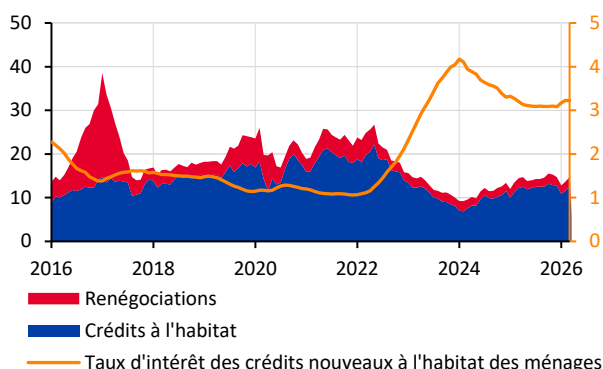
## La reprise sur le marché de l'immobilier résidentiel est ralentie par la hausse de l'incertitude

**Les ménages français font face à un contexte macro-financier dégradé.** Le taux de chômage connaît une hausse progressive depuis 2023, atteignant 8,1 % au premier trimestre 2026. Il s'agit de son niveau le plus élevé depuis le premier trimestre 2021, tout en restant inférieur à ceux d'avant la crise sanitaire (9,4 % en moyenne sur la période 2015-2019). En parallèle, le revenu disponible brut réel a marqué le pas en 2025 (+ 0,6 %, contre + 2,5 % en 2024). La remontée de l'inflation consécutive au conflit au Moyen-Orient, et la légère hausse des taux à l'octroi sur le premier trimestre 2026, ont renforcé les contraintes pesant sur les ménages.

**Dans ce contexte, le marché de l'immobilier résidentiel reste attentiste.** La reprise du marché de l'immobilier résidentiel en France est plus lente que dans le reste de la zone euro et plus marquée dans l'ancien que dans le neuf. Dans l'ancien, le nombre de transactions cumulées sur douze mois tend à se stabiliser au premier trimestre 2026, après une progression de 12,5 % en 2025 par rapport à 2024. De même, l'indice des prix est quasi stable sur un an au premier trimestre 2026, après une période de hausse en 2025 (+ 1,1 % en France métropolitaine en 2025, + 1,4 % à Paris et + 0,7 % en Île-de-France). Dans le neuf (environ 7 % du total des transactions en 2025), on note des signes d'amélioration du côté de l'offre, tandis que la demande demeure atone. Le nombre cumulé de mises en chantier sur douze mois progresse début 2026 mais reste, en mars, à un niveau 29 % inférieur à la moyenne observée sur la période 2017-2021. Côté demande, le nombre de réservations cumulées sur douze mois reste historiquement bas (- 45 % par rapport à la période 2009-2022). Enfin, la reprise du marché immobilier s'opère moins rapidement en France que dans le reste de la zone euro. En termes réels (i.e. rapportés à l'inflation), au quatrième trimestre 2025 les prix de l'immobilier ont progressé de 3 % sur un an en zone euro mais sont restés quasi stables en France (cf. graphique 1.37). Cette progression plus lente est en partie liée au mode de financement à taux fixe de l'habitat en France ; elle est cohérente avec la baisse des prix plus tardive lors de l'épisode de hausse des taux d'intérêt amorcée en 2022. Selon les projections de la Banque de France de juin 2026, la hausse des taux à l'octroi, amorcée en janvier, affecterait la dynamique des prix de l'immobilier sur les prochains trimestres.

**Graphique 1.36 : Production mensuelle de crédit immobilier et taux**

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



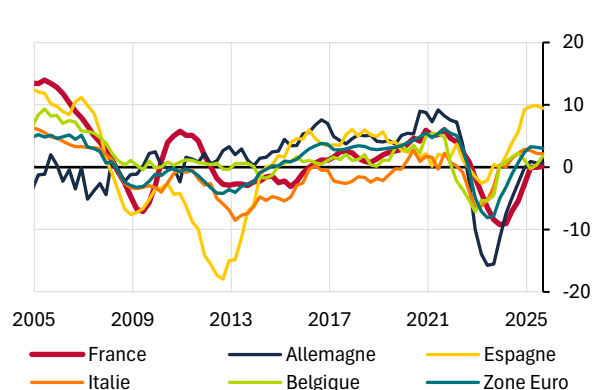
Note : Taux calculés sur quatre trimestres glissants.

Source : Banque de France.

Dernier point : mars 2026.

**Graphique 1.37 : Prix réels des logements – comparaison européenne**

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



Note : Les indices des prix réels (base 100 en 2015) sont calculés en déflatant les prix nominaux par le déflateur de la consommation des ménages. Données corrigées pour les variations saisonnières.

Source : OCDE, calculs Banque de France.

Dernier point : fin décembre 2025.

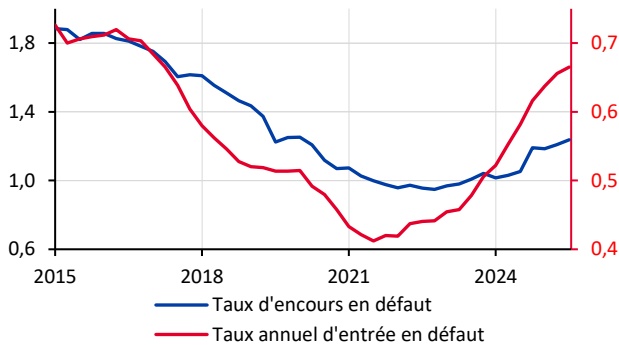
**Le marché des crédits à l'habitat se stabilise, fragilisé par la hausse de l'incertitude et la dégradation du marché du travail.** La production de crédit à l'habitat (hors renégociations et corrigée des variations saisonnières) est en légère hausse au premier trimestre 2026 par rapport au premier trimestre 2025 (+ 4,6 %), mais en baisse par rapport au quatrième trimestre 2025. Selon les données d'enquête de la BCE<sup>70</sup>, les banques françaises attendent une baisse de la demande au deuxième trimestre 2026 après un premier trimestre en stagnation, qui pourrait s'expliquer en partie par un durcissement des conditions financières. En effet, après huit mois de stabilité, le taux d'intérêt à l'octroi des crédits hors renégociations a légèrement progressé en début d'année 2026, pour atteindre 3,22 % en mars (cf. graphique 1.36). S'il demeure inférieur de 10 pb à son niveau de début 2025, sa dynamique est soutenue par l'augmentation des taux d'intérêt à long terme. En ce qui concerne la composition des emprunteurs, les primo-accédants constituent toujours le segment le plus représenté dans la production de nouveaux crédits (43,4 % des nouveaux crédits en mars 2026). **La sinistralité sur les crédits immobiliers augmente de façon modérée depuis le quatrième trimestre 2021, en lien avec la hausse du taux de chômage** : le taux d'entrée en défaut est passé de 0,36 % à 0,61 % au premier trimestre 2026, un niveau proche de celui de fin 2017 (cf. graphique 1.38). Cette hausse se transmet progressivement au taux d'encours en défaut (1,25 % au premier trimestre 2026, contre 0,95 % au premier trimestre 2023). Celui-ci retrouve son niveau d'avant Covid, tout en restant inférieur à la moyenne de la zone euro et bien inférieur à son niveau de 2015. L'analyse des déterminants des taux d'entrée en défaut met en évidence le rôle prédominant du taux de chômage et des conditions d'octroi (cf. graphique 1.39)<sup>71</sup>. Ainsi, depuis 2007, le taux de chômage et les conditions d'octroi expliquent respectivement 60 % et 15 % de la variation du taux d'entrée en défaut.

<sup>70</sup> Euro area bank lending survey

<sup>71</sup> Les déterminants du taux de défaut sont obtenus à l'aide d'un modèle *probit* estimé sur des données granulaires de crédit, enrichies du taux de chômage par département. La probabilité de défaut à un an,  $\Pr(y_{i,t} = 1)$  est calculée pour chaque prêt  $i$  en cours au trimestre  $t$  entre le premier trimestre 2007 et le premier trimestre 2025.  $\Pr(y_{i,t} = 1) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Caractéristiques emprunteur}_i + \beta_2 \cdot \text{Conditions d'octroi}_i + \beta_3 \cdot \text{Durée depuis l'octroi}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{Conditions macroéconomiques}_{i,t})$  avec  $\Phi$  la fonction de répartition de la loi normale.

**Graphique 1.38 : Taux d'encours en défaut et taux annuel d'entrée en défaut des crédits à l'habitat**

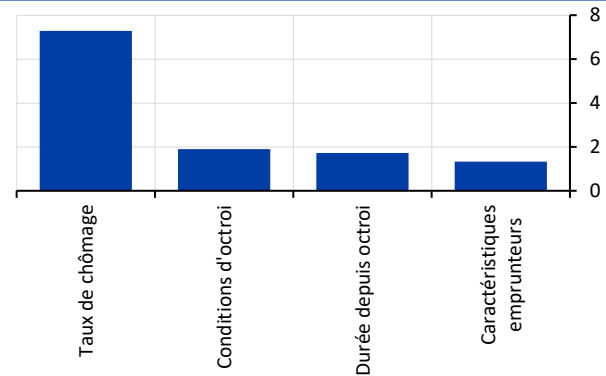
*x : axe temporel / y[gauche] : encours en défaut (en %) ; y[droite] : encours d'entrée en défaut (en %)*



*Note : Taux d'entrée en défaut calculé sur quatre trimestres glissants.  
Source : Corep.  
Dernier point : premier trimestre 2026.*

**Graphique 1.39 : Effet standardisé des principaux déterminants sur le taux annuel d'entrée en défaut des crédits à l'habitat**

*y (en pb)*

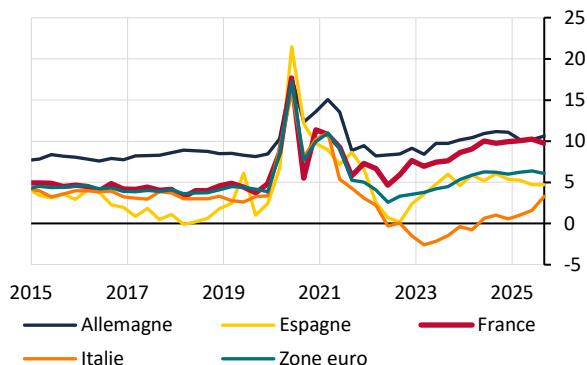


*Note : Contributions issues d'un modèle probit estimé sur des données granulaires de crédit, enrichies du taux de chômage par départements. L'impact d'une variation d'un écart-type est d'abord estimé pour chaque variable. Les effets individuels sont ensuite agrégés en tenant compte de la covariance des coefficients.  
Source : Crédit Logement, calculs Banque de France.*

**La hausse de la sinistralité face aux récents chocs macrofinanciers est atténuée par un bilan financier renforcé pour les ménages.** Concernant l'endettement, l'analyse des déterminants des défauts des crédits à l'habitat présentés ci-dessus indique l'absence d'impact identifiable du taux d'effort depuis 2020, suggérant que la norme emprunteur mise en place par le HCSF a joué un rôle important dans la réduction des risques pour la stabilité financière. L'utilisation de la marge de flexibilité permise par la norme progresse, tout en restant en deçà du plafond réglementaire, fixé à 20 % de la production trimestrielle de crédit à l'habitat : 17,5 % au premier trimestre 2026 pour l'ensemble des établissements bancaires, contre 15,7 % au premier trimestre 2025 et 15,3 % au premier trimestre 2024. En parallèle, le taux d'endettement des ménages a nettement baissé par rapport au point haut atteint en 2022 (90 % du revenu disponible brut au quatrième trimestre 2025, contre 102 % au deuxième trimestre 2022), contribuant également à limiter les vulnérabilités. En ce qui concerne l'actif, le taux d'épargne financière, bien qu'en légère baisse depuis le deuxième trimestre 2025, demeure à un niveau élevé (9,1 % au quatrième trimestre 2025, soit environ le double de son niveau moyen sur la période 2012-2019 ; cf. graphique 1.40). Ces dynamiques se sont traduites par une baisse de la part des ménages avec un coussin financier inférieur à un mois de revenu, notamment pour les ménages les plus vulnérables (cf. graphique 1.41). À cela s'ajoutent des facteurs structurels de résilience, notamment la robustesse du modèle français de crédit à l'habitat, caractérisé par des prêts majoritairement à taux fixe, une analyse fondée sur la solvabilité des emprunteurs plutôt que sur le prix du bien, et un recours important au cautionnement plutôt qu'aux prêts hypothécaires.

**Graphique 1.40 : Évolution du taux d'épargne financière en France**

x : axe temporel / y (% du revenu disponible)



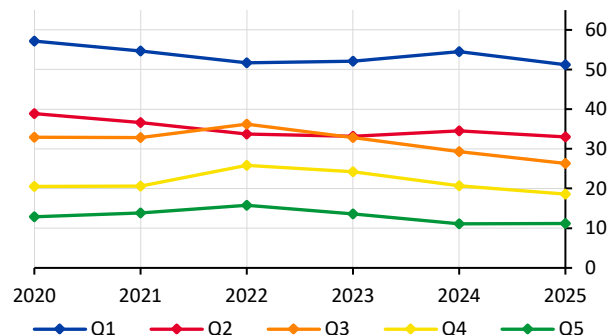
Note : Taux calculés sur quatre trimestres glissants.

Source : Banque de France.

Dernier point : quatrième 2025.

**Graphique 1.41 : La part des ménages sans coussin financier minimal est orientée à la baisse**

x : axe temporel / y (en %)



Note : Part des ménages déclarant ne pas pouvoir faire face à une dépense imprévue équivalente à un mois de revenu. Q1 à Q5 : quintiles de la distribution des revenus des ménages. Moyennes annuelles à partir de données mensuelles.

Source : Consumer Expectations Survey (BCE).

Dernier point : 2025.

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

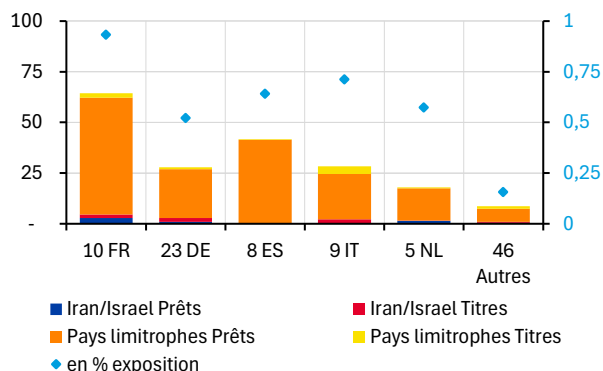
**En dépit de la hausse du risque de crédit sur les SNF, les banques françaises continuent d'enregistrer d'excellents résultats depuis le début d'année et présentent une situation prudentielle solide.**

**L'exposition des banques françaises aux contreparties des pays liés au conflit en Iran apparaît très limitée au premier trimestre 2026.** Elle totalise 4,5 milliards d'euros vis-à-vis de contreparties israéliennes ou iraniennes, soit 0,07 % du total d'exposition (cf. graphique 1.42). En considérant également les pays limitrophes, le montant d'expositions atteint 59,9 milliards d'euros, soit 0,87 % du total d'exposition, et concerne principalement les Émirats arabes unis (26,3 milliards d'euros), l'Arabie saoudite (11,6 milliards d'euros) et le Qatar (11,3 milliards d'euros). S'agissant des instruments financiers et des contreparties, l'exposition provient très majoritairement des prêts (94 %) et se concentre sur les établissements de crédit (30 %), les APU (28 %), ainsi que les SNF (26 %).

**Le portefeuille de prêts des banques françaises reste diversifié, ce qui limite l'exposition aux secteurs les plus sensibles aux prix des hydrocarbures.** Ces secteurs représentent 15,1 % du portefeuille de crédits des banques françaises aux SNF (sur la base de la classification NACE niveau 2). Les ratios de prêts non performants (NPL) de ces prêts sont plus élevés que ceux des secteurs moins consommateurs (cf. graphique 1.43). Le secteur de la construction affiche le ratio de NPL le plus élevé (8,9 %). Ce dernier représente néanmoins une part limitée du portefeuille de prêts aux SNF (4 %).

**Graphique 1.42 : Expositions des banques européennes aux pays du Moyen-Orient, premier trimestre 2026**

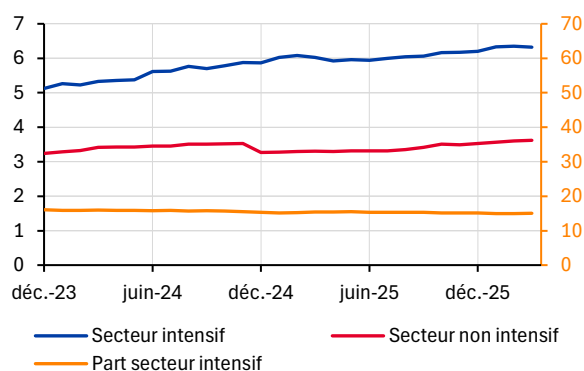
x : banques européennes par nationalité / y [gauche] : montant en Md€ ; y [droite] : part dans l'ensemble des expositions



Source : États FINREP, calculs ACPR.

**Graphique 1.43 : Part des prêts de niveau 3 IFRS9 exposés aux secteurs de l'énergie**

x : axe temporel / y [gauche] : montant (en milliards d'euros) ; [droite] : part dans l'ensemble des expositions

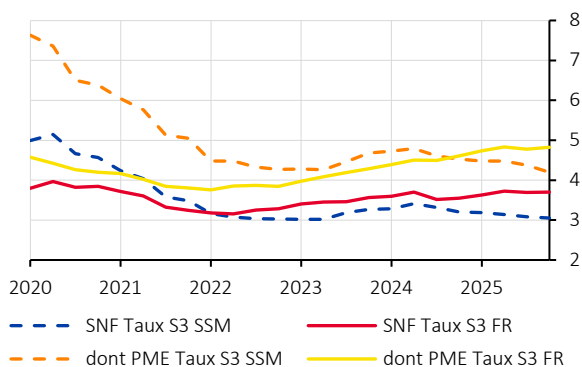


Source : Données AnaCredit zone euro, calculs ACPR.

**Pour les banques européennes, en particulier les banques françaises, les risques associés à la guerre en Iran portent principalement sur les effets macroéconomiques indirects susceptibles d'accroître le risque de crédit.** Le risque de crédit aux entreprises (PME incluses) a augmenté en lien avec la dégradation de la situation macroéconomique dans la zone euro et des défaillances d'entreprise, qui progressent de 17 % vis-à-vis de leur moyenne pré-covid (2010-2019). L'encours de prêts aux SNF a augmenté de 4,5 % entre le premier trimestre 2025 et le premier trimestre 2026 mais la qualité de ces prêts s'est dégradée : la part des prêts en défaut avérés (catégorisés de niveau 3 selon la catégorie IFRS9) a augmenté 15 pb sur un an et atteint 3,70 %. Sur le segment des PME, le taux atteint 4,83 % (+ 22 pb). Le secteur de la construction présente le ratio de NPL le plus élevé, bien que son poids reste limité dans le portefeuille SNF global (4,3 % du portefeuille de prêts aux SNF) (cf. graphique 1.47).

**Graphique 1.44 : Part du niveau 3 du portefeuille SNF**

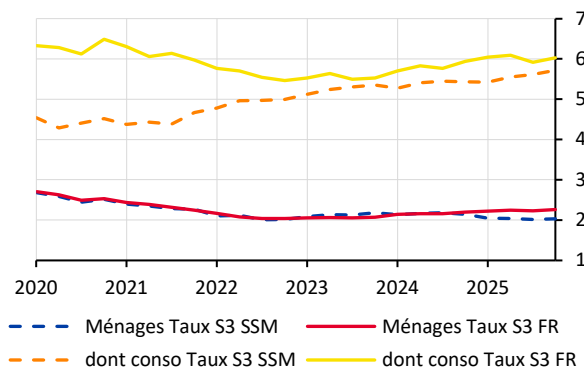
x : année / y : part du niveau 3 (en %)



Source : États FINREP, calculs ACPR.

**Graphique 1.45 : Part du niveau 3 du portefeuille ménages des banques françaises et européennes**

x : année / y : part du niveau 3 (en %)



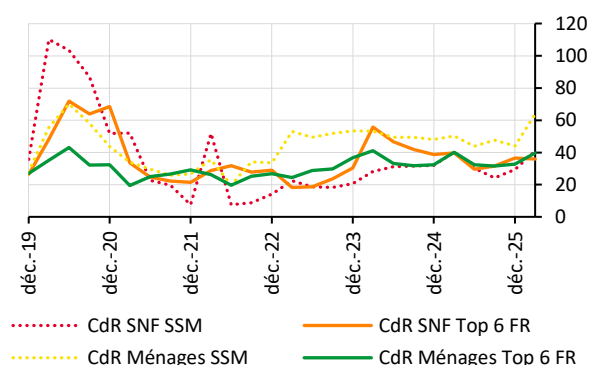
Source : États FINREP, calculs ACPR.

**La qualité des crédits aux ménages s'est également détériorée, mais de façon limitée.** Les crédits accordés aux ménages ont progressé à un rythme très modéré (+ 0,93 % entre le premier trimestre 2025 et le premier trimestre 2026), mais la part des prêts de niveau 3 n'a augmenté que de 6 pb (cf. graphique 1.45). Malgré un contexte économique défavorable, la situation reste également maîtrisée pour le portefeuille des prêts à la

consommation, où la hausse de la part des encours de niveau 3 est contenue (+ 8 pb)<sup>72</sup>. En parallèle, alors que le risque de crédit du portefeuille ménages des banques européennes a reculé sur la même période (diminution de la part des prêts de niveau 3 de 10 pb), il a progressé de manière plus importante que pour les banques françaises sur les prêts à la consommation, avec une hausse de 29 pb. Le coût du risque annualisé du portefeuille ménages demeure stable par rapport au premier trimestre 2025, mais représente néanmoins 40 pb des encours, soit son plus haut niveau depuis la crise de la Covid-19 (cf. graphique 1.46).

**Graphique 1.46 : Coût du risque cumulé annualisé**

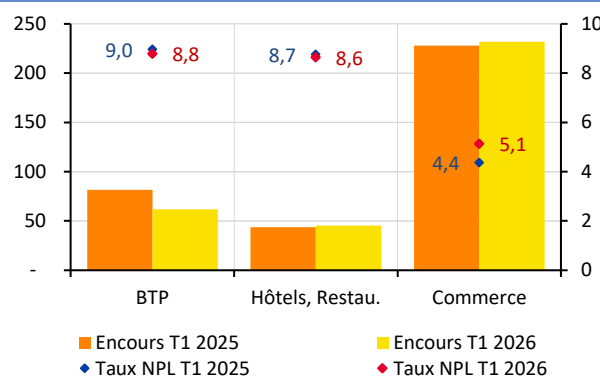
x : année / y : coût du risque cumulé annualisé rapporté aux encours (en %)



Source : États FINREP, calculs ACPR.

**Graphique 1.47 : Secteurs présentant le taux de NPL le plus élevé**

x : année / y : part du niveau 3 (en %)



Source : États FINREP, calculs ACPR.

**Les expositions des banques françaises au secteur du crédit privé ont enregistré une croissance notable en 2024 (+ 24 %), mais restent très limitées en volume, avec 28 milliards d'euros.** L'exposition porte principalement sur des financements sécurisés et prioritaires aux fonds, qui sont à la fois concurrents et partenaires des banques. Même si la taille reste contenue, l'opacité des expositions, le recours à un levier important, et la forte concentration (les dix principaux fonds représentent 52 % de l'encours ; les investissements des fonds sont fortement concentrés sur le secteur de la tech américaine) militent pour un suivi renforcé.

**Le nexus banque-souverain augmente mais les expositions des banques françaises au souverain français restent relativement limitées rapportées au total de leur actif et à l'exposition au souverain national des autres banques européennes.** En mars 2026, l'exposition des six principales banques françaises (prêts et titres de dette) envers les APU a de nouveau progressé (+ 9,5 % sur un an), pour s'établir à 978,4 milliards d'euros, soit 10,6 % du total de bilan<sup>73</sup>. Cette évolution est principalement portée par la dynamique de l'encours des titres de dettes d'administrations publiques, en hausse de 12,2 % sur l'année (772,9 milliards d'euros), et s'inscrit dans un mouvement haussier de détention de dettes souveraines, toutes zones géographiques confondues. Cette tendance s'observe également au sein des autres banques européennes, à des fins d'optimisation des réserves de liquidité. Pour ce qui est du nexus banques-souverain français, les titres de dette d'APU françaises ont progressé de + 11,1 % et représentent 24,2 % du portefeuille de titres de dettes d'APU. Une augmentation de la prime de terme sur les obligations françaises aurait toutefois des conséquences limitées. En effet, plus d'un tiers des titres d'APU françaises sont comptabilisés au coût amorti, limitant ainsi la sensibilité du compte de résultat aux variations des paramètres de marché. Par ailleurs les expositions aux titres de dette souveraine française des

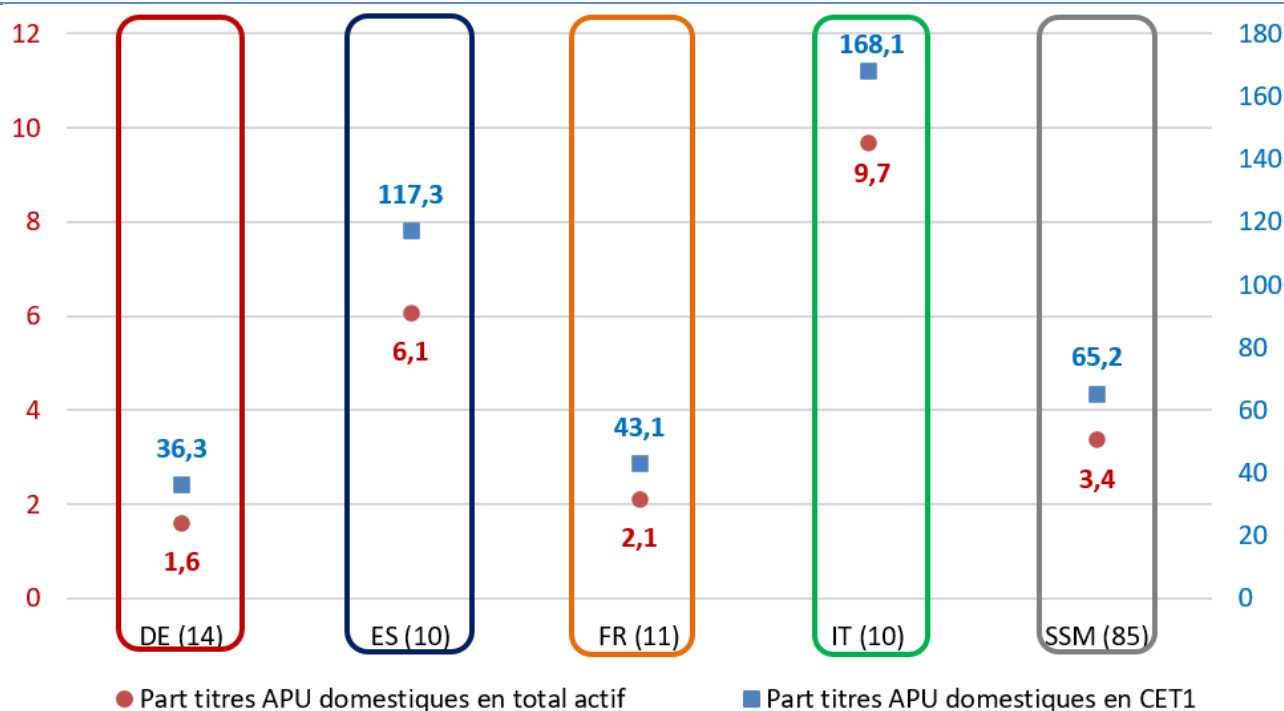
<sup>72</sup> Les crédits à la consommation représentent la source d'endettement principale des ménages les moins aisés, ménages avec un poids plus élevé des dépenses incompressibles dans leur budget et plus sensibles aux chocs récents. L'évolution du nombre de dépôts de dossiers de surendettement, dont 73 % concernent des dettes à la consommation, indiquent également une hausse limitée du risque de crédit (+ 9,8 % en 2025 mais un niveau encore 30 % inférieur à celui de 2015).

<sup>73</sup> Contrairement à l'encadré 1, le nexus banque-souverain est ici mesuré au niveau des groupes bancaires français (et non pas sur une base géographique) et comprend les prêts aux administrations publiques (en sus des titres de dette).

banques françaises ne représentaient au premier trimestre 2026 que 2,1 % du total de bilan, contre 3,4 % en moyenne dans la zone euro (6,1 % en Espagne et 9,7 % en Italie ; cf. graphique 1.48).

**Graphique 1.48 Part des titres de dette des APU domestiques en % du total des actifs et en % du total CET1 – premier trimestre 2026**

y : [gauche] : part du total des actifs (en %) ; [droite] : part du CET1 (en %).



Notes : Le nombre entre parenthèses correspond au nombre d'établissements de crédit de chaque échantillon

Source : états FINREP, calculs ACPR

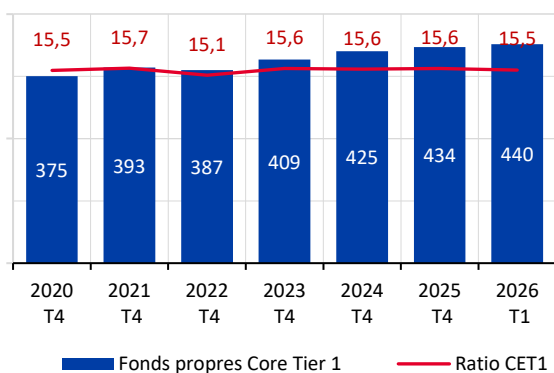
**Comme les années précédentes, le scénario de taux le plus défavorable en matière de dégradation de la valeur économique des fonds propres (*economic value of equity – EVE*) serait celui d'une hausse des taux.** L'impact de ce scénario (hausse de taux de 200 pb) a néanmoins progressivement augmenté, s'établissant à – 8,9 % des fonds propres Tier 1 des banques françaises à fin mars 2026 contre – 6,6 % en 2024. Cette sensibilité résulte d'un impact de la revalorisation des taux plus rapide au passif, pesant sur les coûts de financement, alors que la prédominance des prêts à taux fixe à l'actif ne permet pas de bénéficier de la remontée des taux. Par ailleurs, la hausse des taux pèse sur le portefeuille de titres obligataires détenus à la juste valeur. L'adaptation par les banques de leurs stratégies de gestion du risque de taux constitue donc un point d'attention des superviseurs, alors que le conflit au Moyen-Orient a modifié les anticipations d'évolution des taux d'intérêt.

**Face à ces incertitudes, les banques continuent de présenter des résultats en nette amélioration, tant sur l'ensemble de l'année 2025 qu'au premier trimestre 2026, et une situation réglementaire solide, leur permettant d'aborder relativement sereinement les prochains trimestres.** Après une croissance importante en 2024 et en 2025 (respectivement + 8 % et + 5,6 %), le produit net bancaire (PNB) continue de progresser au premier trimestre 2026 (+ 6,5 % sur un an), porté par la marge nette d'intérêt (+ 11,4 %) et les commissions (+ 5,4 %). La hausse modérée des charges d'exploitation (+ 2,7 %) crée un effet ciseau favorable et améliore l'efficacité opérationnelle (coefficient d'exploitation à 65,9 %). Le coût du risque progresse en volume (+ 13,8 %), en accord avec les prévisions des banques. Le résultat net s'inscrit en hausse (+ 7,5 %), et, bien que les indicateurs de rentabilité se soient améliorés depuis un an, ces derniers restent inférieurs à ceux des banques de la zone euro et anglo-saxonnes.

Le ratio de solvabilité de fonds propres de base de catégorie 1 (*common equity Tier 1, CET1*) des six principaux groupes bancaires français s'élève à 15,51 % au premier trimestre 2026, relativement stable sur un an (- 8 pb) (cf. graphique 1.49 et graphique 1.50). La hausse des fonds propres CET1 (+ 3,4 % sur un an, à 439,6 milliards d'euros) est compensée par l'augmentation des actifs pondérés par les risques (RWA) au dénominateur (+ 3,9 %, à 2 833,7 milliards d'euros). L'année 2025 marque en effet la mise en application de CRR3, qui a entraîné une hausse des RWA relatifs au risque opérationnel (+ 39,1 %), et une baisse des RWA de risque de crédit (- 1,7 %, portée par la baisse des RWA relatifs aux entreprises à - 8 %, partiellement compensée par la hausse des RWA relatifs aux ménages à + 2 %). L'application du plancher en capital (*output floor*), fixé transitoirement à 50 % est sans impact pour l'instant.

Graphique 1.49 : Évolution du ratio CET1

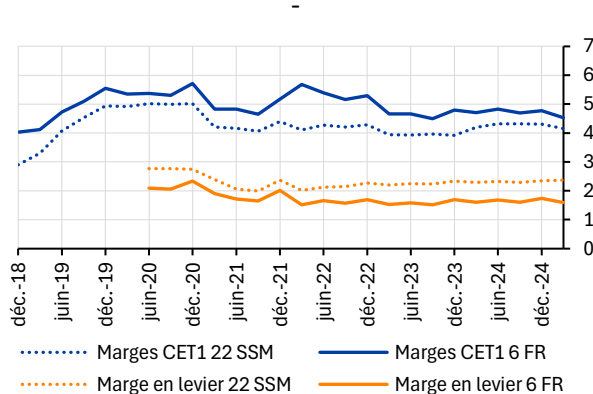
x : année / y : montant de fonds propres CET1 (en milliards d'euros) et ratio (en %)



Source : États COREP, calculs ACPR.

Graphique 1.50 : Évolution des marges en CET1 et levier

x : trimestres / y : marges en capital et en levier (en %)



Source : États COREP, calculs ACPR.

Les ratios réglementaires de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio, LCR*) et à long terme (*net stable funding ratio, NSFR*) des six groupes bancaires français se maintiennent bien au-dessus des seuils réglementaires, respectivement à 142,7 %<sup>74</sup> et à 114,3 % en mars 2026. Les plans de financement 2026 ne sont pas remis en cause par la crise au Moyen-Orient. Ils sont caractérisés par des objectifs d'émission de dettes à moyen et à long terme en léger recul par rapport à 2025. Les banques françaises avaient anticipé une partie de ces émissions dès fin 2025 - début 2026 (entre 25 % et 50 %), ce qui réduit leur sensibilité à la volatilité des marchés et leur offre une flexibilité accrue dans leurs calendriers d'émissions.

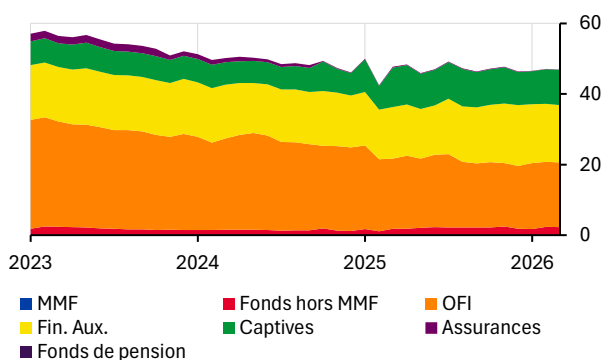
### Les expositions de crédit des banques aux IFNB demeurent contenues, mais les lignes de crédit non tirées sont en hausse

Les interconnexions entre les banques et les intermédiaires financiers non bancaires (IFNB) s'articulent entre le financement que reçoivent les banques des IFNB, les expositions de crédit des banques aux IFNB, et les expositions de dérivés. À fin mars 2026, les expositions de crédit des banques françaises aux entités européennes non bancaires s'élevaient à 92 milliards d'euros, englobant tous les types d'instrument (*repo*, prêts à terme, dépôts, lignes de crédit et *revolving credit*). Parmi ces instruments, les lignes de crédit tirées représentent 50 % de l'exposition des banques françaises. Les auxiliaires financiers reçoivent 35 % de ces lignes de crédit, contre 39 % pour les autres intermédiaires financiers, et 21 % pour les captives financières.

<sup>74</sup>LCR moyen sur douze mois glissants

**Graphique 1.51 : Montants des lignes de crédit tirées octroyées par les banques françaises aux IFNB de la zone euro**

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

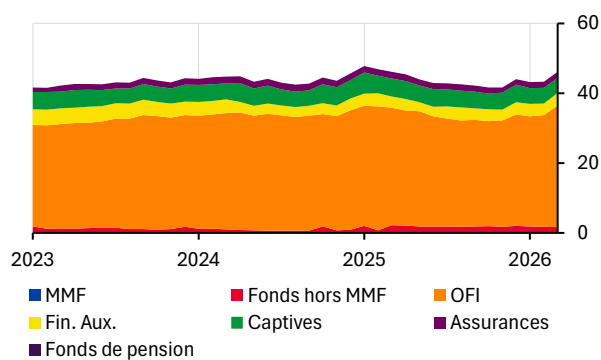


Dernier point : mars 2026.

Source : AnaCrédit.

**Graphique 1.52 : Montants des lignes de crédit non tirées octroyées par les banques françaises aux IFNB de la zone euro**

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



Dernier point : mars 2026.

Source : AnaCrédit.

Ces instruments sont susceptibles d'accroître la procyclicité des expositions de crédit des banques : les lignes de crédit sont généralement octroyées en période calme, et sont tirées en période de stress, apparaissant alors au bilan des banques. Depuis 2023, les données granulaires indiquent des encours orientés à la baisse, mais une hausse des lignes de crédit octroyées, en attente d'être tirées (cf. graphique 1.52), représentant autant que les lignes tirées (46 milliards d'euros à fin mars 2026). Les autres intermédiaires financiers représentaient 75 % de ces expositions hors bilan à fin mars 2026.

**Des outils permettent de quantifier les expositions entre banques, assurances et IFNB.** C'est le cas du modèle de test de résistance systémique (SCEP-BDF), qui permet d'appliquer des chocs variés sur les prix des actifs et d'étudier les effets d'amplification entre institutions financières qui en découlent.

#### Encadré 1.10 : Le modèle de test de résistance systémique de la Banque de France SCEP-BDF

Par Thibaut Piquard, Emilie Da Silva, David Gauthier, Jonas Heipertz, Aymeric Schneider, Edith Stojanovic et Floris Van Dijk

**Les modèles de tests de résistance systémiques (system-wide stress tests) visent à quantifier la propagation des chocs financiers à travers les interconnexions entre institutions et marchés et à mesurer les vulnérabilités des intermédiaires financiers à un choc donné.** Les modèles usuels reposent sur des fonctions d'impact prix calibrées à partir de données de marché. Si ces approches sont pertinentes pour des liquidations de faible ampleur, elles tendent toutefois à surestimer l'impact de prix lorsque les ventes deviennent importantes, comme c'est le cas en période de stress systémique.

**Le modèle *system-wide contagion with endogenous portfolios* (SCEP-BDF) propose une approche fondée sur un modèle structurel de choix de portefeuille.** Il a pour base le modèle *interconnected system-wide stress test analytics* (ISA), développé par la BCE. Il intègre en sus les comportements de réallocation de portefeuille des investisseurs, un marché *repo* pour modéliser les spirales entre prix d'actifs et capacité de refinancement. Les investisseurs extérieurs au système financier de la zone-euro, incluant notamment le reste du monde, sont introduits afin d'assurer la cohérence comptable du modèle.

**La dynamique du modèle repose sur deux étapes principales : application d'un choc exogène au premier tour et amplification endogène au second tour.** Dans un premier temps, un choc exogène de marché est appliqué aux bilans des institutions, conduisant à des pertes de valorisation. Dans un second temps, les agents ajustent leurs portefeuilles afin de rétablir leurs ratios de liquidité et répondre aux changements de prix d'actifs. Contrairement aux approches reposant sur des fonctions d'impact prix exogènes, les prix des actifs

sont un résultat d'équilibre, ce qui permet de prendre en compte les effets de substitution entre classes d'actifs ainsi que l'hétérogénéité des comportements et contraintes des investisseurs.

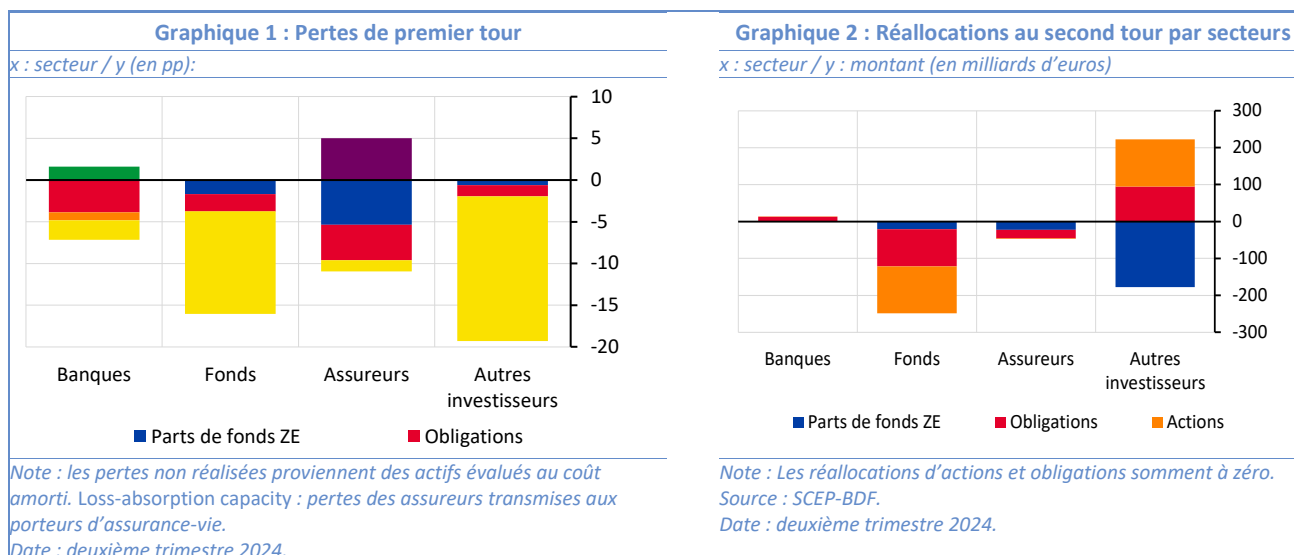
**Le choc de marché issu du scénario du stress test EBA de 2025, complété par des rachats au passif des assureurs vie, conduit à des pertes initiales notables (cf. graphique 1).** Le choc affecte plus les actions (entre 40 % et 70 % de baisse) que les obligations (le prix de 20 % des obligations baisse de plus de 20 %). Ces pertes affectent principalement les fonds d'investissement, qui détiennent une part plus importante d'actions. Les mécanismes de comptabilisation des actifs au coût amorti ainsi que les assurances vie détenues en UCITS limitent les pertes des banques et assureurs.

**Ces pertes initiales déclenchent des rachats de parts de fonds, qui, avec les rachats au passif des assureurs vie, augmentent les besoins de liquidité et conduisent à des ventes d'actifs lors du second tour. L'impact de prix demeure très modéré en moyenne au second tour, avec une baisse supplémentaire moyenne d'environ 0,2 % pour les actions, et 0,05 % pour les obligations.** Cette atténuation s'explique par trois facteurs. Premièrement, les montants vendus restent limités en proportion des encours globaux, soit 0,23 % du total détenu pour les actions et 0,11 % pour les obligations. Deuxièmement, les élasticités de demande estimées à partir des données de portefeuille sont plus élevées que celles qui sont implicitement utilisées dans les fonctions d'impact prix traditionnelles. Elles ont cependant le même ordre de grandeur que les élasticités observées lors de ventes forcées d'actifs historiques telles que celles de la crise de LDI de 2022. Troisièmement, les réallocations de portefeuille et effets de substitution permettent de partiellement lisser les baisses de prix sur l'ensemble des actifs. La plupart des ventes d'actifs sont absorbées par les investisseurs extérieurs à la zone-euro, qui jouent un rôle stabilisateur en période de stress (cf. graphique 2). Un blocage des rachats par ces investisseurs conduit à un impact prix nettement plus marqué : - 0,4 % pour les obligations et - 1,7 % pour les actions.

**Malgré un effet prix moyen limité, le modèle met en évidence une forte hétérogénéité des impacts prix entre actifs vendus.** L'impact prix au second tour est plus élevé pour les titres détenus par une base d'investisseurs concentrée et pour ceux qui sont détenus par des investisseurs contraints en liquidité. Les impacts prix sont notamment plus marqués sur les obligations *corporate* (financières et non financières) que sur les obligations souveraines, et sur les titres vendus par des assureurs plutôt que par des fonds.

**L'intégration du marché du *repo* conduit à une augmentation des pertes de second tour pour les institutions qui recourent à ce marché, de 36 pb en CET1 pour les banques, et 12 pb de TNA pour les fonds.** L'intégration du marché du *repo* joue un rôle ambivalent dans la propagation des chocs. D'une part, il fournit une source de financement qui peut limiter les ventes d'actifs. D'autre part, la baisse des prix des actifs réduit la valeur du collatéral et entraîne des appels de marge, ce qui accroît les besoins de liquidité des emprunteurs. En outre, l'ajout de ce marché transforme des tensions de solvabilité en tension de liquidité, car il augmente la part exigible du passif des institutions couverte par le modèle.

**Ces résultats suggèrent que le rôle des ventes forcées dans la contagion financière pourrait être plus limité que ce que la littérature basée sur des fonctions d'impact prix traditionnelles laisse penser.** Des vulnérabilités subsistent, en particulier dans des segments de marché où les investisseurs sont fortement spécialisés ou contraints. Ces travaux soulignent enfin l'importance de mieux intégrer le levier et les contraintes de liquidité qui découlent des marchés de *repo* et dérivés.



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

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

En assurance-vie, le maintien de taux de revalorisation attractif, grâce à une rentabilité de l'actif en hausse et à la mobilisation de la PPB, a permis une collecte nette très élevée en 2025. En assurance non-vie, la hausse des tarifs a permis un redressement de la rentabilité technique, qui retrouve un niveau semblable à celui d'avant le pic inflationniste de 2022. L'allocation des actifs est diversifiée, et l'exposition au dollar limitée.

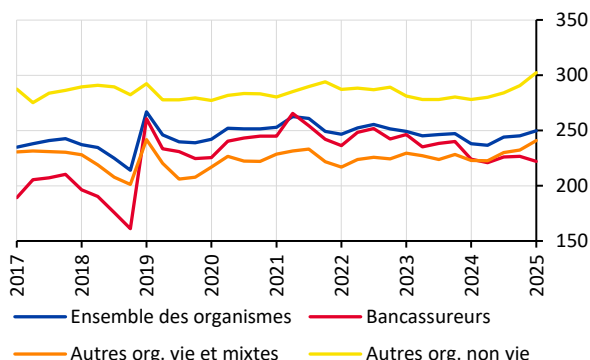
**La solvabilité moyenne des assureurs est en hausse au second semestre 2025.** Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres très supérieur aux exigences en capital<sup>75</sup>, avec une couverture du capital de solvabilité requis<sup>76</sup> à hauteur de 250 % en moyenne à fin 2025 (cf. graphique 1.53), contre 244 % à fin juin 2025. Les évolutions sont hétérogènes selon le type d'organismes. Les reprises importantes de provision pour participation aux bénéfices effectuées en fin d'année pour rémunérer les supports en euros des contrats d'assurance-vie pèsent notamment sur la solvabilité des bancassureurs. Les autres organismes affichent une hausse. Tous les organismes disposent d'un niveau de fonds propres supérieur à l'exigence réglementaire minimale : 75 % des organismes affichent un ratio supérieur à 180 %, et 25 % un ratio supérieur à 310 % (cf. graphique 1.54). Les « autres organismes non-vie » affichent des disparités particulièrement importantes, avec toutefois un ratio moyen d'environ 300 %, tandis que les bancassureurs, qui doivent toutefois être analysés à la lumière de la structure conglomérale du groupe, affichent un taux moyen de 222 %.

<sup>75</sup> À titre d'information, les exigences en capital se situent à près de 200 Md€ fin décembre 2025.

<sup>76</sup> 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 %.

**Graphique 1.53 : Taux de couverture du capital de solvabilité requis**

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



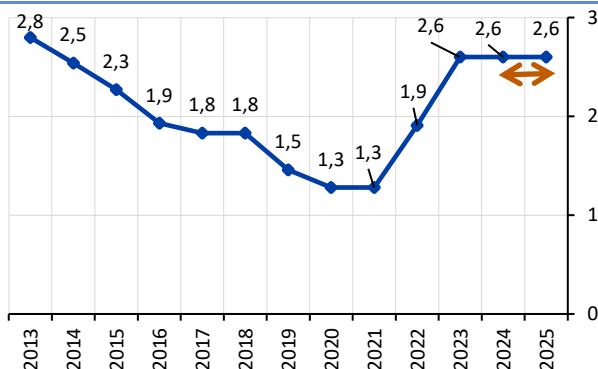
Source : ACPR – périmètre trimestriel.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

Après les hausses enregistrées en 2022 et 2023, la revalorisation des contrats individuels d'assurance-vie s'est stabilisée à 2,6 % en 2024 et en 2025 (cf. graphique 1.55). Ce niveau de rémunération a été permis notamment par la mobilisation d'une partie de la PPB constituée pendant la période de taux bas dans le but de pouvoir accompagner l'évolution des taux. Cette réserve s'inscrit ainsi en baisse, à 4,0 % des provisions techniques fin 2025, contre 4,3 % fin 2024, et 4,9 % fin 2023 (cf. graphique 1.56).

**Graphique 1.55 : Taux de revalorisation des supports d'assurance-vie en euros**

x : axe temporel / y (en %)

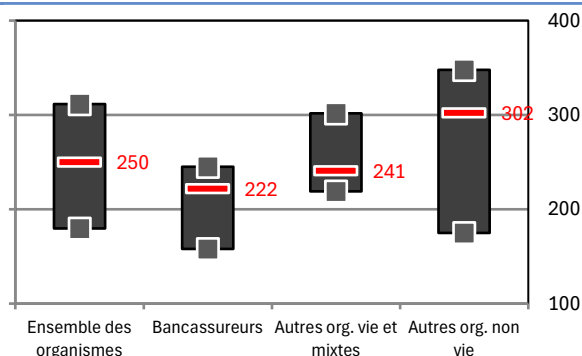


Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

**Graphique 1.54 : Distribution du taux de couverture du capital de solvabilité requis fin décembre 2025**

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

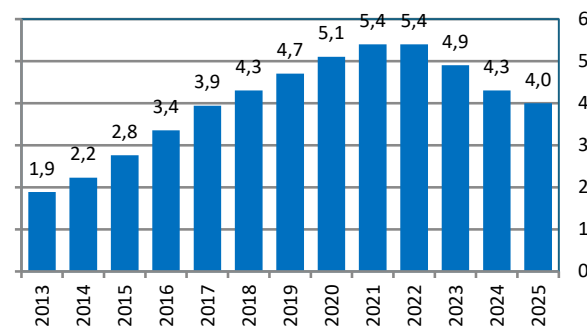


Source : ACPR.

Dernier point : quatrième semestre 2025.

**Graphique 1.56 : Taux de provision pour participation aux bénéfices**

x : axe temporel / y (en %)



Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

Cette rémunération a surtout été permise par l'amélioration du rendement du portefeuille d'investissement, les moins-values latentes obligataires étant quant à elles en très faible dégradation. Le contexte de taux d'intérêt bas qui prévalait jusqu'à 2022 a fortement contraint les revenus financiers des assureurs, notamment les coupons obligataires. Les obligations représentent en effet plus de 55 % des placements des assureurs<sup>77</sup>, devant les actions et participations (21 %). Le niveau désormais plus élevé des taux d'intérêt s'accompagne d'une amélioration du rendement du portefeuille des assureurs, qui peuvent réinvestir le nominal des obligations arrivées à maturité sur des titres offrant des rendements plus élevés. Ces améliorations progressives se traduisent par une hausse du taux moyen de rendement de l'actif des assureurs vie, à 2,8 % en 2025, contre 2,5 % en 2024, et 2,2 % en 2023 (cf. graphique 1.57), mettant ainsi fin à la baisse quasi continue enregistrée durant la période de taux bas.

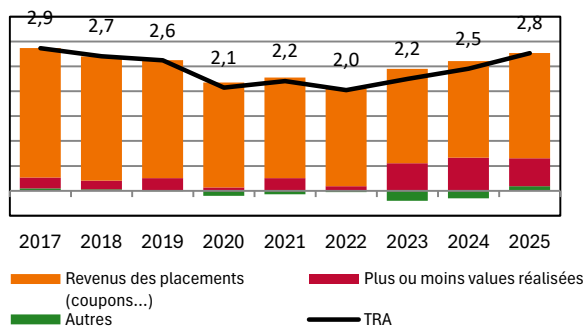
Les obligations se situaient toujours en situation de moins-value latente à la fin de l'année 2025. Ces moins-values latentes représentaient - 4 % du total du portefeuille d'investissements, une proportion en légère dégradation

<sup>77</sup> Après mise en transparence des actifs des organismes de placements collectifs (OPC).

par rapport à la fin d'année 2024. Des plus-values latentes étaient cependant toujours constatées sur les actions, les OPC et l'immobilier, permettant d'enregistrer une plus-value latente globale de 2 %, stable par rapport à la fin de l'année 2024 (cf. graphique 1.58).

**Graphique 1.57 : Taux de rendement de l'actif des assureurs vie**

x : axe temporel / y (en %)

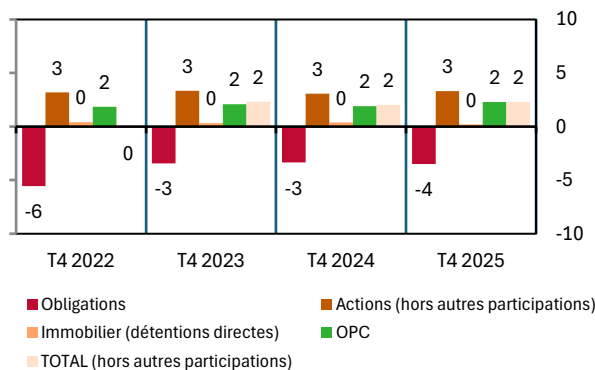


Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

**Graphique 1.58 : Taux de plus ou moins-values latentes, en pourcentage de la valeur d'acquisition du total des placements**

x : axe temporel / y (en %)



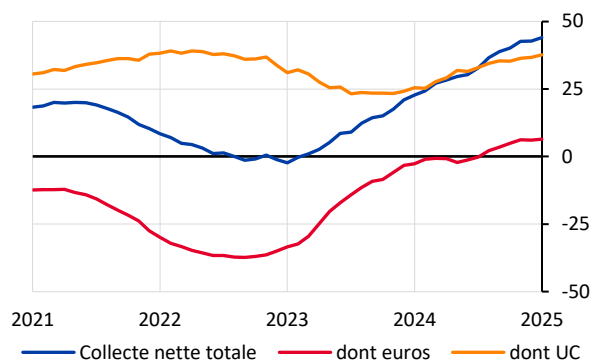
Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

Grâce à ce niveau de rémunération compétitif, la collecte nette en assurance-vie est à des niveaux historiquement élevés, avec un record historique de 44 milliards d'euros en 2025 (cf. graphique 1.59), sous l'effet combiné de la hausse de la collecte brute et de la baisse des rachats (cf. graphique 1.60). En effet, la baisse de la rémunération des supports d'épargne bancaire a rendu particulièrement attractif les supports en euros, qui ont retrouvé une collecte nette positive en 2025, après cinq années de décollecte. Les supports en unités de compte, qui ont été le support privilégié pendant la période de taux bas, assurent néanmoins toujours l'essentiel de la collecte nette. En 2025, les flux d'épargne vers l'assurance-vie représentent 63 % du total des principaux placements financiers des ménages, soit une part nettement supérieure à celle d'avant la crise sanitaire (38 % en moyenne sur la période 2015-2019)<sup>78</sup>. Cette progression concerne à la fois les supports en euros, qui représentent 36 % du total des flux d'épargne financière en 2025, contre 24 % en moyenne avant la crise sanitaire, et les supports unités de compte, dont la part atteint 26 % en 2025, contre 14 % avant la pandémie.

**Graphique 1.59 : Collecte nette d'assurance-vie (cumul douze mois)**

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

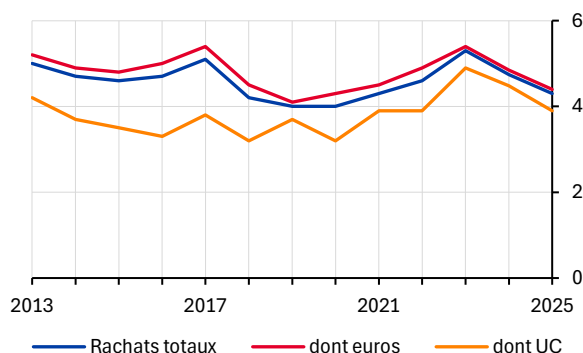


Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

**Graphique 1.60 : Taux de rachats / encours d'assurance-vie**

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



Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

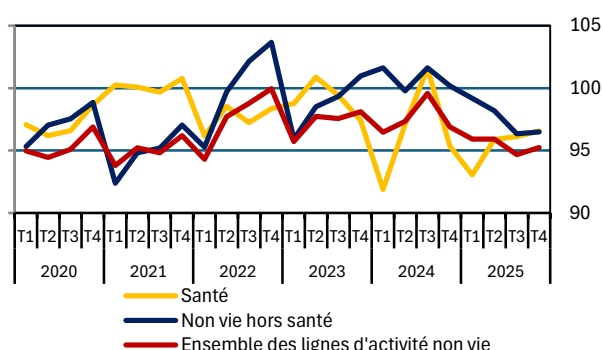
<sup>78</sup> Epargne des ménages - 2025-Q4 | Banque de France

**La rentabilité technique en assurance non vie s'améliore.** Après une très nette dégradation en 2022, le ratio combiné de l'ensemble des lignes d'activité non vie s'est amélioré depuis 2023, pour retrouver un niveau comparable à celui avant 2022 en atteignant 95 % fin 2025 (cf. graphique 1.61). Ces évolutions concernent plus particulièrement les activités non vie hors santé, fortement affectées en 2022 et début 2023 par l'augmentation du coût des pièces de rechange automobile, des services de réparation du logement et de la réassurance. Les hausses de tarifs appliquées aux services d'assurance destinés aux particuliers, notamment en assurance automobile, ont ainsi été très inférieures à l'inflation générale en 2022 et en 2023, avant d'atteindre un rythme beaucoup plus élevé depuis 2024.

**Les catastrophes naturelles constituent l'un des principaux risques auquel est exposé le secteur de l'assurance non-vie.** Après avoir fortement augmenté en 2023, la sinistralité de la branche catastrophes naturelles a diminué en 2024 et s'est stabilisée en 2025. La hausse de la surprime des catastrophes naturelles, effective depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2025<sup>79</sup>, s'est ainsi traduite par une augmentation du ratio combiné, qui s'est établi en amélioration, à 80 % en 2025, contre 114 % en 2024 et 193 % en 2023. Une part importante de la sinistralité étant absorbée par les réassureurs, la hausse des primes ne s'est pas transmise entièrement au ratio combiné des assureurs. En France, plus précisément, la réassurance des catastrophes naturelles n'est pas seulement une couverture de marché traditionnelle comme pour les autres catégories d'assurance, mais davantage un partenariat public-privé du fait de l'harmonisation des conditions de cette couverture et du rôle de la Caisse centrale de réassurance (CCR), qui réassure ainsi la quasi-totalité des assureurs sur les risques couverts par ce régime. Après avoir été nettement positif en 2023 et en 2024, le solde de réassurance (sinistres payés par les réassureurs diminués des primes cédées) a diminué en 2024 puis est devenu négatif en 2025, sous l'effet combiné de la baisse de la sinistralité et de la hausse du coût de la réassurance (cf. graphique 1.62).

**Graphique 1.61 : Ratios combinés**

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



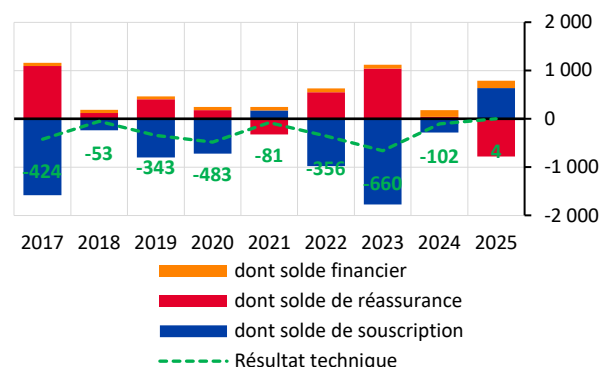
*Note : Le ratio combiné est calculé comme le rapport des coûts totaux (charge de prestations et frais) et des primes, nets de réassurance. Il permet d'apprécier la rentabilité technique d'une activité. Il ne tient pas compte des résultats financiers. Le ratio est inférieur à 1 lorsque l'activité est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

Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

**Graphique 1.62 : Composantes du résultat technique de la catégorie catastrophes naturelles**

x : axe temporel / y (millions d'euros)



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

Source : ACPR.

Dernier point : 2025.

**L'allocation des actifs des assureurs est diversifiée,** avec principalement des obligations du secteur financier (27 % des placements), d'émetteurs souverains (19 %) et de SNF (10 %). Les obligations souveraines françaises ont représenté entre 19 % et 11 % des placements des assureurs depuis 2016 (cf. graphique 1.63) et la valorisation du

<sup>79</sup> La part des primes d'assurance dommages allouée au financement du régime d'indemnisation des catastrophes naturelles a augmenté à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2025 : le taux de surprime appliqué aux contrats d'assurance dommages habitation et biens professionnels est ainsi passé de 12 % à 20 %, et celui des contrats d'assurance automobile de 6 % à 9 %.

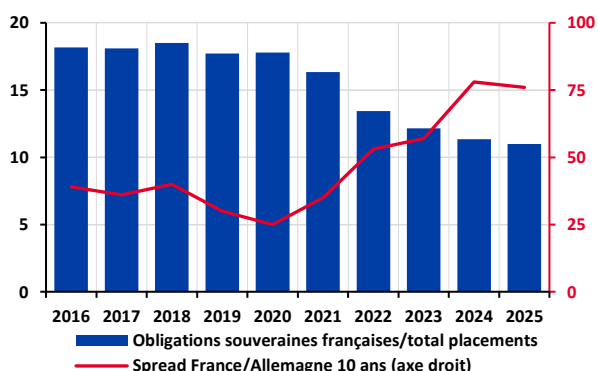
portefeuille de placements des assureurs se montre très sensible aux évolutions des taux d'intérêt telles que celles qui ont été enregistrées depuis 2022. Entre fin 2024 et fin 2025, les taux longs ont augmenté, mais l'écart de taux entre France et Allemagne s'est stabilisé. Les expositions au crédit privé sont limitées et constituent un actif de diversification (cf. encadré 1.6).

**Concernant le risque de change, les actifs investis dans des devises autres que l'euro représentent une part limitée de l'actif des assureurs français** (9 % à fin 2025) (cf. graphique 1.64). Parmi ces expositions en devises, les deux tiers environ (152 milliards d'euros) correspondent à des placements libellés en dollars. Une large part de ces derniers correspond soit à des participations dans des entreprises liées (30 milliards d'euros), soit à des placements détenus en représentation d'engagements en unités de compte (62 milliards d'euros), qui présentent une congruence naturelle entre l'actif et le passif, le risque de change étant supporté par les détenteurs des contrats.

**Les assureurs peuvent être exposés à un risque de change sur certaines expositions non couvertes par des instruments dérivés.** Toutefois, pour les assureurs vie et mixte, qui concentrent la majeure partie de ces expositions (50 milliards d'euros), une congruence partielle entre l'actif et le passif est assurée par l'existence de mécanismes de participation aux bénéfices qui lient la valeur des engagements et donc des provisions techniques à la performance des placements. Le risque résiduel pour l'assureur est couvert par les exigences de capital de Solvabilité 2 qui prévoient l'immobilisation d'un capital équivalent à la perte qui résulterait d'une évolution défavorable des taux de change de  $\pm 25\%$  de leur valeur à la date d'arrêt. Avant diversification (et y compris organismes en modèle interne), les organismes vie et mixtes immobilisent ainsi 5,6 milliards d'euros au titre du risque de change, pour une exposition de 50 milliards d'euros, tandis que les assureurs non vie immobilisent 2,2 milliards d'euros de capital, pour une exposition de 7 milliards d'euros pour ces derniers. À titre de comparaison, l'exigence de capital totale des organismes vie, mixtes, et non vie s'élève à 147 milliards d'euros. Le moindre capital immobilisé par les organismes vie relativement à leur exposition en devises étrangères est l'illustration de cette congruence partielle de l'actif et des engagements inhérente aux mécanismes de participation aux bénéfices. Ces exigences de capital associées au risque de change témoignent du rôle de ces placements en devises étrangères en tant qu'actifs de diversification dans la stratégie de gestion d'actifs des assureurs, qui peuvent conserver ainsi une part de ce risque sans avoir nécessairement recours à une stratégie de couverture pour s'en prémunir.

**Graphique 1.63 : Proportion des obligations souveraines françaises dans les placements des assureurs**

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

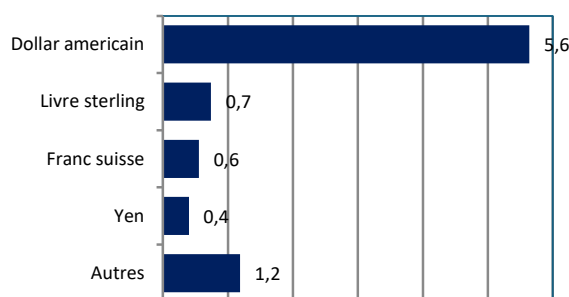


Source : ACPR.

Dernier point : quatrième trimestre 2025.

**Graphique 1.64 : Part des placements des assureurs en devises étrangères au T4 2025**

x : part (en %) / y : devises



Source : ACPR.

Date : quatrième trimestre 2025.

## 1.5 La forte détérioration de l'environnement géopolitique est susceptible de renforcer les risques structurels à travers une hausse du cyber-risque et une mise en exergue de la dépendance énergétique européenne

### La hausse des tensions géopolitiques et l'émergence de modèles d'IA avancés entraînent une recomposition du cyber-risque

**Sur la base des déclarations d'incidents majeurs transmises au titre de DORA, l'ACPR et la Banque de France n'identifient pas d'augmentation du nombre de cyberattaques à l'encontre du secteur financier français découlant des tensions géopolitiques actuelles.** Sur les deux mois (mars-avril 2026) qui ont suivi la hausse des tensions en Iran, datée au 28 février, la moyenne mensuelle des cyber incidents d'origine malveillante déclarés à l'ACPR était de quatre, contre une moyenne de trois sur la période précédente (janvier-février 2026), mais aucune revendication, imputation ni attribution particulière ne permet de penser que les cyberattaques déclarées depuis le 28 février sont significativement liées à ce conflit. Néanmoins, malgré une matérialisation encore limitée sur le périmètre français, l'intensification documentée des cyberopérations menées par des acteurs liés à l'Iran, mais aussi par des acteurs pro-russes, maintient la composante géopolitique de la menace à un niveau élevé, et justifie une vigilance renforcée de la part des entités financières. Ainsi, en février 2026, un mode opératoire réputé lié aux intérêts russes a compromis une entité financière européenne, à la suite d'un hameçonnage par courriel réussi, en y installant un logiciel d'accès à distance. L'état final recherché lors de cette attaque n'est pas connu en source ouverte, mais les acteurs de la menace à l'origine de celle-ci ont par le passé mené des attaques à visée lucrative ou d'espionnage<sup>80</sup>.

**La menace cybercriminelle se maintient elle aussi à un niveau élevé, comme le constate l'ANSSI dans son panorama de la cybermenace 2025<sup>81</sup>.** Elle y fait état d'un nombre d'attaques par rançongiciel légèrement en baisse, mais d'un nombre d'incidents relatifs à des exfiltrations de données bien plus important qu'en 2024. Les incidents impliquant des rançongiciels et/ou des exfiltrations de données ont représenté 56 % des cyberincidents majeurs d'origine malveillante déclarés à l'ACPR et à la Banque de France en 2025. En outre, 53 % ont été consécutifs à la compromission d'un prestataire, ce qui rejoint le constat établi dans le rapport sur la stabilité financière de décembre 2025<sup>82</sup>. Au total, l'ACPR et la Banque de France ont été notifiées d'une quarantaine de cyberincidents majeurs d'origine supposément cybercriminelle, soit un cinquième de l'ensemble des incidents majeurs liés aux TIC et de paiement qui leur ont été déclarés au titre de DORA sur l'année 2025.

**En effet, l'analyse des registres d'informations remis à l'ACPR atteste d'une forte dépendance aux services fournis par des prestataires TIC externes des fonctions essentielles ou importantes des entités financières.** Couplée à une concentration importante sur un nombre restreint de prestataires, cette dépendance constitue un facteur de vulnérabilité systémique, dans la mesure où un incident affectant un prestataire partagé peut se propager simultanément à plusieurs entités du secteur financier. C'est pourquoi les priorités de supervision de l'ACPR pour 2026 portent principalement sur l'amélioration du processus de gestion des incidents, l'évaluation du cadre de gestion des risques TIC et la revue de conformité à DORA des contrats avec les prestataires de services TIC. Le cadre de surveillance des prestataires de services TIC les plus utilisés par le secteur financier de l'Union européenne (CTPP), au fonctionnement duquel participent l'ACPR et la Banque de France, vise également à renforcer la résilience collective au risque de tiers.

**Une tendance croissante est enfin à souligner, bien qu'elle n'apparaisse pas encore dans les déclarations d'incidents majeurs reçus par l'ACPR et la Banque de France au titre de DORA : l'implication de l'IA dans les cyberattaques.** Cet usage des modèles d'IA générative par les acteurs de la menace a été mis en exergue en janvier 2025 par Google, qui indiquait avoir identifié que des groupes d'attaquants liés à une vingtaine de pays (dont l'Iran, la Chine, la Corée du Nord et la Russie) avaient déjà utilisé son assistant IA Gemini dans le cadre de l'exécution de leurs cyberattaques<sup>83</sup>, principalement pour des tâches de recherche, de génération de contenu, de

<sup>80</sup> [CERT-UA](#)

<sup>81</sup> [ANSSI \(2026\), Panorama de la cybermenace 2025, mars.](#)

<sup>82</sup> [Banque de France \(2026\), Rapport sur la stabilité financière de décembre 2025, janvier.](#)

<sup>83</sup> [Google Cloud Blog \(2025\), « Adversarial Misuse of Generative AI », janvier.](#)

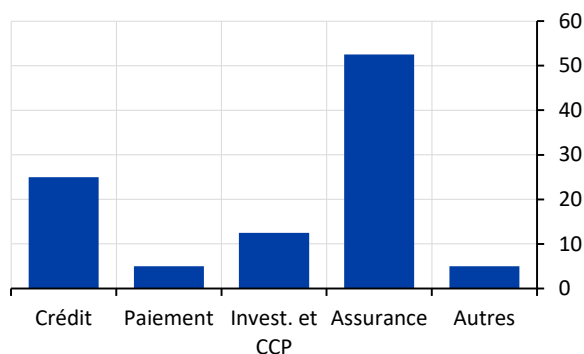
traduction ou d'assistance au développement de code. Depuis, en septembre 2025, l'entreprise américaine spécialisée en IA Anthropic a découvert une campagne d'espionnage d'acteurs de la menace réputés liés à la Chine qui auraient eu recours à leur outil de codage agentique Claude Code, pour cibler de manière presque exclusivement automatisée plusieurs types d'entités, dont des entités financières<sup>84</sup>. En sus de l'usage de l'IA comme facilitateur des étapes d'une chaîne d'infection, l'ANSSI confirme que les systèmes d'IA utilisés par les entités constituent eux-mêmes une surface d'attaque supplémentaire : ils peuvent être exploités par les attaquants pour corrompre les données qu'ils traitent, ou compromettre les systèmes d'information auxquels ils sont connectés<sup>85</sup>.

**L'IA peut également être mobilisée à des fins de cyberdéfense, mais avec une dynamique ambivalente au regard du risque.** Certains modèles avancés permettent désormais d'analyser de très grands volumes de code et d'identifier rapidement des failles critiques. Toutefois, ces mêmes capacités peuvent également être détournées à des fins offensives, notamment en réduisant fortement le délai entre découverte et exploitation de vulnérabilités ou en automatisant l'enchaînement de scénarios d'attaque complexes.<sup>86</sup>

**L'émergence des modèles d'IA avancés (de *frontier AI*) reflète donc un changement structurel du cyberpaysage :** sans modifier fondamentalement la nature du risque, ils accélèrent la vitesse, l'accessibilité et l'échelle potentielles des attaques, renforçant ainsi l'asymétrie entre attaquants et défenseurs, les capacités de remédiation et de déploiement des correctifs demeurant contraintes par les cycles opérationnels des établissements. Ces modèles peuvent constituer des outils de cyberdéfense avancés, mais sont également porteurs d'un potentiel offensif notable en cas d'usage malveillant. Face à ce nouveau paradigme, les institutions financières devront, au-delà des mesures classiques de cyberhygiène, adapter leur organisation, afin d'être en mesure de faire face à des besoins plus importants en matière de correction des vulnérabilités.

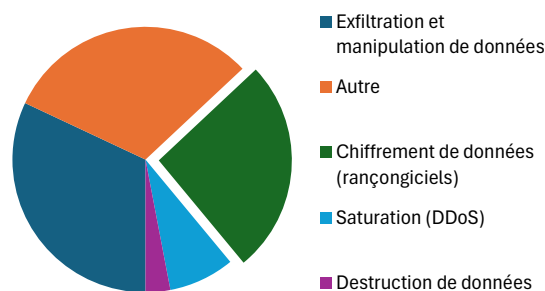
Graphique 1.65 : Entités ayant déclaré des cyberincidents sur l'année 2025 (répartition par secteur)

x : domaine d'activité / y : part (en %)



Source : ACPR.

Graphique 1.66 : Objectifs des attaquants



Source : ACPR.

<sup>84</sup> Anthropic (2025), « [Disrupting the first reported AI-orchestrated cyber espionage campaign](#) », 13 novembre.

<sup>85</sup> CERT FR (2026), « [Rapport menaces et incidents](#) » - CERT-FR

<sup>86</sup> Il est à noter toutefois que les performances observées à ce stade lors des tests indépendants réalisés (par exemple par l'AI Security Institute au Royaume-Uni) reposent principalement sur des environnements simulés et des systèmes peu protégés (cf. <https://www.aisi.gov.uk/blog/our-evaluation-of-claude-mythos-previews-cyber-capabilities>)

## La dépendance aux énergies fossiles est facteur d'aggravation de la vulnérabilité du système financier au conflit en Iran et met en lumière l'importance d'accélérer la transition vers la neutralité carbone

Les premières conséquences économiques de ce nouveau choc rappellent que la dépendance européenne aux énergies fossiles importées génère un risque inflationniste et d'instabilité financière, même si la France semble comparativement mieux protégée que d'autres pays européens, grâce à ses capacités de production d'énergie nucléaire.

La France a entrepris depuis plus d'une décennie des efforts de décarbonation, dans le cadre de ses engagements internationaux. Le pays s'est engagé à atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, conformément aux Accords de Paris, et s'est fixé comme objectif intermédiaire une réduction de 50 % des émissions de gaz à effet de serre (GES) d'ici 2030 par rapport au niveau de 1990<sup>87</sup> (cf. encadré 1.11). Les émissions nationales ont été réduites de 37 % entre 1990 et 2023<sup>88</sup>, représentant un peu plus des trois quarts de l'objectif pour 2030<sup>89</sup>. Tous les secteurs ont réussi à diminuer leurs émissions sur cette période, sauf les transports (49 % des émissions de GES) et l'agriculture (4 % des GES).

Néanmoins, la France demeure dépendante des énergies fossiles. Selon le service des données et études statistiques<sup>90</sup> (SDES), 42 % de la consommation d'énergie primaire<sup>91</sup> française provenaient d'énergies fossiles en 2024 (28 % de pétrole, 2 % de charbon, 12 % de gaz naturel)<sup>92</sup> – à peu près autant que la production d'électricité française d'origine nucléaire. De plus, la France importe presque l'intégralité des énergies fossiles qu'elle consomme, ce qui se traduit, sur la balance commerciale, par un déficit énergétique de 130 milliards d'euros en 2022, et de 63 milliards d'euros en 2024<sup>93</sup>.

Cette dépendance aux énergies fossiles (et donc aux pays exportateurs et aux aléas géopolitiques) génère des risques financiers et économiques connus. La réduction de l'approvisionnement européen en gaz naturel en 2022 (avec notamment la fermeture des gazoducs Yamal puis *Nordstream 1*) a largement contribué à la hausse de l'inflation dans la zone euro en 2022 (« *fossilflation* ») ; les composantes gaz et électricité<sup>94</sup> expliquant 2,6 pp sur le taux d'inflation de 9,9 % sur l'année 2022<sup>95,96</sup>. Les dispositifs mis en place pour amortir ce choc ont ensuite pesé sur les finances publiques des pays européens. En France, ils ont représenté un coût budgétaire de 3,5 % du PIB entre 2021 et 2023<sup>97</sup>.

La France s'est engagée dans une politique de diversification de ses approvisionnements pour limiter l'impact de conflits sur le coût de ses importations énergétiques. Alors que, en 2021, la France se fournissait en gaz naturel auprès de la Norvège (32 %), de la Russie (22 %), de l'Algérie (8 %) et des Pays-Bas (7 %)<sup>98</sup>, en 2025, les importations de gaz provenaient désormais de Norvège (40 %), des États-Unis (21 %) puis de Russie (18 %) et

<sup>87</sup> La [Stratégie nationale bas-carbone \(SNBC\)](#) développe cette feuille de route dans tous les secteurs d'activité- Ministère Aménagement du territoire Transition écologique

<sup>88</sup> [Une nouvelle ambition pour le climat: produire en France pour décarboner le monde](#) : L'institut Rexecode est plus sévère. Le bilan est mitigé si on regarde les émissions importées nettes, qui ont augmenté de 40% : l'empreinte carbone de la France (et donc sa contribution aux émissions mondiales) n'a reculé que de 20% sur la période.

<sup>89</sup> [Chiffres clés de l'énergie édition 2025](#) - Statistique publique de l'énergie, des transports, du logement et de l'environnement (SDES)

<sup>90</sup> Ce service est rattaché aux Ministères chargés de l'environnement, de l'énergie, de la construction, du logement et des transports

<sup>91</sup> La consommation d'énergie primaire de la France correspond à la demande intérieure d'énergie avant transformation et usages internes de la branche énergie. L'étude de la consommation finale (énergie effectivement utilisée par le consommateur) montre, quant à elle, que les énergies fossiles représentent encore près de 60% de l'énergie finale consommée en France - [Livre | Chiffres clés de l'énergie - Édition 2025](#), p.39

<sup>92</sup> En rapportant la production d'énergie primaire (1 564 TWh) à la consommation d'énergie primaire (2 575 TWh), le SDES indique que le taux d'indépendance énergétique a atteint 60,7 % en 2024, son maximum historique

<sup>93</sup> [Les enjeux économiques du soutien aux énergies renouvelables électriques \(février 2026\)](#) - Direction générale du Trésor

<sup>94</sup> Les tensions sur le marché gazier ont fait passer l'indice TTF de 47 €/MWh à 132 €/MWh en moyenne sur l'année, avec un pic à 311 €/MWh en août 2022

<sup>95</sup> [Faire face à la crise énergétique : quelles réponses d'urgence apportées dans l'Union européenne ? \(2024\)](#) - Banque de France.

<sup>96</sup> [The gas price shock: never again? \(2024\)](#) - Banque de France

<sup>97</sup> Ibid

<sup>98</sup> [Chiffres clés de l'énergie \(2022\)](#) – Ministère de la transition énergétique

d'Algérie (11 %) <sup>99</sup>. Le pétrole brut est quant à lui importé en 2025 des États-Unis (22 %), du Kazakhstan (15 %), du Nigéria (12 %) et de Norvège (10 %) <sup>100</sup>. Toutefois, les projections de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) <sup>101</sup> indiquent que la production des gisements existants décline structurellement (de 8 % par an pour le pétrole, et de 9 % pour le gaz). La production de certains des principaux fournisseurs de la France pourrait passer sous leur propre niveau de consommation nationale d'ici 2050 <sup>102</sup>, ce qui laisse présager de futures tensions sur les énergies fossiles dans les prochaines décennies, à offre inchangée de la part des autres producteurs. À plus court terme, néanmoins, des facteurs conjoncturels, tels qu'un éventuel assouplissement des sanctions contre l'Iran ou une évolution de la gouvernance de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), pourraient contribuer à une situation d'abondance de l'offre d'ici la fin de la décennie.

**Réduire l'exposition de la France aux aléas géopolitiques passera notamment par la poursuite d'une stratégie active de décarbonation, de préférence coordonnée au niveau européen** <sup>103</sup>. Les énergies renouvelables requièrent des investissements initiaux importants mais fournissent une énergie propre, peu coûteuse par rapport aux énergies fossiles et indépendante des aléas géopolitiques ou de la volatilité des marchés financiers. De récentes études de la banque centrale d'Espagne montrent que l'augmentation de 15 pp de la part de l'éolien et du solaire dans le mix énergétique du pays (passée de 25 % en 2019 à 40 % en 2024) a permis de diminuer de près de 40 % le prix de l'électricité par rapport à ce que le précédent mix énergétique aurait produit <sup>104</sup>. Selon ces mêmes analyses, l'évolution du secteur de l'énergie selon le plan national de décarbonation espagnol permettra, à terme, de diminuer par deux le coût de l'électricité pour les utilisateurs finaux d'ici 2030.

**Si la transition énergétique aura un coût pour l'économie française et européenne** <sup>105</sup>, le coût de l'inaction est bien plus lourd <sup>106</sup>, et celui du retard de mise en œuvre de la transition, que les scénarios à court terme du Réseau pour le verdissement du système financier (Network for Greening the Financial System, NGFS) peuvent aider à quantifier, doit également être pris en compte dans l'évaluation des coûts de la transition énergétique <sup>107</sup>. Le scénario *sudden wake-up call* explore par exemple les effets d'un retard de trois ans de mise en œuvre de politiques de transition, suivie d'une implémentation désordonnée et soudaine. Ce délai, pourtant limité dans le temps, génère des effets macroéconomiques importants, dont un écart de -0,3 % de PIB pour la France et de -0,8 % pour le PIB mondial en l'espace de deux ans, comparé au scénario *highway to Paris*.

### Encadré 1.11 : Le secteur de l'énergie français sur la voie de la neutralité carbone

Par Julie Beguet, Tristan Jourde et Dilyara Salakhova

**En 2020, l'adoption par décret de la Stratégie nationale bas carbone (SNBC 2) formalisait l'objectif de neutralité carbone de la France à l'horizon 2050.** Cet encadré examine les progrès de la transition vers des énergies bas carbone dans le secteur de l'énergie, afin d'évaluer son alignement avec le scénario de neutralité carbone. L'analyse s'appuie sur les données d'Asset Impact, qui couvrent la quasi-totalité des émissions du secteur de l'énergie en France <sup>108</sup>.

**Le secteur de l'énergie constitue le troisième secteur le plus émetteur en France, après les transports et les bâtiments résidentiels et tertiaires (IEA, 2023).** En 2025, ses émissions directes (scope 1) s'élevaient à 27 MtCO<sub>2</sub> (cf. graphique 1), soit 11 % des émissions totales de CO<sub>2</sub> du pays (IEA, 2023). Parmi ces 27 MtCO<sub>2</sub>, la combustion de

<sup>99</sup> Livre | Chiffres clés de l'énergie - Édition 2025 : p.44

<sup>100</sup> Bilan énergétique de la France en 2025 (2026) - Statistique publique de l'énergie, des transports, du logement et de l'environnement (SDES)

<sup>101</sup> World Energy Outlook 2025 – Agence internationale de l'énergie

<sup>102</sup> Le Nigéria, la Norvège et la Russie, *La souveraineté par la décarbonation (2025)* – The Shift Project

<sup>103</sup> [97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961\\_fr](https://www.bde.es/wbe/en/publicaciones/analisis-economico-investigacion/boletin-economico/2024t3-articulo-09-el-impacto-de-las-energias-renovables-sobre-el-precio-mayorista-de-la-electricidad.html)

<sup>104</sup> <https://www.bde.es/wbe/en/publicaciones/analisis-economico-investigacion/boletin-economico/2024t3-articulo-09-el-impacto-de-las-energias-renovables-sobre-el-precio-mayorista-de-la-electricidad.html>

<sup>105</sup> Clean energy investment - Energy - European Commission

<sup>106</sup> Estimés par CPI à 1266 000 milliards de dollars.

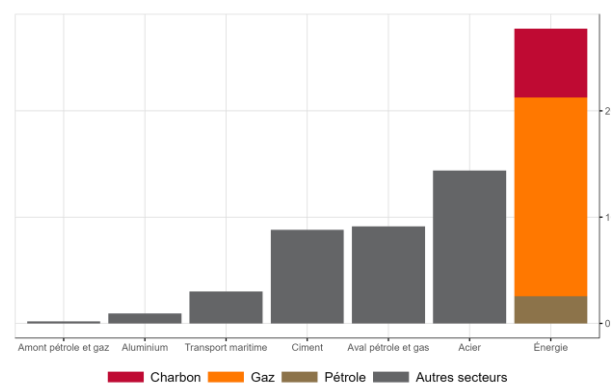
<sup>107</sup> En plus du surcoût que chaque crise énergétique génère pour les finances publiques.

<sup>108</sup> Données Asset Impact couvrent les actifs de la production et les émissions associées dans les secteurs : énergie, ciment, acier, aluminium, aval et amont pétrole et gaz, transport, aviation, transport maritime.

gaz représente environ 66 %, le charbon 25 % et le pétrole 9 % (cf. graphique 1). Pourtant, ces technologies polluantes ne comptent que pour 7 % de la production totale d'électricité en France, assurée majoritairement par le nucléaire (69 %) et les énergies renouvelables et hydraulique (24 % ; cf. graphique 2). Sur la base des intensités d'émissions (émissions par unité d'énergie produite), le charbon représente la technologie la plus polluante, avec une intensité plus d'une fois et demie supérieure à celle du gaz. Bien qu'encore important en matière en termes de production, le gaz présente l'intensité d'émission la plus faible parmi les fossiles.

**Graphique 1 : Émissions de carbone en France par secteurs (2025)**

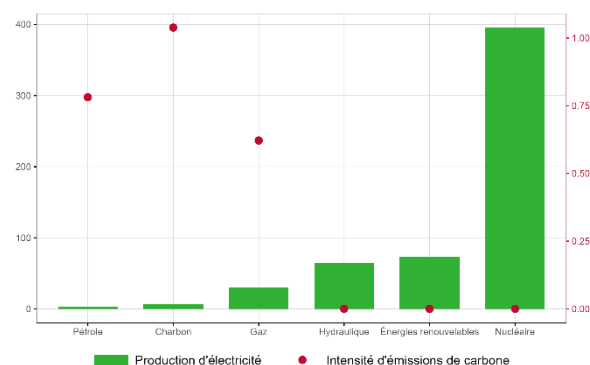
x : secteurs / y : émissions de carbone de scope 1 (MtCO<sub>2</sub>)



*Note : Décomposition des émissions de carbone en MtCO<sub>2</sub> en France par secteur (en gris). Le secteur de l'énergie est en outre décomposé par technologie : charbon, pétrole et gaz (en couleur). Sources : Asset Impact, calculs Banque de France. Dernier point : quatrième trimestre 2025.*

**Graphique 2 : Production d'électricité en France et intensité d'émission de carbone par technologies (2025)**

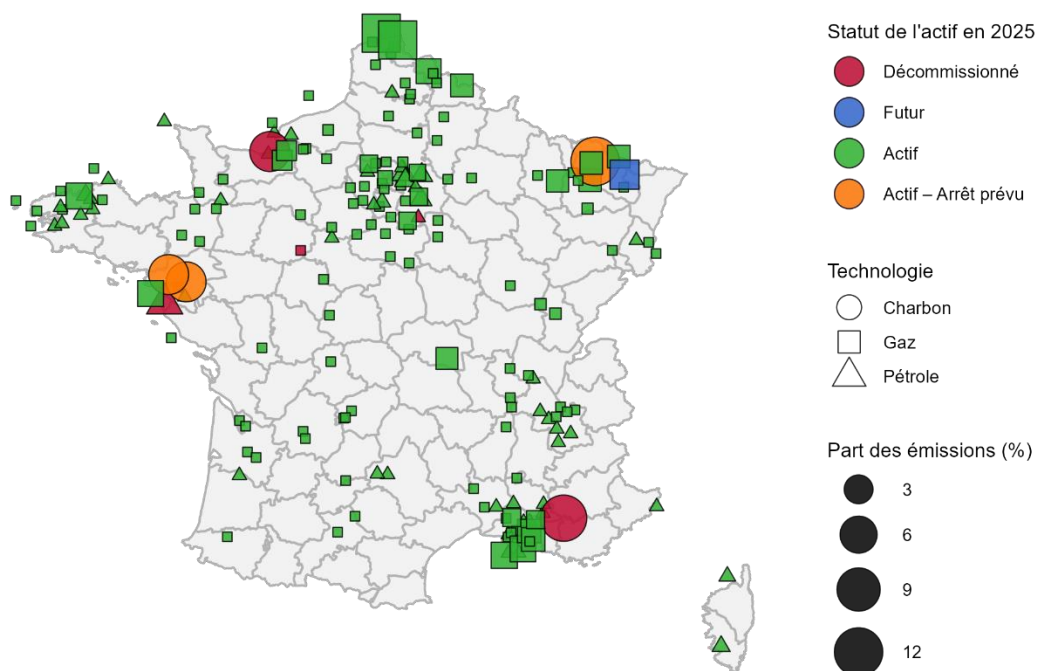
x : technologie / y [gauche] : production d'électricité (TWh) ; y [droite] : intensité des émissions de carbone



*Note : L'intensité des émissions de carbone pour chaque technologie est calculée comme le ratio d'émissions de carbone par unité de production TWh. Sources : Asset Impact, calculs Banque de France. Dernier point : quatrième trimestre 2025.*

**Face à ce constat, la France priorise la sortie du charbon pour la production d'électricité et le développement des énergies renouvelables.** Deux centrales à charbon ont déjà été fermées, et les deux dernières doivent fermer en 2027. Au sein de ces centrales, chaque unité de production représentait (ou représente, selon le cas) entre 7 et 8 % des émissions du secteur de l'énergie en 2025 (cf. graphique 3). Quelques centrales électriques au fioul ont également été mises hors service, notamment celle de Cordemais en 2022, responsable de 2,5 % des émissions du secteur énergétique. À l'inverse, l'ouverture d'une centrale à gaz est prévue en 2028, en remplacement de la centrale à charbon de Saint Avold, avec une contribution d'environ 3 % aux émissions du secteur. D'autre part, le déploiement des énergies renouvelables a enregistré une croissance annuelle moyenne de 6 % entre 2019 et 2025. En particulier, la capacité solaire a doublé, et l'éolien offshore a été multiplié par cinq sur la même période.

**Graphique 3 : Actifs du secteur de l'énergie en France (2025)**



Note : Chaque point représente une unité de production. Par exemple, deux points orange dans l'Ouest représentent deux unités de production de la même centrale à charbon. La taille des points représente la part des émissions en métropole en 2025. Pour les centrales actives, il s'agit des émissions de 2025 ; pour les autres, d'une estimation contrefactuelle (dernière année d'activité si fermées, première année si mise en service prévue). Seules les centrales dépassant 1 % des émissions du secteur de l'énergie sont affichées.

Sources : Asset Impact, calculs Banque de France.

**Une poursuite des efforts de transition est nécessaire pour respecter la trajectoire du scénario de l'Institute for Sustainable Futures compatible avec la neutralité carbone en 2050<sup>109</sup>.** Premièrement, ces efforts doivent se traduire par augmentation substantielle du rythme de déploiement des énergies renouvelables. Contrairement à la période 2023-2025, marquée par un faible écart entre la capacité de production renouvelable et le scénario de neutralité carbone<sup>110</sup>, les annonces actuelles pour les années suivantes restent largement en deçà des besoins (cf. graphique 4)<sup>111</sup>. Par ailleurs, la réduction actuelle de la part du charbon dans la production d'électricité est insuffisante par rapport aux baisses prévues par le scénario de neutralité carbone. Cependant si la fermeture prévue en 2027 est effective et définitive, la France rattraperait son retard dans son alignement avec le scénario<sup>112</sup>. Le nucléaire et l'hydraulique sont globalement alignés, mais la capacité de production d'électricité par combustion de pétrole reste trop élevée entre 2023 et 2025, sans évolution prévue. Enfin, concernant le gaz, aucune baisse n'est envisagée ; au

<sup>109</sup> Cette méthodologie est quelque peu différente de la méthodologie de l'Agence Internationale pour l'Environnement (AIE) et propose des trajectoires correspondant à une augmentation moyenne des températures à hauteur de 1,5°C d'ici 2100 avec une probabilité de 66% (contre 50% pour le modèle de l'AIE). Ce modèle repose principalement sur des technologies existantes et prouvées. Lorsque le modèle fait des hypothèses sur le développement de certaines technologies, ces dernières sont basées uniquement sur des technologies théoriques avec une démonstration de faisabilité. Enfin, cette méthodologie a la particularité de ne pas prendre en compte la capture de carbone dans ses calculs.

<sup>110</sup> Les données Asset Impact sous-estiment la production d'énergies renouvelables, car elles se limitent principalement aux grandes infrastructures solaires et ne captent qu'imparfaitement les installations décentralisées.

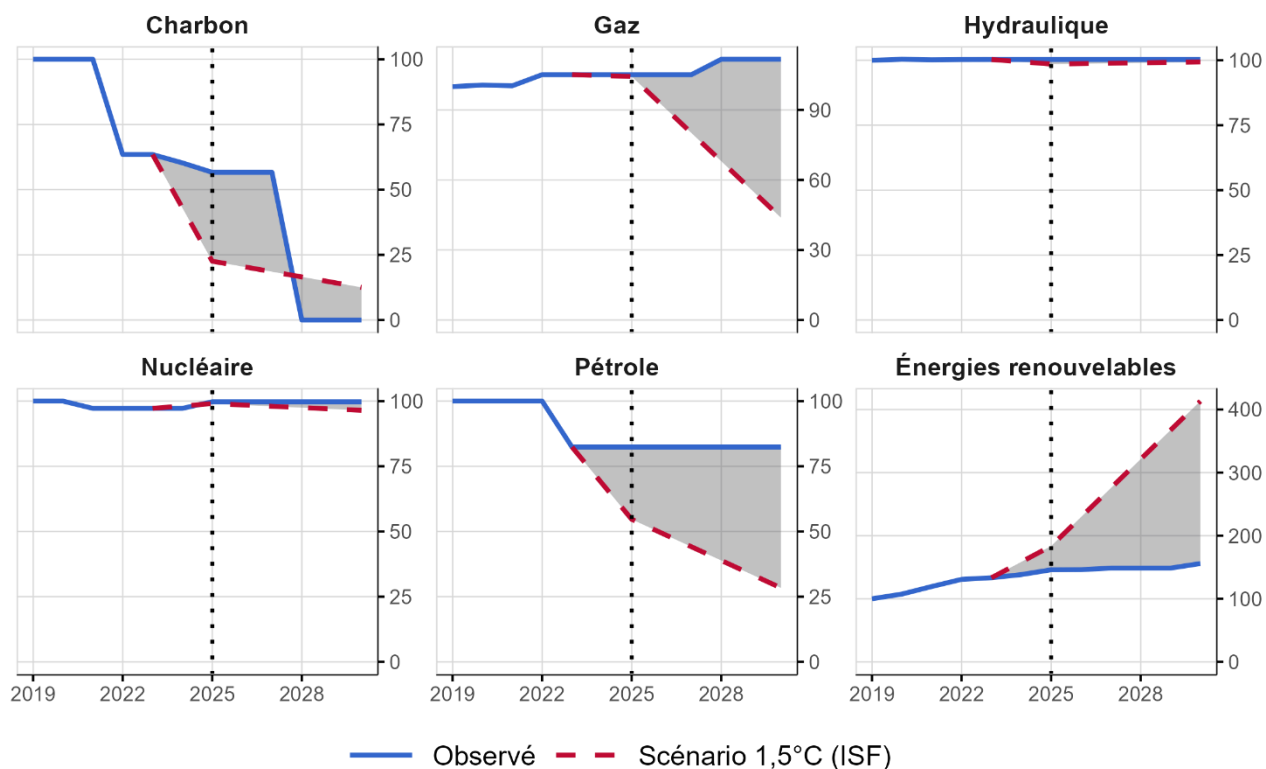
<sup>111</sup> Jusqu'en 2025, les données sont observées ; au-delà, elles sont projetées sur la base de l'activité actuelle et des engagements connus.

<sup>112</sup> La fermeture des centrales à charbon était prévue pour 2022 par la loi énergie-climat de 2019. La centrale de Saint Avold qui avait fermé fin mars 2022 a repris son activité quelques mois plus tard, tandis que la fermeture de la centrale de Cordemais est repoussée à 2027.

contraire, la nouvelle centrale prévue pour 2028 va à l'encontre de la diminution continue requise par le scénario à partir de 2025.

**Graphique 4 : Trajectoires actuelles et scénarios compatibles avec la neutralité carbone en 2050**

*x : axe temporel / y : la capacité de production d'électricité par technologie, indice base 100 en 2019*



*Note : Ce graphique utilise des scénarios de l'Institute for Sustainable Futures compatibles avec la neutralité carbone en 2050. Jusqu'en 2025, les données sont observées ; au-delà, elles sont projetées sur la base de l'activité actuelle et des engagements/annonces connues. Sources : Asset Impact, PACTA for bankers methodology. Institute for Sustainable Futures 1.5°C scenario, calculs Banque de France.*

**En conclusion, des efforts supplémentaires sont nécessaires pour décarboner le secteur de l'énergie et accélérer le déploiement des énergies renouvelables.** Par ailleurs, la décarbonation des secteurs des transports (49 % des émissions totales de CO<sub>2</sub>) et du chauffage des bâtiments résidentiels et tertiaires (17 %) constitue un autre défi majeur pour la France<sup>113</sup>. Ces deux secteurs concentrent la grande majorité de l'utilisation du pétrole (74 %) et du gaz (60 %) importés. C'est la réduction de la consommation de combustibles fossiles dans ces domaines qui permettra à la France d'atteindre la neutralité carbone et de renforcer son indépendance énergétique.

<sup>113</sup> Les émissions de CO<sub>2</sub> par secteur en France sont publiées par l'IEA.

## 2. Le marché des pensions livrées : pilier de la liquidité souveraine et défis pour la stabilité financière

*Auteurs et coordinateurs : Lucas DEVIGNE, Arthur DIVISIA, Martin SAILLARD ;*

*Autres contributeurs : Roxane BATAILLE, Guillaume CRANZ, Paul DOMART, Léa LE QUEAU, Carole ORTS*

---

**Le marché des pensions livrées (*repo*) – qui consiste pour un acteur financier à céder temporairement des titres contre des liquidités avec une date de rachat associée – s'est imposé comme un segment central du financement à court terme et du fonctionnement des marchés obligataires à la place des formes de financement non sécurisé.** Si ce marché est historiquement animé par les banques commerciales pour se refinancer, les banques centrales y participent également de manière très active pour y mener leurs opérations, gérer leurs investissements ou soutenir la liquidité obligataire. Il permet aux acteurs financiers de gérer leur trésorerie et de financer des besoins sans procéder à la cession définitive de leurs titres. Représentant un encours mondial d'environ 16 000 milliards de dollars, dont près de 80 % adossés à de la dette souveraine, le *repo* s'est profondément transformé au cours de la dernière décennie, alimenté par la hausse des émissions obligataires souveraines et la mise en œuvre de la politique monétaire des banques centrales. Plusieurs épisodes de tension successifs récents (2019, 2020, 2022 et 2025) ont mis en exergue la dualité de ce segment de marché : s'il garantit la fluidité de la circulation des liquidités et des titres en temps normal, il constitue également un canal de contagion systémique majeur lors des phases de tensions.

**Cette importance systémique s'accompagne de vulnérabilités en hausse liées à la présence croissante des entités non-bancaires, à l'effet de levier et à la forte concentration des acteurs.** L'intermédiation du marché est traditionnellement assurée par un noyau restreint de grandes banques internationales, dont les capacités peuvent être contraintes par les règles prudentielles (notamment le ratio de levier – le *liquidity coverage ratio* [LCR] et le *net stable funding ratio* [NSFR]) en particulier en période de tension. Ces entités accordent une part de plus en plus importante de leurs financements aux fonds spéculatifs pour soutenir des stratégies d'arbitrage à fort effet de levier. Cette dynamique accroît le risque de mouvements brusques sur les prix et favorise l'émergence de canaux de contagion vers le reste du système financier en cas de raréfaction soudaine de la liquidité. Ces fragilités sont renforcées par la prédominance des opérations à très court terme – en majorité au jour le jour aux États-Unis – et par une application des mécanismes de gestion des risques (décotes et appels de marge) parfois insuffisants, et susceptibles de se révéler procycliques en cas de choc.

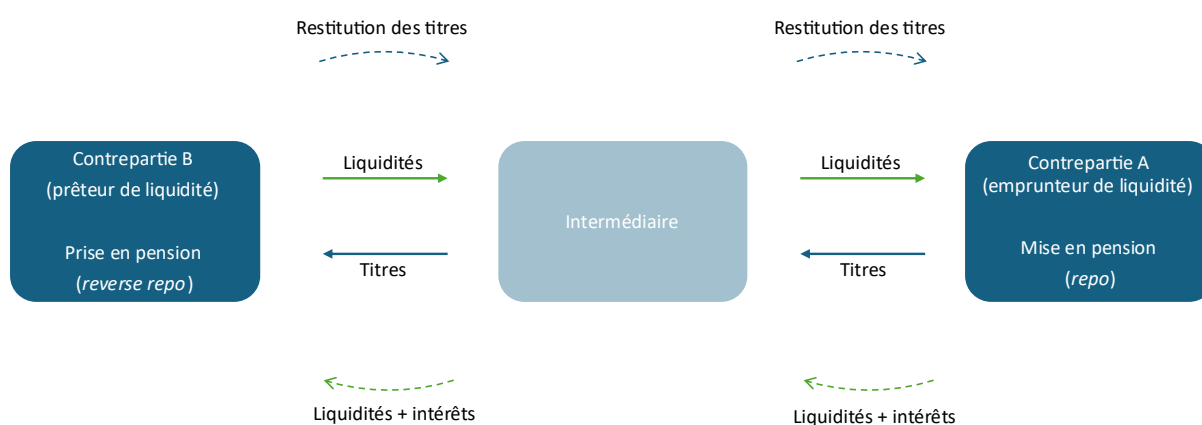
**Pour atténuer ces fragilités, le marché connaît aujourd'hui des transformations structurelles majeures, au premier rang desquelles figure le développement de la compensation centrale.** Cette transition est déjà bien amorcée à l'échelle mondiale, à l'instar de la mise en place progressive d'une obligation de compensation pour les transactions sur les obligations d'État aux États-Unis et du niveau notable de compensation centrale déjà atteint sur les obligations d'État françaises, allemandes et italiennes (allant de 30 % à 60 %, selon le périmètre retenu). Dans l'Union européenne, une obligation de compensation centrale permettrait de mieux garantir la résilience du marché européen. En tout état de cause, l'adaptation du cadre macroprudentiel en faveur de plus de transparence apparaît indispensable.

## 2.1 Le marché du *repo* constitue un pilier de financement et assure la liquidité des marchés souverains

### Un élément clé du financement à court terme et du fonctionnement du marché obligataire

**Le marché du *repo* occupe une place centrale dans l'architecture financière contemporaine.** Une opération de mise en pension (*repo*, pour *repurchase agreement*) consiste pour un acteur financier à céder temporairement des titres contre des liquidités, avec l'engagement de les racheter à une date et à un prix convenus à l'avance (cf. schéma 2.1). L'opération miroir du point de vue du prêteur de liquidité est appelée la prise en pension (*reverse repo*). Bien que juridiquement structuré comme une vente suivie d'un rachat, le *repo* fonctionne économiquement comme un prêt de liquidité garanti par du collatéral. Le prix de rachat étant fixé dès l'initiation du contrat, le receveur du titre n'est par principe pas exposé aux fluctuations du prix de l'actif sous-jacent pendant la durée de l'opération. Il peut toutefois exister une exposition résiduelle en cas de défaut de la contrepartie entre deux appels de marge<sup>114</sup> (*gap risk*), le prêteur de liquidité devant alors liquider le collatéral pour récupérer ses fonds.

Schéma 2.1 : Illustration d'une pension livrée avec intermédiation



Note : L'intermédiaire, qui procède à la fois à la mise et à la prise en pension, n'est pas indispensable.

Les flèches continues vertes et bleues indiquent respectivement les transferts de liquidité et de titres au début de la transaction, tandis que les flèches en pointillé vertes et bleues indiquent respectivement la restitution des liquidités et des titres à l'échéance.

Source : Banque de France, d'après FSB (2026).

**Le *repo* permet aux acteurs financiers d'accéder à des financements sécurisés à court terme contre collatéral, principalement souverain.** Il constitue ainsi un maillon essentiel de la gestion de la liquidité au sein du marché monétaire (cf. graphique 2.1), en permettant aux détenteurs de titres d'obtenir des liquidités sans procéder à leur cession définitive. Il offre ainsi une forme de « *liquidité sans liquidation* »<sup>115</sup>, particulièrement précieuse en période de tension financière, afin de limiter les ventes forcées susceptibles d'amplifier les déséquilibres de marché. En facilitant la circulation des titres au-delà de leurs détenteurs de long terme, le *repo* contribue également au bon fonctionnement et à la liquidité des marchés souverains. Il soutient notamment l'activité des teneurs de marché, qui assurent en continu l'achat et la vente de titres sur le marché secondaire. Pour remplir ce rôle, ces intermédiaires doivent temporairement détenir des stocks importants d'obligations souveraines dans leurs bilans. Le marché du *repo* leur permet de financer ces inventaires à faible coût en utilisant les titres comme collatéral pour emprunter des liquidités. Le caractère sécurisé de ces opérations réduit le coût du financement et facilite le portage des obligations souveraines. Cela contribue à resserrer les *spreads bid-ask* et favorise ainsi une plus grande fluidité des transactions. Plus largement, il renforce la capacité des intermédiaires à absorber les flux d'achat et de vente sans provoquer de fortes variations de prix, soutenant ainsi la liquidité et la résilience des marchés souverains. En signalant la rareté relative de certains titres, l'ajustement des taux de *repo* incite les détenteurs à les mettre temporairement à disposition, favorisant leur recirculation au sein du système financier et renforçant la liquidité effective des marchés souverains (cf. encadré 2.1).

<sup>114</sup> Mécanisme de gestion du risque de contrepartie qui vise à réaligner la valeur du collatéral estimée au prix de marché avec le montant de liquidité prêtée.

<sup>115</sup> Coen (J.), et al. (2024), Collateral demand in wholesale funding markets, *Staff Working Paper* n° 1082, Bank of England, juillet.

## Encadré 2.1 : Formation des taux et rôle des acteurs publics en zone euro

Par Mateo Caicedo Graciano, Lucas Devigne, Paul Domart et Claire Orliac

**Une transaction *repo* se négocie au taux permettant d'équilibrer l'offre et la demande de liquidité contre collatéral.** Ce taux correspond au coût d'emprunt de liquidité garanti par des titres et évolue dans le voisinage du taux de la facilité de dépôt (*deposit facility rate*, DFR) de l'Eurosystème. Les opérations de *repo* peuvent être regroupées en deux grandes catégories selon la nature du collatéral utilisé.

- **Le *general collateral* (GC):** les titres remis en garantie sont considérés comme interchangeable et regroupés par grandes catégories homogènes, généralement définies par juridictions souveraines<sup>116</sup>. L'identité précise du titre lors de la négociation importe peu lors de la transaction, seule compte son appartenance à une catégorie de collatéral donnée. Les taux associés varient selon la qualité de crédit des titres concernés : le taux GC allemand est ainsi généralement inférieur à celui du GC italien, les obligations allemandes étant considérées comme plus sûres (cf. graphique 1). En conséquence, la partie qui reçoit ces titres en garantie accepte une rémunération plus faible, car elle prend moins de risque. Dans ce cas, l'opération répond principalement à un besoin de financement, et le *repo* constitue avant tout un instrument d'accès à la liquidité.
- **Le *specific collateral* (SC):** alors que certaines opérations de *repo* répondent avant tout à un besoin de financement, d'autres sont motivées par la recherche d'un titre spécifique. Ces titres peuvent notamment être recherchés dans le cadre d'opérations de couverture, de règlement-livraison, ou lorsqu'ils constituent les titres à livrer sur le marché des dérivés. Lorsque les intervenants recherchent l'accès à un collatéral très particulier, le taux *repo* peut se négocier très en dessous des taux GC, parfois de plusieurs dizaines de pb. On qualifie alors ce titre de *special*. Cette baisse du taux *repo* reflète la rareté relative du titre: les acteurs acceptent de prêter des liquidités à des conditions plus favorables, afin d'obtenir temporairement ce titre, ce qui incite sa remise en circulation sur le marché. La *specialness* observée depuis le début des achats de titres de l'Eurosystème doit être interprétée à la lumière de celui-ci: les achats ont pu réduire la disponibilité relative de certains titres souverains, et déséquilibrer l'offre et la demande sur ces titres. Plus généralement, en période de rareté relative du collatéral de haute qualité, certains taux *repo* peuvent évoluer très en dessous du DFR. À l'inverse, lorsque des titres spécifiques sont recherchés, mais demeurent suffisamment disponibles sur le marché, notamment dans des périodes de resserrement quantitatif (*quantitative tightening*, QT) et d'offre nette positive de titres souverains, les taux *repo* peuvent évoluer au-dessus ou au voisinage des taux monétaires de référence.

**Les taux de *repo* servent de référence de marché comme taux d'intérêt à court terme**, complémentaire au taux des transactions au jour le jour (*overnight*) non sécurisées (le taux €STR, *euro short term rate*), calculé et publié par la Banque centrale européenne (BCE). Les taux €STR, *repo* GC et Euribor servent de référence pour de multiples produits financiers (dérivés de taux, prêts, instruments de couverture).

**Il convient toutefois de bien distinguer ces transactions de marché privé des opérations de refinancement de l'Eurosystème.** Les banques centrales nationales de l'Eurosystème agissent comme prêteurs de liquidité à leurs contreparties de politique monétaire, sur des maturités d'une semaine (*main refinancing operations*, MRO) ou de trois mois (*long term refinancing operations*, LTRO). Bien que le mécanisme économique soit similaire (prêt de liquidité contre remise de titres en collatéral), ces opérations ne sont pas exécutées sur le marché du *repo* : elles sont effectuées bilatéralement au guichet de la banque centrale avec un nantissement du collatéral, à la différence des opérations de *repo* de marché qui impliquent un transfert de propriété des titres.

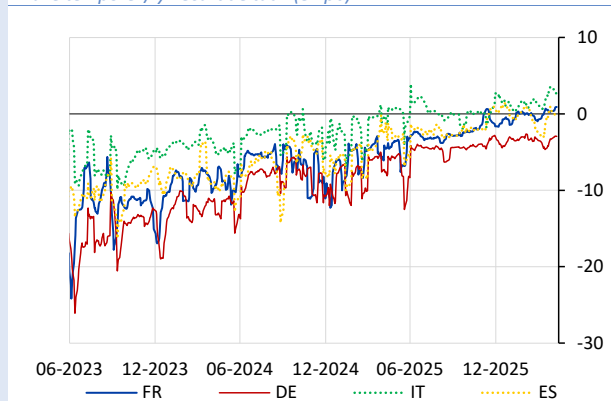
**Le taux MRO est un des trois taux directeurs de la BCE.** Fixé 15 pb au-dessus du taux DFR (« taille du corridor ») depuis la revue du cadre opérationnel de l'Eurosystème entrée en vigueur en septembre 2024, il contribue à

<sup>116</sup> Par exemple, le « taux du GC allemand sur la maturité spot/week » désigne le taux d'emprunt garanti par des obligations souveraines allemandes pour une opération débutant généralement deux jours ouvrés après la conclusion de la transaction et arrivant à échéance une semaine plus tard.

encadrer les conditions de financement à court terme du marché monétaire. Le niveau des taux directeurs et l'amplitude de l'excédent de liquidité banque centrale influencent directement les taux de marché du *repo*. La dernière revue du cadre opérationnel a confirmé que, dans un contexte de liquidité ample, le taux DFR constitue le taux directeur de référence, dans le voisinage duquel évoluent les conditions de marché<sup>117</sup>. Cet ancrage assure la bonne transmission de la politique monétaire, dont les taux de marché à court terme sont le premier vecteur.

**Graphique 1 : Écart entre le taux de *repo* européens au jour le jour et le taux de la facilité de dépôt (DFR)**

x : axe temporel / y : écart de taux (en pb)



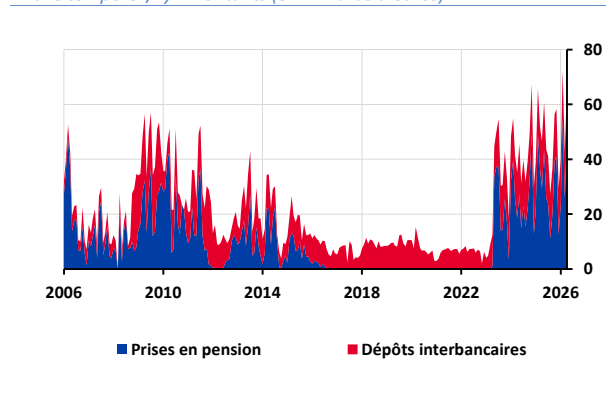
Note : Moyenne glissante sur 10 jours. Écarts des taux de repo GC par rapport au DFR pondérés par les volumes.

Sources : SFTDS, Banque de France.

Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 2 : Encours moyen mensuel placé sur les marchés par l'AFT**

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



Note : Les prises en pension correspondent aux placements de liquidité de l'AFT contre OAT auprès de banques commerciales (en majorité les spécialistes en valeurs du Trésor), tandis que les dépôts correspondent aux placements de liquidité effectués auprès de ces mêmes établissements sans opération de pension associée.

Source : AFT.

Dernier point : avril 2026.

**Les acteurs publics interviennent directement sur le marché privé du *repo*.** Les banques centrales y participent pour deux raisons : d'une part, l'Eurosystème prête les obligations achetées lors de ses programmes d'achat non conventionnels (APP et PEPP)<sup>118</sup>, afin de réduire la rareté du collatéral ; d'autre part, les banques centrales investissent pour compte propre, en plaçant des liquidités dans des opérations de prise en pension (*reverse repo*), afin de les rémunérer. L'Agence France Trésor (AFT) est également un acteur de ce marché, par le pilotage actif de sa trésorerie, en plaçant plusieurs dizaines de milliards d'euros en prise en pension contre obligations assimilables au Trésor (OAT), ainsi que sous forme de dépôts auprès des banques commerciales (cf. graphique 2). Ces opérations rythment le marché, puisqu'elles sont finement calibrées sur les dates de rentrées ou de sorties de trésorerie de l'État : placements avant le remboursement d'obligations, les détachements de coupons ou le paiement des salaires des fonctionnaires, et après les émissions de dette ou la réception d'impôts et prélèvements sociaux.

**Les activités de *repo* et de *reverse repo* sont essentielles au fonctionnement des marchés financiers, dans la mesure où elles facilitent l'intermédiation de la liquidité et du collatéral.** Les banques et intermédiaires de marché occupent une place centrale dans cette architecture, dans la mesure où ils assurent à la fois la mise en relation des différents acteurs et le financement de leurs propres positions de marché par le *repo* (cf. graphique 2.2). D'une part, le *repo* constitue une source de financement sécurisé à court terme pour les acteurs ayant besoin de liquidité, comme certains fonds à effet de levier<sup>119</sup>, en leur permettant de mobiliser temporairement leurs titres en collatéral. À l'inverse, il offre aux acteurs disposant d'excédents de trésorerie, notamment les fonds monétaires, un support de placement à faible risque et fortement liquide. D'autre part, le

<sup>117</sup> BCE (2024), Modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire, 13 mars.

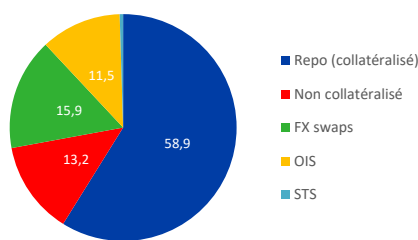
<sup>118</sup> L'Asset Purchase Programme (APP) et le Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) sont les deux principaux programmes d'achats d'actifs mis en œuvre par l'Eurosystème depuis 2015 et 2020 respectivement. En acquérant massivement des obligations souveraines et d'autres titres, ces programmes ont contribué à réduire la quantité de collatéral de haute qualité disponible sur le marché. Afin d'atténuer ces effets, l'Eurosystème permet aux acteurs de marché d'emprunter une partie des titres détenus dans ses portefeuilles via ses dispositifs de prêt de titres.

<sup>119</sup> Cette dynamique s'est particulièrement renforcée depuis fin 2024 pour les fonds à effet de levier (cf. section 2.2).

*repo* facilite la mise en circulation temporaire de titres financiers entre les différents intervenants de marché. Certains investisseurs à long terme, comme les assureurs, peuvent ainsi prêter temporairement les titres détenus en portefeuille en échange de liquidité, afin d'en tirer une rémunération supplémentaire (cf. graphiques 2.3 et 2.4). Les banques et intermédiaires de marché empruntent quant à eux ces titres pour leurs opérations de couverture, afin notamment d'éviter des défauts de règlement-livraison, pour des besoins d'habillage de bilan ou encore dans le cadre de stratégies d'arbitrage et de couverture de ventes. Certains acteurs, comme les *hedge funds*, peuvent enfin intervenir alternativement dans les deux directions, selon les conditions de marché et les opportunités d'arbitrage (cf. encadré 2.2). Leur présence est particulièrement importante sur les principaux marchés du *repo* (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni et Japon).

**Graphique 2.1 : Poids des segments du marché monétaire en zone euro à fin 2025**

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

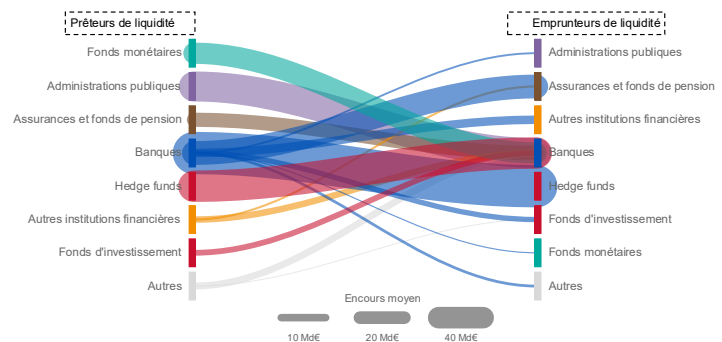


Note : Volumes moyens quotidiens au quatrième trimestre 2025. Les STS ou titres de créances à court terme représentent 0,5 % du marché.

Sources : MMSR, Banque de France.

**Graphique 2.2 : Positions *repo* intersectorielles sur OAT durant l'année 2025**

x : secteurs prêteurs et emprunteurs de liquidité / épaisseurs des bandes : encours journaliers moyens en milliards d'euros



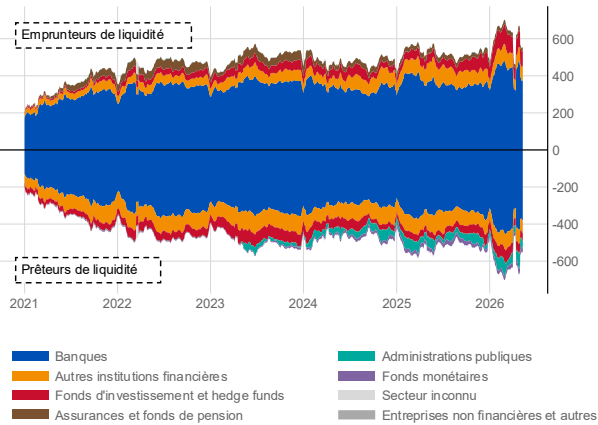
Note : L'épaisseur des bandes représente les encours journaliers moyens de positions *repo* entre secteurs sur OAT durant l'année 2025. Les transactions considérées portent sur des opérations *repo* contre OAT impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Les opérations avec les banques centrales sont exclues de l'analyse, en raison d'une couverture partielle des données. Les expositions observées apparaissent néanmoins proches de celles des administrations publiques, pour des montants limités. La catégorie « autres » regroupe les CCP (pour compte propre), les entreprises non financières, les véhicules financiers, ainsi que les secteurs non identifiés.

Sources : SFTDS, Banque de France.

**Le marché est marqué par une forte prédominance des opérations très courtes, avec environ la moitié du stock mondial à maturité au jour le jour.** Cette structure de maturité offre plusieurs avantages : elle permet tout d'abord une grande flexibilité aux intervenants pour ajuster leurs bilans. Les fonds monétaires, par exemple, doivent faire face à des contraintes de rachats quotidiens parfois massifs, et le placement de leurs excédents de trésorerie par des opérations de *reverse repo* au jour le jour leur permet ainsi de rémunérer leurs liquidités tout en conservant leur disponibilité immédiate. La maturité courte participe également à limiter l'exposition aux variations du prix du collatéral, ainsi qu'au risque de défaut de contrepartie.

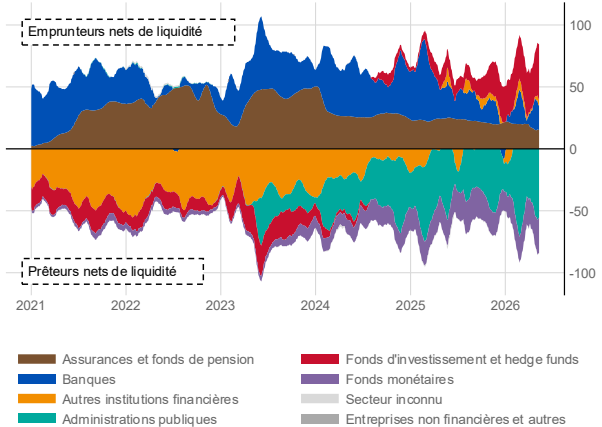
**Graphique 2.3 : Emprunts et prêts de liquidités par secteurs sur le marché du repo OAT**

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



**Graphique 2.4 : Positions nettes emprunteuses et prêteuses par secteurs sur le marché du repo OAT**

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



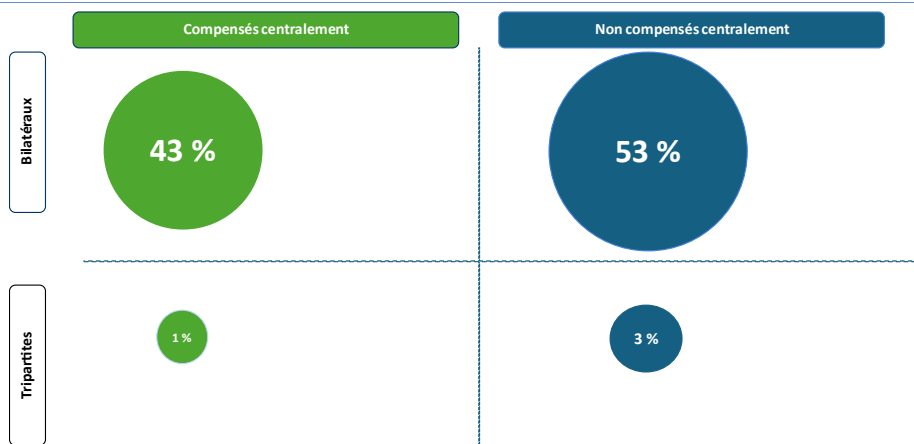
*Note : Moyenne glissante sur 7 jours. Les transactions considérées portent sur des opérations repo contre OAT impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Les opérations avec les banques centrales sont exclues de l'analyse, en raison d'une couverture partielle des données. Les expositions observées apparaissent néanmoins proches de celles des administrations publiques, pour des montants limités. La catégorie « autres » regroupe les CCP (pour compte propre), les entreprises non financières, les véhicules financiers, ainsi que les secteurs non identifiés. Source : SFTDS, calculs Banque de France. Dernier point : 5 juin 2026.*

*Note : Moyenne glissante sur 20 jours. Les transactions considérées portent sur des opérations repo contre OAT impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Les opérations avec les banques centrales sont exclues de l'analyse, en raison d'une couverture partielle des données. Les expositions observées apparaissent néanmoins proches de celles des administrations publiques, pour des montants limités. La catégorie « autres » regroupe les CCP (pour compte propre), les entreprises non financières, les véhicules financiers, ainsi que les secteurs non identifiés. Source : SFTDS, calculs Banque de France. Dernier point : 5 juin 2026.*

## Une structure de marché segmentée et en mutation

**Le marché du repo se structure selon deux dimensions** : le mode de compensation (bilatérale ou centralisée par la compensation centrale) et le mode de règlement (direct ou par l'intermédiaire d'un agent tripartite). Cette double segmentation crée quatre segments distincts, dont le segment bilatéral non compensé (*non-centrally cleared bilateral repo*, NCCBR), caractérisé par un règlement direct, reste le plus important. Il représente environ 50 % de l'encours mondial et peut aller jusqu'à 70 % des transactions, selon le périmètre retenu, en France et dans la zone euro (cf. schéma 2.2). Cela reflète la préférence persistante des acteurs pour des transactions flexibles, bien que moins standardisées, permettant ainsi des négociations sur mesure concernant la maturité, le type de collatéral et les décotes (*haircuts*).

**Schéma 2.2 : Ventilation des principaux segments du marché du repo OAT en 2025**

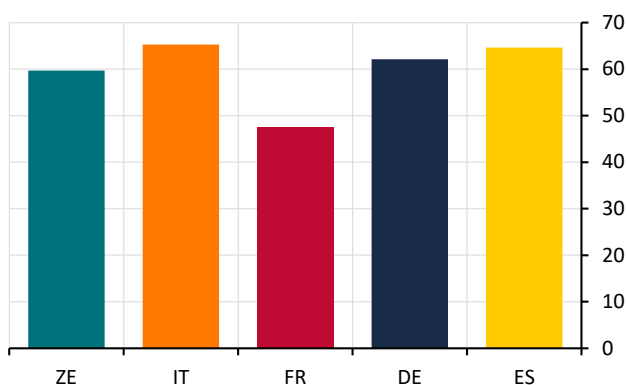


*Note : La taille des bulles reflète la taille relative de chaque segment du marché du repo sur OAT à fin 2025. Les données exploitées ne couvrent que les transactions impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Ce biais de couverture conduit probablement à une sous-estimation des montants de repo non compensés, certaines transactions bilatérales échappant au champ déclaratif. En s'appuyant sur les estimations du FSB (2026), une correction de périmètre suggère que la part des transactions non compensées pourrait atteindre près de 70 % à l'échelle de la zone euro. Sources : SFTDS, FSB (2026), Banque de France.*

**Le segment compensé par une contrepartie centrale (*central counterparty, CCP*) représente environ 40 % du marché mondial<sup>120</sup>.** Il centralise la compensation des transactions et peut également passer par un agent tripartite pour la gestion du collatéral. La CCP réduit l'exposition des participants au risque de contrepartie en remplaçant une exposition bilatérale par une unique exposition à la CCP. Elle limite le risque de contagion, et permet la compensation multilatérale (*netting*) et favorise une plus grande standardisation des pratiques de marché, notamment en matière de contrats, de valorisation du collatéral, d'appels de marge et de décotes (cf. graphique 2.6 et section 2.3). La compensation centrale est particulièrement développée sur le segment *interdealer* des obligations souveraines, où elle permet aux intermédiaires d'optimiser davantage leurs capacités de bilan. Pour les obligations d'État européennes, entre 50 % et 60 % des encours seraient désormais compensés de manière centrale, avec des proportions particulièrement élevées pour les grands émetteurs, comme la France, l'Allemagne ou l'Italie (cf. graphique 2.5). Cette progression concerne toutefois principalement les transactions entre banques et intermédiaires de marché, alors que sur le segment *dealer-to-customer* (D2C), les opérations impliquant des investisseurs non bancaires restent largement dominées par les transactions bilatérales.

**Graphique 2.5 : Part du repo compensé par une CCP pour les principales juridictions européennes à fin 2025**

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

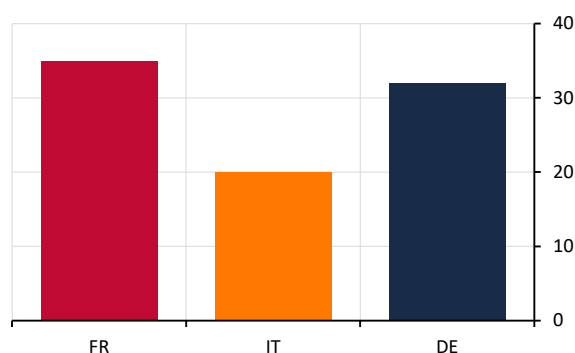


Note : Les données exploitées ne couvrent que les transactions impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Ce biais de couverture conduit probablement à une sous-estimation des montants de repo non compensés, certaines transactions bilatérales échappant au champ déclaratif. En s'appuyant sur les estimations du FSB (2026), une correction de périmètre suggère que la part des transactions non compensées pourrait atteindre près de 70 % à l'échelle de la zone euro.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

**Graphique 2.6 : Part de repo faisant l'objet de netting par juridictions sur les marchés repo européens sur l'année 2025**

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



Source : SFTDS

Dernier point : 5 juin 2026

**Depuis 2021, les modèles d'accès sponsorisé (*sponsored clearing*) se sont développés, afin d'élargir l'accès à la compensation centrale au-delà du cercle restreint des banques.** Ces modèles visent principalement les gestionnaires d'actifs et les fonds d'investissement, qui demeurent largement actifs sur le segment bilatéral non compensé. Dans le cadre des modèles sponsorisés, le client devient un participant direct de la chambre pour les appels de marge et le règlement, tout en bénéficiant du soutien opérationnel et des garanties financières d'un membre compensateur direct, généralement une banque agissant comme sponsor. Le sponsor prend notamment à sa charge la contribution au fonds de défaut et peut offrir des services complémentaires de gestion de trésorerie et de collatéral. Parallèlement, des modèles d'accès sponsorisé avec garantie (*guaranteed sponsored*) ont émergé, plus particulièrement adaptés aux *hedge funds*. Dans ce cas, la banque sponsor garantit non seulement les obligations opérationnelles du client, mais assume également une responsabilité totale pour les pertes liées à un éventuel défaut du client vis-à-vis de la CCP (cf. section 2.3). Toutefois, malgré les innovations proposées, notamment par LCH SA (*Sponsored Clearing*) et Eurex (*ISA Direct*), l'adoption de ces modèles reste encore très limitée en Europe. Ainsi, les modèles sponsorisés ne représentaient que 1 % des transactions en euros en 2021, et atteignent aujourd'hui 5,8 %<sup>121</sup>, en raison notamment des conditions particulièrement attractives fournies par les banques dans les transactions bilatérales. À l'inverse, le marché américain se caractérise par une adoption

<sup>120</sup> Financial Stability Board (2026), Vulnerabilities in Government Bond-Backed Repo Markets, 4 février.

<sup>121</sup> ICMA (2026), International Capital Market Association European Repo Market Survey, mars.

beaucoup plus large et une expansion rapide de ces modèles ces dernières années<sup>122</sup>, illustrant son adéquation aux contraintes économiques et opérationnelles des acteurs de marché (cf. encadré 2.3).

**Une opération de *repo* tripartite peut être effectuée aussi bien dans le segment bilatéral que dans le segment compensé.** La dimension tripartite concerne la gestion du collatéral, qui est externalisée à un tiers, un agent tripartite (principalement des dépositaires centraux ou assimilés). Contrairement à une CCP, cet agent ne porte pas de risque de contrepartie, mais il est mandaté pour assurer des fonctions opérationnelles liées au collatéral : sélection et valorisation quotidienne des titres, application des décotes et appels de marge, ainsi que le règlement-livraison.

### Des acteurs interconnectés dans un marché mondialisé

**Le marché du *repo* repose sur une architecture centre-périphérie fortement concentrée autour d'un nombre restreint de banques systémiques mondiales (G-SIB),** qui assurent l'intermédiation entre une périphérie composée d'acteurs hétérogènes (fonds monétaires, *hedge funds*, gestionnaires d'actifs, assureurs ou banques de moindre taille). Cette centralité est à la fois fonctionnelle et structurelle : près de 90 % des transactions transitent par un intermédiaire bancaire, tandis que les relations directes entre acteurs non bancaires demeurent marginales<sup>123</sup>. Les intermédiaires opèrent selon un modèle de *matched book*, se positionnant simultanément comme emprunteurs et prêteurs afin de transformer les besoins de liquidité, de maturité et de collatéral des différents intervenants (cf. schéma 2.1).

**Le marché présente en outre une spécialisation fonctionnelle et géographique des flux.** Les *hedge funds* constituent les principaux emprunteurs nets de liquidité depuis mi-2024, notamment pour financement des stratégies à effet de levier sur obligations souveraines. Leurs encours de *repo* mondiaux atteignent près de 3 300 milliards de dollars à fin 2025, soit environ 25 % de leurs actifs, reflétant l'essor des stratégies d'arbitrage, telles que le *basis trade* (cf. section 2.2 sur le rôle des *hedge funds*). Les fonds monétaires jouent un rôle central de prêteurs de liquidité, en particulier sur le segment tripartite, où ils recherchent des placements liquides, sûrs et faiblement consommateurs de capital réglementaire<sup>124</sup>.

**Cette intermédiation est dominée par le dollar, qui représente environ 66 % de l'encours mondial de *repo***<sup>125</sup>. Les banques européennes occupent à cet égard une position stratégique de hub du dollar offshore : elles captent une partie importante de la liquidité en dollars fournie par les fonds monétaires américains afin de la redistribuer vers d'autres banques européennes, des *hedge funds* ou des fonds d'investissement offshore. Le *repo* en dollars des entités de la zone euro représente ainsi près de 40 % de leurs encours de *repo* totaux, soit un volume comparable à leurs opérations en euros. Les entités situées au Royaume-Uni jouent souvent un rôle de passerelle dans cette circulation transatlantique de la liquidité en dollars, en reliant les marchés américains aux institutions financières d'Europe continentale<sup>126</sup>.

**L'activité des grandes banques européennes, y compris françaises, sur le marché du *repo* en dollars constitue un maillon central de leur gestion globale de liquidité,** notamment par les flux entre maisons mères européennes, filiales américaines et entités londoniennes. Une part importante des flux de *repo* transfrontaliers correspond en réalité à des transactions internes aux groupes bancaires, utilisées pour réallouer rapidement liquidités et collatéral entre juridictions. Ces flux intragroupes représentent des volumes particulièrement élevés, de l'ordre de 700 milliards d'euros par jour pour les transactions en euros, et de 350 milliards de dollars pour les transactions en dollars, et sont majoritairement à très court terme, souvent au jour le jour<sup>127</sup>. La part des opérations très courtes est même sensiblement plus élevée dans les transactions intragroupes que dans les transactions avec des contreparties externes, traduisant leur rôle central dans la gestion fine de la trésorerie et du collatéral à l'échelle

<sup>122</sup> Copeland (A.) et Kahn (R. J.) (2025), *The Rise of Sponsored Service for Clearing Repo*, *Liberty Street Economics*, 8 octobre.

<sup>123</sup> FSB (2026), *op. cit.*

<sup>124</sup> Cenicola (A.) et al. (2026), « Who participates in repo? », OFR, 31 mars.

<sup>125</sup> FSB (2026), *op. cit.*

<sup>126</sup> Hermes (F.) et al. (2025), *The international dimension of repo: five new facts*, Working Paper Series no 3065, European Central Bank, août.

<sup>127</sup> *Ibid.*

mondiale. Ces transactions internes permettent également d'optimiser les contraintes prudentielles, notamment le ratio de levier. Les banques européennes réduisent par exemple fréquemment leurs positions de *repo* aux États-Unis à l'approche des dates de *reporting* réglementaire de fin de trimestre (*window dressing*), afin de limiter temporairement la taille de leur bilan publié. Cette contraction du financement de *repo* est alors partiellement compensée par un recours accru aux *swaps* de change, qui permettent d'obtenir des dollars avec un traitement comptable et prudentiel plus favorable<sup>128</sup>. Ces ajustements contribuent à expliquer les fortes tensions saisonnières observées sur les marchés du financement en dollars lors des fins de trimestre.

## Des fonctions essentielles pour la formation des taux et la transmission de la politique monétaire

**Au-delà de son rôle de financement et d'intermédiation, le marché du *repo* constitue un canal clé de transmission opérationnelle de la politique monétaire et un point d'ancrage essentiel des taux d'intérêt à court terme.** Les banques centrales pilotent les conditions monétaires à travers leurs taux directeurs, qui déterminent le coût de refinancement des établissements ayant accès à la monnaie centrale (cf. encadré 2.1). Les banques redistribuent ensuite la liquidité obtenue vers un ensemble d'acteurs financiers, notamment non bancaires, par différents canaux. Tout dysfonctionnement du marché du *repo* peut dès lors perturber la transmission de la politique monétaire et fragmenter les conditions de financement.

**En fournissant des emprunts de liquidité contre collatéral à travers les opérations principales de refinancement ou les facilités permanentes, les banques centrales encadrent les taux courts et signalent l'orientation de leur politique monétaire.** En période de tension, les facilités de *repo* jouent également un rôle de filet de sécurité en permettant aux intermédiaires d'obtenir rapidement des liquidités contre actifs de qualité. Les dispositifs tels que le programme de *Standing Repurchase Agreement Operations*<sup>129</sup> de la Réserve fédérale américaine (Fed) ou les opérations exceptionnelles conduites par la Banque d'Angleterre lors de la crise des *gilts* en 2022 illustrent cette fonction de stabilisation. En limitant les risques de ventes forcées d'obligations souveraines, ces mécanismes contribuent à préserver le fonctionnement des marchés et la stabilité financière.

**La réduction de l'excès de liquidité modifie aujourd'hui cette configuration.** En réduisant leurs bilans, les banques centrales restituent progressivement des titres souverains au marché, tout en diminuant l'excès de réserves bancaires. Le marché du *repo* évolue ainsi d'un environnement de recherche de collatéral vers un cadre de recherche de liquidité, où les besoins de financement redeviennent centraux. Cette évolution renforce le rôle du segment GC (où l'identité précise du titre remis en garantie importe peu), en particulier pour les banques et les spécialistes en valeur du Trésor (SVT ou *primary dealers*), qui jouent un rôle d'intermédiation de bilan en absorbant temporairement les émissions souveraines. Le ratio de levier et les exigences en fonds propres pénalisent en effet l'expansion brute même temporaire du bilan, réduisant la capacité des intermédiaires à financer et intermédiaire les marchés obligataires. Le *repo* permet alors de transformer ces obligations nouvellement émises en liquidité à court terme sans liquidation des actifs sous-jacents. La normalisation des bilans de banques centrales dans les principales zones monétaires, notamment dans la zone euro, a ainsi eu pour effet de repositionner le marché du *repo* comme un canal central de fourniture de liquidité, en substitution partielle de la liquidité auparavant abondamment fournie par les banques centrales. Cette évolution contribue également à la progression du segment compensé, particulièrement sur le marché *interdealer* des obligations souveraines.

---

<sup>128</sup> *Ibid.*

<sup>129</sup> Auparavant appelée *Standing Repo Facility*.

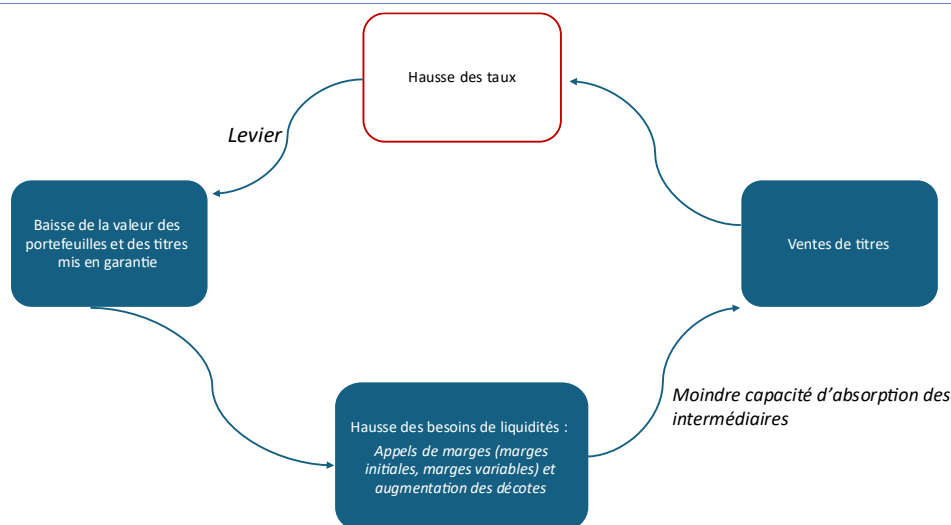
## 2.2 Des vulnérabilités croissantes liées au levier, aux pratiques de marché et à l'intermédiation

Si le marché du *repo* constitue une infrastructure essentielle au financement de l'économie et à la liquidité obligataire, son organisation actuelle porte des fragilités susceptibles d'en faire un puissant canal de contagion systémique en période de tension. Ces vulnérabilités s'articulent autour de trois dynamiques : une gestion du risque insuffisante et procyclique, l'accumulation d'un fort effet de levier par les acteurs non bancaires (notamment les *hedge funds*), et une intermédiation très concentrée reposant sur des banques dont la capacité de bilan peut être rapidement contrainte.

### Des mécanismes de financement procycliques (décotes, marges, collatéral)

Les mécanismes de marges et de décotes peuvent amplifier les chocs de marché. En période de hausse de la volatilité ou de baisse des prix obligataires, les appels de marge augmentent, tandis que les prêteurs exigent davantage de collatéral pour maintenir les positions ouvertes. Les acteurs ayant beaucoup de levier sont alors contraints de mobiliser rapidement des liquidités, souvent par des ventes d'actifs. Ces ventes pèsent à leur tour sur les prix de marché, provoquant de nouveaux appels de marge et alimentant des boucles de rétroaction négatives (cf. schéma 2.3). Ces phénomènes de spirales de liquidité ont été observés lors de plusieurs épisodes récents de tension sur les marchés obligataires, notamment durant le *dash for cash* de mars 2020 ou lors de la crise des fonds LDI britanniques en 2022. Ils illustrent le caractère potentiellement procyclique des pratiques de gestion du risque dans les marchés du *repo*.

Schéma 2.3 : Canaux de transmission des tensions sur le marché du *repo*



Source : Banque de France.

Le marché du *repo* repose sur des mécanismes de gestion du risque qui, s'ils contribuent à sécuriser les transactions à l'échelle individuelle, peuvent également générer des dynamiques procycliques et amplifier les tensions financières à l'échelle du système. En premier lieu, la prévalence des décotes nulles dans le segment bilatéral non compensé permet une accumulation importante de levier. Sur la base de nos analyses dans la base de données SFTDS, entre 50 % et 70 % des transactions bilatérales sur dette souveraine EGB et OAT seraient effectuées sans décote (cf. graphique 2.6). Si l'absence de décote peut s'expliquer au niveau microéconomique par des mécanismes de *netting* des positions et du risque à l'échelle du portefeuille global ou par le pouvoir de négociation des grands acteurs dans un marché concurrentiel, elle masque au niveau macroéconomique une accumulation de leviers qui accroît fortement la vulnérabilité du système aux chocs de liquidité.

La structure de maturité du marché constitue un facteur supplémentaire de vulnérabilité. Une large part des transactions de *repo* sont conclues à très court terme, souvent au jour le jour, ce qui implique un refinancement quotidien massif des positions. Cette dépendance expose les emprunteurs à un risque élevé en cas de retrait

soudain des prêteurs de cash ou de dégradation des conditions de financement. L'impossibilité de renouveler les opérations peut provoquer un désendettement rapide et désordonné.

**Enfin, la réutilisation<sup>130</sup> du collatéral contribue fortement à la fluidité du marché du repo.** Si des études portant sur l'activité globale de financement des banques dans la zone euro (incluant le prêt de titres) ont pu estimer qu'entre 50 % et 75 % du collatéral souverain est réutilisé<sup>131</sup>, de récents travaux isolant strictement le marché du repo européen l'évaluent aujourd'hui à environ 12 %<sup>132</sup>. Selon ces derniers travaux, cela représente près de 50 milliards d'euros échangés par jour et forme des chaînes d'intermédiation comptant en moyenne trois nœuds successifs. Bien qu'il limite les situations de rareté de collatéral, notamment pour les obligations souveraines les plus recherchées, ce mécanisme allonge les chaînes d'intermédiation et augmente les interdépendances entre acteurs financiers. Une perturbation localisée comme un défaut de contrepartie, une difficulté opérationnelle ou une rétention préventive du collatéral peut alors se propager rapidement au reste du système. En période de stress, ces dynamiques peuvent conduire à des comportements de thésaurisation du collatéral<sup>133</sup>, réduisant brutalement la liquidité disponible sur le marché du repo et accentuant les tensions sur les marchés souverains sous-jacents.

### Le rôle central du levier et des *hedge funds*

**Les *hedge funds* occupent désormais une place centrale dans le fonctionnement des marchés de repo et des marchés obligataires souverains.** Ils recourent massivement au financement de repo pour soutenir des stratégies à effet de levier, avec des encours estimés à environ 3 300 milliards de dollars fin 2025<sup>134</sup>, soit près de 25 % de leurs actifs. Ce volume de repo s'explique par la nature des stratégies mises en œuvre, notamment les opérations d'arbitrage telles que le *cash-futures basis trade* (cf. encadré 2.2). Ces stratégies renforcent l'interdépendance entre marchés obligataires, marchés dérivés et marchés du financement garanti.

**Dans ce contexte, les *hedge funds* jouent un rôle croissant de portage des titres souverains.** Les banques et *primary dealers*, davantage contraints par les exigences prudentielles et les coûts de bilan, disposent d'une capacité plus limitée à porter durablement les émissions obligataires (malgré les contraintes de détention *high quality liquid assets* [HQLA] requises par LCR). Les *hedge funds* absorbent ainsi une part croissante des positions sur dette souveraine grâce au financement de repo. Dans la zone euro, ils représenteraient une fraction importante de la demande adressée aux SVT lors des adjudications souveraines. Le graphique 2.5 met en évidence une progression marquée des positions nettes des *hedge funds* sur les marchés de repo européens, en particulier sur les obligations souveraines de la zone euro et les OAT françaises. Cette évolution traduit un recours croissant au financement de repo pour soutenir des stratégies avec levier, avec une accélération notable à partir de 2024.

**L'essor de ces stratégies s'inscrit dans un environnement de marché marqué par des conditions de financement particulièrement favorables, notamment sur le segment des repo adossés à des titres souverains de haute qualité.** Une part importante des transactions impliquant des *hedge funds* est effectuée avec des décotes faibles, voire nulles<sup>135</sup>, favorisant un recours élevé au levier et une forte sensibilité aux conditions de financement (cf. graphique 2.6). Cette configuration favorise des mécanismes de propagation des chocs. En cas de hausse de la volatilité ou de baisse des prix obligataires, les appels de marge et l'augmentation des décotes contraignent les *hedge funds* à liquider leurs positions pour obtenir des liquidités. Ces ventes forcées exercent une pression supplémentaire sur les prix, alimentant une boucle de rétroaction négative susceptible de transformer un choc localisé en stress systémique, comme observé lors des épisodes de tension sur les marchés obligataires.

<sup>130</sup> Cette pratique est rendue possible par la structure juridique du repo : le prêteur de liquidité devenant temporairement propriétaire du titre, il acquiert le droit de le réutiliser dans une nouvelle transaction avec un tiers, à condition de pouvoir le restituer à l'échéance.

<sup>131</sup> Jank (S.) et al. (2022), *Safe asset shortage and collateral reuse*, Working Paper, Econstor, juillet.

<sup>132</sup> Alexiou (G. A.) et al. (2025), *Repo collateral reuse and liquidity windfalls*, Working Paper Series, n° 3147, BCE.

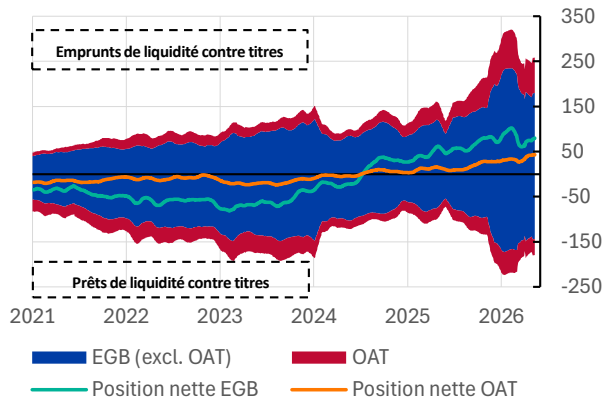
<sup>133</sup> Luu (D. T.) et al. (2021), *Collateral unchained: Rehypotheication networks, concentration and systemic effects*, *Journal of Financial Stability*, vol. 52, février.

<sup>134</sup> Office of Financial Research, SEC Form PF.

<sup>135</sup> La décote peut même être négative et cette situation contre-intuitive s'explique principalement par la forte demande pour certains titres souverains considérés comme rares (poussant les prêteurs de liquidité à dégrader leurs conditions pour les obtenir), par le pouvoir de négociation important des grands *hedge funds* face aux banques, ainsi que par des pratiques de compensation des marges à l'échelle du portefeuille global (FSB (2026), *op. cit.*; Hermes (F.) et al. (2025), *op. cit.*).

**Graphique 2.5 : Positions des *hedge funds* sur les marchés repo européens**

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



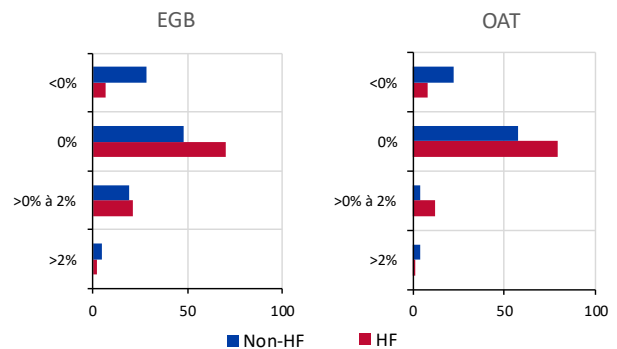
Note : Moyenne glissante sur 20 jours. Les transactions considérées impliquent au moins une entité soumise au reporting SFTR. L'identification des *hedge funds* est menée à partir des bases de données Lipper et de la BCE, incluant les fonds domiciliés aux îles Caïmans, Bermudes et îles Vierges britanniques.

Sources : SFTDS, LSEG Lipper, BCE, calculs DSF SRV.

Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 2.6 : Décotes payées par les *hedge funds* sur les repo contre dette européenne non compensés**

x : % de transactions repo / y : niveaux de décotes



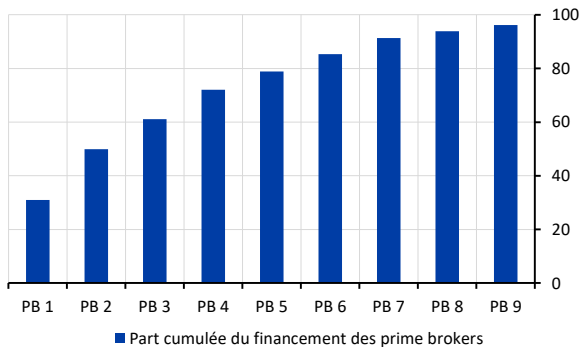
Note : Moyenne du 1<sup>er</sup> janvier 2025 au 5 juin 2026.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

**Cette activité apparaît en outre fortement concentrée** : un petit nombre de *hedge funds* dépendent étroitement de l'intermédiation d'un nombre restreint de grandes banques agissant comme *prime brokers* (cf. graphique 2.7). Cette double concentration implique que, en période de tension, une réduction de l'appétit au risque ou des contraintes de bilan de ces intermédiaires peut rapidement se traduire par un risque de refinancement pour les fonds. Ce risque est renforcé par la prédominance de maturités de financement courtes : près de 70 % des opérations des *hedge funds* ont une maturité inférieure à 15 jours, dans un marché du *repo* où près des trois quarts des transactions sont également conclues sur de tels horizons, tous acteurs confondus (cf. graphique 2.8). Toutefois, les plus grands *hedge funds* se distinguent par un recours plus fréquent au financement à terme, notamment sur les obligations souveraines européennes les plus liquides, dont les OAT. Cette capacité à sécuriser des financements sur des horizons plus longs contribue à limiter leur exposition immédiate au risque de refinancement par rapport aux acteurs de plus petite taille. En contrepartie, le développement de ces financements à terme peut accroître les besoins d'intermédiation des banques lorsque les apporteurs finaux de liquidité privilégient des maturités plus courtes (comme les fonds monétaires). Ce décalage de maturité est alors susceptible d'être partiellement absorbé par les intermédiaires, augmentant leur exposition au risque de transformation en période de tension de marché.

**Graphique 2.7 : Concentration des acteurs bancaires dans le financement des *hedge funds* sur l'année 2025**

x : entités bancaires / y : part (en %)

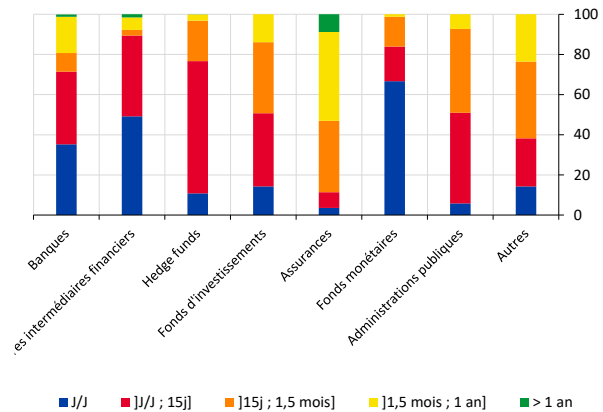


Note : PB renvoie à prime brokers. Au sein de ces établissements, les trois plus gros *hedge funds* emprunteurs représentent en moyenne 43 % de l'exposition.

Source : SFT, calculs Banque de France.

**Graphique 2.8 : Structure des maturités sur le marché du repo OAT par acteurs sur l'année 2025**

x : secteurs / y : part (en %)



Note : La structure des maturités est calculée à partir de photographies mensuelles des encours de transactions de repo adossées à des OAT observées entre janvier 2025 et janvier 2026. Les maturités correspondent à la maturité résiduelle des opérations. Les repo sans échéance prédéfinie (open repos) sont exclus du périmètre. Pour la plupart des secteurs, la structure des maturités est établie à partir des opérations d'emprunt de liquidité ; pour les administrations publiques et les fonds monétaires, structurellement prêteurs nets de liquidité, elle est calculée à partir des opérations de prêt de liquidité. J/J désigne les maturités au jour le jour.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

## Encadré 2.2 : Quels risques liés aux stratégies des *hedge funds* sur le marché de la dette souveraine états-unienne ?

Par Christin Thibault, Raphael Vives et Xavier Denis

### Fort développement des stratégies à effet de levier sur le marché des bonds du Trésor américain

Au cours des dernières années, les *hedge funds* ont très fortement augmenté leur exposition aux stratégies profitant d'un écart de valorisation entre, d'un côté, celle des bonds du Trésor américain (*US Treasuries*, UST), et, d'un autre, celle d'un produit dérivé avec des UST de maturité similaire en sous-jacent. Ainsi, les stratégies de *basis trade* consistent à anticiper le renchérissement des UST par rapport aux contrats *futures* sur UST associés. De leur côté, les stratégies de *swap spread* consistent à anticiper le renchérissement des UST par rapport à la courbe *swap* (cf. schéma 1). Dans les deux cas, les positions acheteuses d'UST des *hedge funds* sont généralement largement financées par le *repo*, ce qui les rend particulièrement dépendantes des conditions de financement sur ce marché<sup>136</sup>. La marge unitaire étant très faible, ces stratégies ne sont profitables que sur des volumes très importants, ce qui suppose un fort effet de levier.

Ainsi, les *hedge funds* détenaient plus de 2 000 milliards de dollars d'UST<sup>137</sup> au deuxième trimestre 2025, financés par près de 1 800 milliards de dollars d'emprunts<sup>138</sup>. Leur participation aux stratégies de *basis trade* est estimée à plus de 1 000 milliards de dollars<sup>139</sup>, et à celles de *swap spreads* à plus de 630 milliards de dollars<sup>140</sup>. Les positions en *swap spreads* ont plus que doublé entre le premier trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025. Ce sont donc elles qui ont le plus contribué à l'accélération des positions à effet de levier des *hedge funds* sur la période récente. Si la tendance entre 2021 et 2025 a été la forte augmentation des positions

<sup>136</sup> Le Fonds monétaire international estime qu'en moyenne 99 % de la somme investie en UST par les *hedge funds* est empruntée.

<sup>137</sup> La Banque des règlements internationaux (Bank for International Settlements, BIS) estime les positions acheteuses d'UST des *hedge funds* au deuxième trimestre 2025 à 2 379 milliards de dollars. BRI (2025), *Sizing up hedge funds' relative value trades in US Treasuries and interest rate swaps*, *BIS Quarterly Review*, 8 décembre.

<sup>138</sup> La position nette des *hedge funds* à l'emprunt sur le marché *repo* est estimée à 1 800 milliards de dollars. Cenicola (A.) et al. (2026), *op. cit.*

<sup>139</sup> Proche du plus haut historique (97<sup>e</sup> percentile), estimé par Bloomberg Intelligence à 1 180 milliards de dollars en novembre 2024.

<sup>140</sup> BRI (2025), *op. cit.*

à effet de levier sur UST<sup>141</sup>, plus récemment, les volumes de positions sur le *basis trade*<sup>142</sup> semblent cependant s'être stabilisés, alors que les volumes des positions sur *swap spreads* continuent d'évoluer en forte hausse.

Depuis 2021, l'augmentation des volumes sur les stratégies de *swap spreads* et de *basis trade* de la part des *hedge funds* pariant sur la convergence entre le prix des UST et des produits dérivés est en grande partie liée à la préférence des gérants d'actifs pour augmenter la durée de leurs portefeuilles obligataires à travers des instruments dérivés, plutôt que par des achats directs d'UST, profitant de leur forte liquidité, la réduction de l'impact sur leur bilan et la création d'un effet de levier implicite<sup>143</sup>. C'est donc cette préférence pour les instruments dérivés de la part des gérants d'actifs qui explique l'existence d'un écart structurel de valorisation avec leurs actifs sous-jacents (UST) et qui reflète le renchérissement des contrats futurs par rapport aux UST sous-jacents.

### **Vulnérabilités de ces stratégies liées au financement et à la structure du marché des UST**

Une dégradation des conditions de financement sur le marché du *repo* peut entraîner des débouclages forcés et rapides de ces stratégies. En effet, le financement des positions acheteuses d'UST par les *hedge funds* par un emprunt à court terme (*repo*) rend ces stratégies très dépendantes des conditions de financement, et donc de la volatilité observée sur les marchés monétaires américains. Une augmentation des coûts de financement du *repo*<sup>144</sup>, une réduction des capacités des bilans bancaires ou une évolution brutale et contraire des *spreads*, comme observé à plusieurs reprises depuis 2020 (lors de la pandémie, et en avril 2025, notamment), pourraient à nouveau fragiliser cet écosystème très sensible. Notons que, contrairement à ce qui avait pu être observé dans le sillage du Liberation Day, en avril 2025<sup>145</sup>, avec le débouclage forcé de ces positions spéculatives (notamment sur les *swap spreads*) qui avait entraîné une hausse rapide des taux longs des UST, les participants de marché ne mentionnent pas de telles dynamiques depuis le début du conflit en Iran. En effet, une hausse rapide de la volatilité sur le marché des UST peut entraîner d'importants besoins de liquidité pour les *hedge funds* à travers, sur les *repo*, une augmentation des appels de marge de la part de leurs contreparties et une hausse des demandes de surcollatéralisation<sup>146</sup>, principalement lors du renouvellement des positions. En parallèle, sur les contrats *futures* et sur les *swaps* (lorsqu'ils sont compensés), cette hausse rapide de la volatilité peut aussi entraîner une hausse des appels de marge de la part des chambres de compensations. Afin de couvrir ces besoins de liquidité supplémentaires, les *hedge funds* peuvent alors être forcés de vendre leurs UST, parfois de façon rapide et brutale, mettant alors à mal ces stratégies et pouvant entraîner des effets en cascade. De plus, les bilans des banques étant contraints par des ratios réglementaires, celles-ci ne peuvent pas toujours faire face à cet afflux d'offre d'UST sur le marché secondaire de la part des *hedge funds*, ce qui peut alors entraîner un impact notable à la hausse sur les taux américains (dépréciation des UST).

Des facteurs structurels augmentent aussi les risques associés à ces positions et conduisent à l'écartement de rendement entre les UST et les produits dérivés sur UST. C'est notamment le cas de la forte augmentation de l'offre de dette publique américaine au cours des dernières années : la hausse plus rapide de l'offre que de la demande d'UST peut donc conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une dépréciation structurelle relative des UST par rapport aux instruments dérivés, tels que les *futures* et la courbe *swap*, conduisant ainsi depuis plusieurs années à des niveaux de *swap spreads* en territoire négatif (taux de *swap* inférieur au taux des UST de même échéance), notamment sur la partie longue de la courbe souveraine.

Enfin, les positions de couverture sur les produits dérivés sur UST sont extrêmement concentrées : au 23 janvier 2026, les huit positions vendeuses les plus importantes sur les contrats *futures* sur UST de maturité

<sup>141</sup> Entre 2022 et 2025, les opérations de *repo* des *hedge funds* ont augmenté de 154 %, et leurs emprunts auprès des banques de 83 %. [Bright \(S.\) et Hamandi \(H.\) \(2026\)](#), Calm markets and underlying risks, *The OFR Blog*, 26 mars.

<sup>142</sup> [BRI \(2025\)](#), *op cit.*

<sup>143</sup> [Iorio \(B.\) et al. \(2024\)](#), Why do mutual funds invest in treasury futures, *FEDS Notes*, 10 mai.

<sup>144</sup> Au 22 mai, le taux du *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR) était de 3,55 %. En moyenne, il était de 3,64 % entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 22 mai.

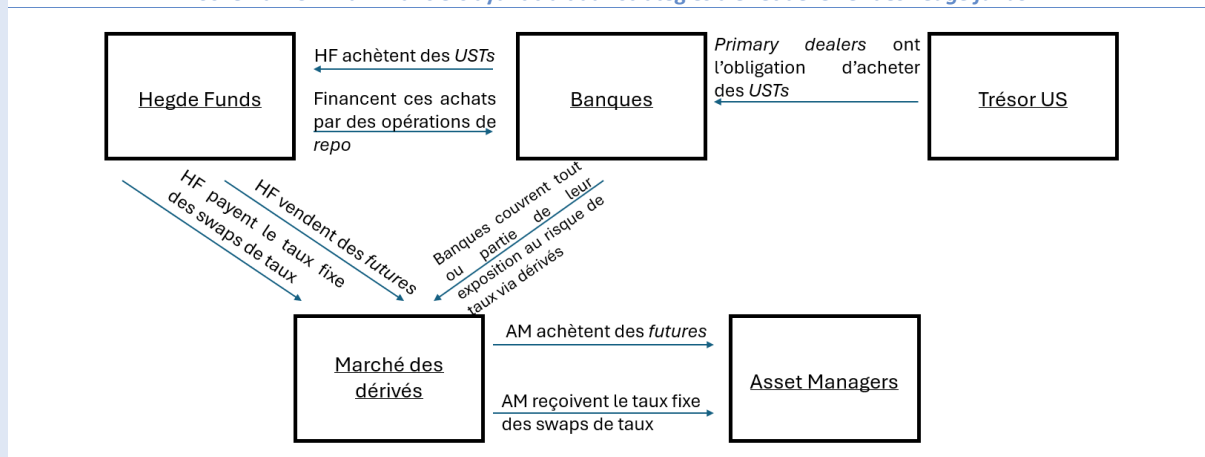
<sup>145</sup> [Banque de France \(2025\)](#), *Rapport sur la stabilité financière*, juin.

<sup>146</sup> [Glicoes \(J.\) et al. \(2024\)](#), Quantifying treasury cash-futures basis trades, *FEDS Notes*, 8 mars; et [Kahn \(R.J.\) et McCormick \(M.\) \(2025\)](#), Proportionate margining for repo transactions, *FEDS Notes*, 14 février.

dix ans sont estimées représenter plus de 30 % du total des positions vendeuses. Elles représentent près de 50 % de celles sur le contrat cinq ans<sup>147</sup>. Cela augmente donc la fragilité de ces positions spéculatives et les risques en cas de débouclages rapides et désordonnés.

La dépendance de ces stratégies au financement à court terme constitue ainsi un canal potentiel de propagation des tensions entre marchés monétaires, marchés dérivés de taux et marché des UST.

Schéma 2.3 : Flux financiers ayant trait aux stratégies à effet de levier des *hedge funds*



Source : Banque de France.

## Une concentration de l'intermédiation et des fragilités structurelles

**La forte centralisation de l'intermédiation du *repo* autour d'un nombre limité de grandes banques entraîne une concentration importante des risques.** Dans la zone euro, cinq établissements assurent à eux seuls près des deux tiers du financement de *repo* des *hedge funds*, tandis qu'aux États-Unis quelques grandes banques dominent les activités de *prime brokerage*. Cette dépendance à un nombre limité d'intermédiaires crée une vulnérabilité systémique : une contraction de l'appétit au risque, une contrainte de bilan ou une difficulté opérationnelle affectant une banque pivot pourrait rapidement perturber l'accès au financement pour une large partie du système. Cette vulnérabilité est renforcée par une double concentration des expositions. Non seulement le financement des *hedge funds* est concentré entre quelques banques pivots, mais l'exposition de ces banques est elle-même concentrée sur un nombre réduit de grands fonds. Les principaux *hedge funds* emprunteurs représenteraient ainsi une part importante de l'exposition totale des banques au secteur, puisque, au sein des principaux établissements européens, les trois plus gros clients *hedge funds* représentent en moyenne 43 % de l'exposition totale de la banque au secteur à fin 2025. Cette configuration accroît les risques de contagion bilatérale entre institutions systémiques et acteurs à fort levier.

**L'internationalisation du marché du *repo* accentue également ces fragilités structurelles.** Les grandes banques européennes jouent un rôle central dans le fonctionnement du marché du dollar offshore, en redistribuant la liquidité fournie par les fonds monétaires américains vers des banques, *hedge funds* et investisseurs internationaux. La fonction de hub du financement en dollars des banques européennes contribue à renforcer l'interconnexion entre le marché américain et européen. Une tension sur la liquidité en dollars ou un choc affectant le marché du *repo* américain peut ainsi se transmettre rapidement aux conditions de financement des intermédiaires européens. Inversement, des contraintes de bilan pesant sur les banques européennes peuvent réduire leur capacité à redistribuer cette liquidité au reste du système financier mondial. Les flux intragroupes jouent également un rôle important dans cette architecture. Une part importante des opérations de *repo* transfrontalières correspond à des transactions internes aux grands groupes bancaires, utilisées pour redistribuer rapidement liquidités et collatéral entre juridictions, et optimiser les contraintes prudentielles. Ces ajustements

<sup>147</sup> Bloomberg (2026), Treasury basis position hits highs as market calm, net short holders concentrated in TY and US Contracts, 23 janvier.

contribuent à renforcer l'intégration mondiale du marché du *repo*, mais également sa sensibilité aux tensions de financement internationales.

**Le marché du *repo* est par ailleurs étroitement lié à d'autres segments du financement international**, notamment les *swaps* de change, ce qui favorise une transmission rapide des tensions entre marchés monétaires, marchés du collatéral et marchés de change. Les contraintes prudentielles peuvent également générer des ajustements procycliques des bilans bancaires. Les épisodes de *window dressing*, correspondant à des réductions temporaires des activités de *repo* à l'approche des dates de *reporting* réglementaires, provoquent régulièrement des tensions de liquidité et une volatilité accrue des taux de financement.

**Enfin, cette concentration s'accompagne d'une visibilité incomplète sur les risques agrégés.** Avec la numérisation croissante du marché, les grands acteurs à levier utilisent les plateformes électroniques pour solliciter simultanément de multiples banques, fragmentant ainsi volontairement leurs flux pour maximiser leur accès au financement. Conséquence directe de cet éclatement : chaque intermédiaire n'observe plus qu'une fraction limitée de l'activité totale de son client. Cette incapacité des banques à appréhender l'exposition globale de leurs contreparties complique fortement l'évaluation du risque systémique et la détection des vulnérabilités avant les épisodes de tension.

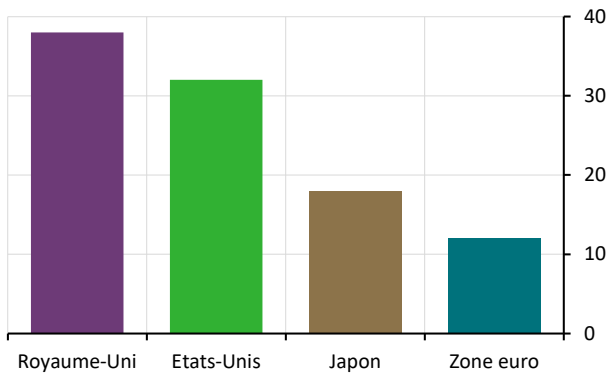
### Des interactions fortes avec les marchés souverains et la politique monétaire

**Le marché du *repo* occupe une place centrale dans le fonctionnement des marchés souverains et dans la transmission de la politique monétaire.** En assurant le financement des portefeuilles obligataires, la circulation du collatéral et la liquidité des teneurs de marché, il constitue une infrastructure essentielle au bon fonctionnement des marchés de dette publique (cf. graphique 2.9). Cette interdépendance implique toutefois que les tensions sur le marché du *repo* puissent rapidement se transmettre aux marchés obligataires souverains et, plus largement, aux conditions financières de l'économie. Le recours massif au financement de *repo* pour soutenir des positions à effet de levier crée notamment un canal de transmission direct entre tension de financement et volatilité obligataire. En période de stress, une hausse de la volatilité ou une baisse des prix des obligations souveraines entraîne des appels de marge et une augmentation des besoins de liquidité des investisseurs.

**Ces ventes forcées peuvent alimenter des dynamiques autoentretenues de baisse des prix et de hausse de la volatilité, transformant une correction de marché en épisode de crise systémique.** Les épisodes récents ont illustré cette vulnérabilité. En mars 2020, le débouclage massif de stratégies d'arbitrage sur les UST américains a conduit plusieurs *hedge funds* à liquider rapidement des titres souverains, pourtant considérés comme les actifs les plus sûrs du système financier mondial (cf. graphique 2.10). Cette dynamique a provoqué une détérioration brutale de la liquidité du marché des UST et nécessité une intervention d'envergure de la Fed (programme d'achats d'UST). De manière similaire, lors de la crise des titres souverains britanniques (*gilts*) en septembre 2022, la hausse soudaine des taux souverains a déclenché des appels de marge massifs sur les fonds de pension utilisant des stratégies de *liability driven investment* (LDI). Ces stratégies reposent en effet sur l'emprunt de liquidité sur le marché du *repo* pour financer des positions obligataires à long terme. Les ventes forcées de *gilts* pour faire face à ces appels de marge ont alors amplifié la hausse des taux britanniques et conduit la Banque d'Angleterre à intervenir en urgence, afin de restaurer le fonctionnement du marché obligataire. Ces épisodes montrent que les tensions sur le marché du *repo* ne se limitent pas à un problème de financement à court terme : elles peuvent directement affecter la liquidité et la stabilité des marchés souverains (cf. encadré 2.3). Dans la zone euro, cette vulnérabilité revêt une importance particulière dans un contexte de hausse des besoins de financement publics et de montée en puissance des acteurs non bancaires sur les marchés de dette souveraine.

**Graphique 2.9 : Taille du marché du *repo* par rapport au marché de la dette souveraine en 2025**

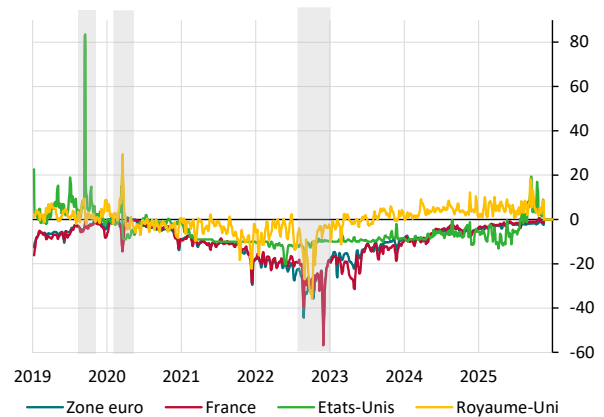
x : pays / y : part (en %)



Note : Dans le périmètre plus restreint SFTDS, on obtient des niveaux proches pour les principales juridictions européennes sur le marché du *repo* : autour de 10 % et 11 % pour la France, l'Italie et l'Allemagne ; 6 % pour l'Espagne.  
Source : BCE, Banque de France, calcul des auteurs.

**Graphique 2.10 : Écarts entre les taux *repo* GC et les taux des dépôts à la banque centrale**

x : axe temporel / y : écart de taux (en pb)



Note : Moyenne mobile sur 5 jours. Les zones grisées renvoient à des crises sur le marché du *repo* (hausse des taux aux États-Unis en septembre 2019, dash for cash dans la zone euro en mars 2020 et crise LDI avec épisodes de volatilité dans la zone euro en septembre 2022).  
L'échantillon zone euro correspond à la moyenne des quatre juridictions majeures sur le marché du *repo* en Europe (France, Allemagne, Italie et Espagne).  
Sources : FRBNY, BCE, Bloomberg, calculs Banque de France.

**Le marché du *repo* joue également un rôle essentiel dans la transmission de la politique monétaire.** Les taux de *repo* constituent un point d'ancrage fondamental des conditions monétaires à court terme et assurent la diffusion de la liquidité au sein du système financier. Les banques centrales utilisent directement les opérations de *repo* et de *reverse repo* comme instrument opérationnel de politique monétaire (Fed notamment), tandis que les conditions du marché du *repo* influencent la formation des taux monétaires et des taux souverains. Les politiques non conventionnelles conduites depuis la crise financière mondiale ont profondément modifié cet équilibre. Les programmes d'achats d'actifs (assouplissement quantitatif, QE) menés dans la zone euro ont retiré une part importante des obligations souveraines du marché, réduisant la quantité de collatéral disponible et comprimant les taux de *repo*, parfois en dessous des taux directeurs des banques centrales. Cette rareté du collatéral de haute qualité a renforcé les phénomènes de *specialness* sur certains titres souverains particulièrement recherchés. À l'inverse, la phase de normalisation monétaire et de réduction des bilans des banques centrales (resserrement quantitatif, QT) a fait augmenter progressivement les conditions de financement sur le marché du *repo*. La diminution de l'excès de liquidité bancaire et la hausse des émissions souveraines renforcent le rôle du *repo* comme principal canal de financement sécurisé de marché. Dans ce nouvel environnement, les tensions sur le marché du *repo* peuvent se transmettre plus directement aux conditions de financement des États et aux conditions monétaires globales.

**Enfin, l'internationalisation du marché du *repo* contribue à la diffusion transfrontalière des chocs monétaires et financiers.** La domination du dollar dans les marchés de financement garanti implique qu'un resserrement des conditions de financement en dollars ou une modification de la politique monétaire américaine puisse rapidement affecter les conditions de *repo* en Europe et dans les autres grandes juridictions. Cette interdépendance renforce le caractère systémique du marché du *repo* dans l'architecture financière mondiale.

### Encadré 2.3 : Le stress test repo, quels impacts peut-on observer ?

Par *Émilie Da Silva, David Gauthier et Aymeric Schneider*

Pour mieux appréhender les risques, la Banque de France a intégré une représentation d'un marché du *repo* dans son exercice de résistance systémique conduit en 2026. Cette modélisation s'appuie sur les travaux de la Banque centrale européenne (BCE) simulant la propagation des chocs financiers à l'ensemble d'un système financier composé de banques, de fonds d'investissement et d'assureurs. Le modèle ISA de la BCE met en avant les effets, sur la stabilité financière, des interconnexions entre ces trois secteurs par deux canaux principaux.

- Le canal de la liquidité : lorsqu'un acteur obtient de la liquidité auprès d'un autre, ce dernier voit sa position de liquidité dégradée.
- Le canal des défauts, qui entraînent des pertes pour les contreparties. Les besoins de liquidité peuvent conduire à la vente forcée de titres financiers, ce qui a pour effet la baisse de leur prix et des pertes pour le reste des agents qui les détiennent.

L'extension développée par la Banque de France permet d'intégrer les dynamiques du marché du *repo* au niveau de l'institution et de la transaction en s'appuyant sur les données granulaires disponibles dans la base de données SFTDS (*Securities Financing Transactions Data Store*). L'obligation de *reporting* s'applique aux contreparties financières et non financières européennes (y compris leurs succursales hors Union européenne), ainsi qu'aux succursales européennes d'entités étrangères. Les déclarants fournissent des informations détaillées sur le collatéral utilisé, au niveau du code ISIN, ainsi qu'un ensemble de caractéristiques relatives à la transaction pertinentes pour notre simulation, notamment le volume, la maturité, le taux et le *haircut*. Les données incluent à la fois les opérations de pension livrée (*repo*) et de prise en pension (*reverse repo*).

Notre modèle met en avant deux canaux de propagation des chocs qui sont spécifiques au *repo*.

- Canal du collatéral : la baisse des prix des actifs réduit la valeur du collatéral, resserre la capacité d'emprunt sur le marché du *repo* et oblige les emprunteurs à fournir davantage de garanties pour un même financement.
- Redistribution de la liquidité : lorsque le prix de titres placés en collatéral diminue, les emprunteurs font face à des appels de marge et doivent transférer du cash à leurs prêteurs pour maintenir leurs positions. Ce mécanisme comprime la capacité effective de financement des emprunteurs. De même, l'encours existant de *repo* à long terme se transforme en besoin de liquidité additionnel, lorsqu'il arrive à maturité. Lorsque la participation au marché du *repo* ne permet plus d'obtenir suffisamment de liquidité, les agents contraints se tournent vers des sources alternatives de financement (emprunt non garanti ou ventes d'actifs).

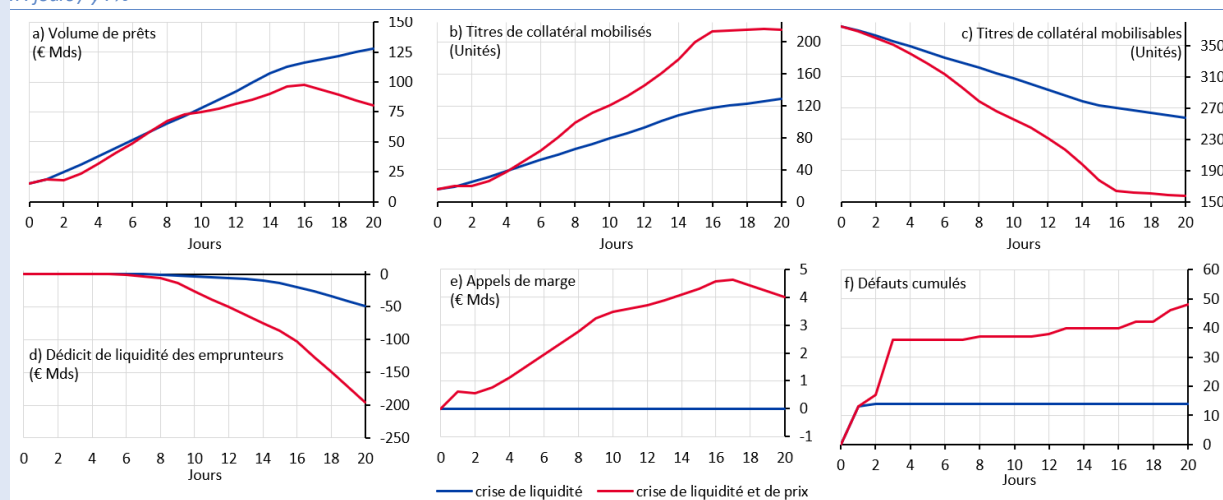
Notre cadre analytique permet d'étudier plusieurs scénarios.

- Scénario 1 – choc de liquidité :
  - L'augmentation des besoins de liquidité alors que les prix sont stables (pas d'appel de marges) accroît le recours au *repo* et aux opérations de renouvellement. Dans ce scénario, les emprunts de liquidité contre titres augmentent régulièrement, pour atteindre 125 milliards d'euros au bout d'un mois (cf. graphique 1.a), tandis que la liquidité des emprunteurs augmente.
  - En conséquence, le nombre de titres mobilisés augmente (cf. graphique 1.b), tandis que le stock de titres mobilisables diminue (cf. graphique 1.c). Les emprunteurs ont suffisamment de collatéral mobilisable pour combler leurs besoins de liquidité.
  - Le marché reste globalement fonctionnel, avec peu de défauts (cf. graphique 1.f).

- Scénario 2 – choc de liquidité et baisse des prix :
  - La chute des prix des actifs déclenche des appels de marge qui augmentent progressivement, pour atteindre 5 milliards d’euros, avant d’entamer une baisse qui s’explique par l’érosion du stock de collatéral mobilisable (cf. graphique 1.e).
  - Le nombre de titres mobilisables par les emprunteurs diminue (cf. graphique 1.c), réduisant ainsi leur capacité d’emprunt.
  - Le nombre d’entités en défaut est plus élevé que dans le seul choc de liquidité. Le montant croissant des appels de marge et la réduction de l’offre de liquidité sur le marché du *repo* empêchent certains emprunteurs d’honorer leurs engagements, ils se retrouvent donc en défaut (cf. graphique 1.f).

Graphiques 1 : Scénarios de choc de liquidité et baisse des prix

x : jours / y : %



Note : Cette figure est construite à partir d'un échantillon d'institutions financières participant au marché du *repo* et apparaissant dans le jeu de données utilisé pour la simulation du modèle ISA. Les valeurs présentées correspondent au volume total pour l'échantillon sur la maturité O/N. La simulation s'appuie sur les données SFTD arrêtées au 19 juin 2024. Les scénarios considérés sont les suivants : (i) une crise de liquidité caractérisée par une augmentation quotidienne de 3 % du besoin de cash réglementaire ; (ii) une crise combinée de liquidité et de prix, intégrant à la fois cette hausse du besoin de cash et une baisse de 5 % des niveaux de prix à chaque période. Le graphique (a) représente le montant de liquidité prêté/emprunté ; le graphique (b) le nombre de titre de collatéral mobilisé, tandis que le graphique (c) présente le nombre de titres de collatéral non encombrés. La somme des titres mobilisés et mobilisables correspond donc au nombre de titres total. Le graphique (d) montre le besoin de liquidité des emprunteurs. Le graphique (e) présente le montant journalier des appels de marge. Le graphique (f) représente le nombre d'agents en défaut.  
Source : Banque de France, calcul des auteurs.

Notre modèle permet donc de représenter comment, en période de crise, le dysfonctionnement du marché du *repo* peut devenir un facteur d'amplification des chocs. À mesure que la valeur du collatéral diminue, les agents en besoin de liquidité voient leur accès au marché du *repo* se réduire. Pour faire face à leur besoin de liquidité, ils seront donc contraints de céder des titres. Comme dans le modèle ISA sur lequel notre simulation du marché du *repo* s'appuie, les ventes forcées accentuent la baisse des prix, générant des boucles de rétroaction qui amplifient les tensions.

### 2.3 Renforcer la résilience du marché du *repo*: instruments, limites et cadre macroprudentiel

**Face aux fragilités structurelles et aux épisodes de stress récents, l'encadrement du marché du *repo* fait l'objet d'une attention renouvelée de la part des autorités internationales et européennes.** Le défi pour les régulateurs est de concevoir un cadre macroprudentiel capable de limiter l'accumulation de levier des acteurs non bancaires et d'atténuer les dynamiques procycliques, sans pour autant entraver le financement et la liquidité des marchés souverains. Pour répondre à cette double exigence, la réflexion réglementaire s'articule autour de trois principaux axes : l'encadrement direct des pratiques de décote, l'extension de la compensation centrale, et le renforcement du suivi des risques.

#### L'introduction de planchers de décotes

**L'introduction de planchers de décotes vise d'abord à s'assurer d'une couverture adéquate contre le risque de crédit, et permet également de limiter l'accumulation excessive de levier sur les marchés de *repo* et à réduire la procyclicité du financement sécurisé.** En plus de constituer une protection contre le défaut de la contrepartie, une décote minimale ex ante immobilise une part de capital et empêche que les acteurs puissent se financer à l'infini contre du collatéral, le levier se trouvant mécaniquement limité. Cette logique s'inscrit dans le prolongement des recommandations du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board, FSB) de 2014, qui proposaient des décotes minimales, comprises entre 0,5 % et 10 % selon les actifs, les émetteurs et les maturités, afin de contenir les risques d'appels de marge déstabilisants. Cependant, en restreignant son champ d'application aux emprunts de liquidité des non-banques et en excluant le collatéral souverain, le cadre du FSB ne couvre pas la majorité des opérations, en particulier celles des *hedge funds*. Ces standards ont ensuite été intégrés au cadre bâlois sur le risque de contrepartie, sans interdire les transactions sous les seuils recommandés, mais en les traitant de manière prudentielle comme des expositions non sécurisées. En Europe, leur non-transposition s'est jusqu'ici appuyée sur le rapport de l'Autorité bancaire européenne (European Banking Authority, EBA) de 2019, qui soulignait plusieurs effets de bord possibles : effets de seuil, arbitrages réglementaires, distorsions de concurrence entre secteurs financiers et risques de déplacement vers des segments moins régulés. Le sujet reste toutefois ouvert, CRR3 donnant mandat à l'EBA de réexaminer d'ici fin 2026 l'opportunité d'une transposition dans l'Union européenne.

**Les travaux récents de Grill et al. (2025) renforcent l'argument en faveur des planchers de décotes<sup>148</sup>.** À partir de données granulaires sur le marché du *repo* de la zone euro, ces auteurs mettent en évidence un écart notable entre les pratiques de marché et les niveaux de décote recommandés par le FSB (hors opérations avec collatéral souverain), suggérant un échec de marché dans la tarification du risque systémique. La prévalence de décotes faibles, voire nulles, notamment dans le segment bilatéral non compensé, permet aux institutions financières non bancaires, en particulier aux *hedge funds*, d'accumuler un levier important. Selon leur analyse, l'application des planchers du FSB réduirait le levier de *repo* d'environ 13 % pour l'ensemble du secteur non bancaire, et jusqu'à 42 % pour les entités représentant les plus gros volumes d'emprunt, c'est-à-dire précisément les acteurs les plus susceptibles de générer des tensions systémiques.

**Les grandes entités à fort levier bénéficient aujourd'hui souvent des décotes les plus faibles, probablement en raison de leur pouvoir de négociation, et seraient les plus contraintes par l'introduction de planchers.** Ces derniers permettraient ainsi de constituer des coussins de sécurité en période normale et de réduire le risque de ventes forcées en période de crise. Leur mise en œuvre doit néanmoins rester prudente. Des planchers trop rigides pourraient renchérir le financement sécurisé, réduire la liquidité de certains marchés, notamment souverains, et inciter les acteurs à déplacer leurs activités hors du périmètre régulé. C'est pourquoi une transposition purement prudentielle, limitée aux banques, serait probablement insuffisante : elle risquerait de déplacer l'activité vers les relations entre non-banques. Une réglementation de marché, couvrant l'ensemble des acteurs pertinents, apparaît plus cohérente avec l'objectif de stabilité financière et de cadre réglementaire uniforme. Le défi pour l'EBA sera donc de calibrer un dispositif suffisamment contraignant pour freiner le levier excessif, mais assez fin pour éviter une dégradation excessive de la liquidité et des effets d'arbitrage. Une telle réglementation de marché

<sup>148</sup> Grill (M.) et al. (2025), Repo haircuts: Market practices and the impact of minimum requirements on leverage. *Finance Research Letters*, vol. 71, 106484, janvier.

sur les décotes ne devrait pas non plus se substituer à une gestion fine du risque par les banques vis-à-vis de leurs contreparties non bancaires, notamment à effet de levier. C'est l'objectif des lignes directrices du Comité de Bâle sur l'encadrement du risque de contrepartie, publiées à la suite de la chute d'Archegos Capital Management, en mars 2021<sup>149</sup>.

## L'extension de la compensation centrale contribuerait à améliorer structurellement la résilience du marché du repo

**Les épisodes de tension survenus en 2019, en 2020, en 2022 et en 2025 sur les marchés de dettes souveraines ont montré que la compensation centrale constituait un mécanisme éprouvé d'absorption des chocs<sup>150</sup>.** Son utilisation tend en effet à s'intensifier en périodes de tension financière, en particulier lorsque les acteurs cherchent à limiter leurs expositions bilatérales en transférant leur risque de contrepartie vers une entité centrale hautement régulée<sup>151</sup>. Cette hausse du recours à la compensation centrale a tendance à se prolonger après la normalisation des conditions de marché, ce qui témoigne d'un intérêt structurel pour le modèle centralisé, sous réserve de certaines limites. Plusieurs épisodes récents, notamment lors du *dash for cash* de mars 2020, ont ainsi montré un déplacement des flux vers le segment compensé, les participants privilégiant la sécurité opérationnelle, la transparence et les capacités de *netting*<sup>152</sup>.

**Le recours à la compensation centrale soumet les transactions *repo* à des dispositifs standardisés de gestion des risques ayant d'abord pour objectif de neutraliser le risque de contrepartie.** Les CCP, en s'interposant entre les acheteurs et les vendeurs, garantissent le bon dénouement des transactions et substituent leur signature à celle des contreparties initiales. Le recours à la compensation centrale est de ce fait soumis à des conditions d'accès strictes, principalement fondées sur la qualité de crédit des membres. Par ailleurs, en devenant l'acheteur du vendeur et le vendeur de l'acheteur, la CCP substitue à un ensemble de relations bilatérales une exposition unique à la chambre de compensation, ce qui permet de limiter les risques de contagion en cas de défaillance d'un participant. Cette centralisation des expositions s'accompagne de mécanismes structurés de gestion mutualisée des défauts (notamment par les fonds de défaut et des procédures de liquidation ordonnée) destinés à limiter la propagation du choc à l'ensemble du système financier.

**Enfin, la compensation centrale améliore l'efficacité du système financier en facilitant le *netting* multilatéral.** En compensant les positions débitrices et créditrices entre de multiples acteurs, elle permet de réduire drastiquement les flux de règlement et les besoins en liquidité des participants, tout en limitant les défauts de règlement. Le recours à la compensation centrale permet aussi aux participants d'optimiser la gestion de leur bilan en réduisant l'exposition totale comptabilisée, désormais calculée sur une base nette plutôt que brute. Cet élément apparaît particulièrement important dans un contexte où la capacité des banques à intermédiaire les volumes croissants de dette souveraine par le *repo* est contrainte par les exigences prudentielles, notamment le ratio de levier qui prend en compte les expositions totales indépendamment de leur niveau de risque. Dans ce contexte, la compensation centrale contribue à limiter la consommation de capacité de bilan des banques et à soutenir leur capacité d'intermédiation.

**En pratique, le *netting* permet de réduire l'exposition en cas de défaut et, par conséquent, les actifs pondérés par le risque, diminuant ainsi les besoins en fonds propres des banques.** Les expositions sur les CCP bénéficient par ailleurs généralement de pondérations prudentielles plus favorables que les expositions bilatérales classiques, ce qui renforce l'intérêt de la compensation pour les intermédiaires bancaires. La réduction de la taille apparente du bilan contribue également à limiter l'augmentation des indicateurs utilisés dans le calcul des surcharges G-SIB. Au-delà du *netting* des expositions, la compensation centrale permet également un *netting* des règlements (*settlement netting*), réduisant les flux physiques de cash et de titres à régler quotidiennement. Au lieu de devoir régler un grand nombre de transactions brutes, les participants ne règlent plus qu'une position nette par titre et par date, ce qui réduit les besoins de trésorerie opérationnelle et le risque de défaut de livraison (*settlement fails*).

<sup>149</sup> Comité de Bâle (2024), *Guidelines for counterparty credit risk management*, décembre.

<sup>150</sup> ESRB (2024), *A system-wide approach to macroprudential policy*, novembre.

<sup>151</sup> Hüser (A.-C.) et al. (2024), *How does the repo market behave under stress? Evidence from the Covid-19 crisis*, *Staff Working Paper*, n° 910, Bank of England.

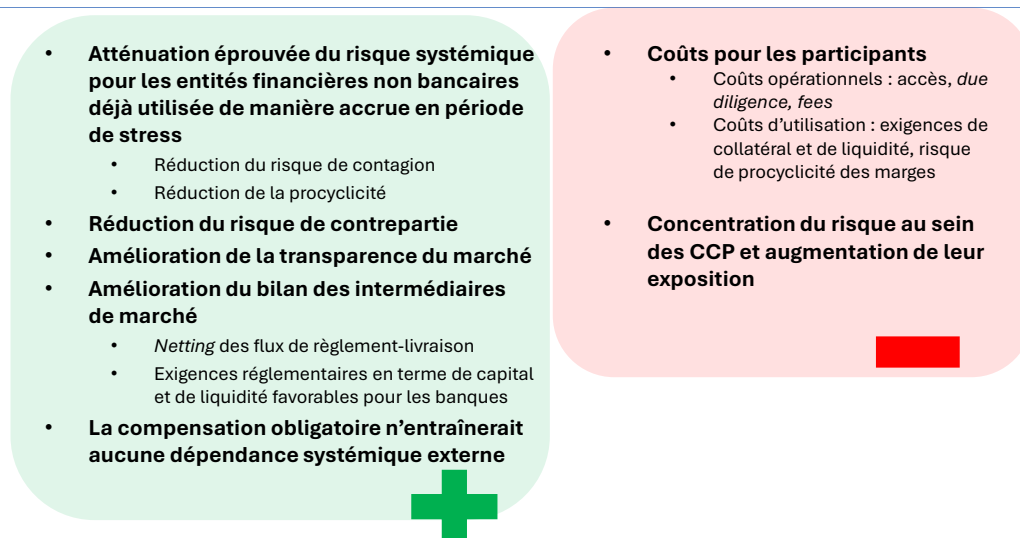
<sup>152</sup> FSB, 2026, *op. cit.*

En facilitant le *netting* multilatéral, la compensation centrale contribue ainsi à préserver la capacité des banques à financer et à faire circuler des volumes importants de liquidité<sup>153</sup>.

**L'expérience du lien d'interopérabilité entre CCP sur l'un des principaux marchés de trading du *repo*, MTS Repo, opéré par Euronext, illustre les bénéfiques potentiels d'une intégration accrue des infrastructures de compensation en Europe.** Depuis 2003, ce dispositif permet aux membres de deux chambres de compensation, LCH SA et Euronext Clearing (anciennement CC&G), de traiter entre eux comme s'ils opéraient au sein d'une même CCP virtuelle, sans devoir être membres des deux infrastructures simultanément. Cette architecture facilite les flux transfrontaliers entre banques internationales, souvent membres de LCH SA, et des institutions domestiques italiennes, qui représentent près de 80 % des membres d'Euronext Clearing, contribuant ainsi au recyclage de la liquidité sur le marché des obligations souveraines italiennes. Selon plusieurs estimations, les transactions effectuées par ce lien représenteraient environ la moitié des volumes compensés sur le marché MTS Repo fin 2023<sup>154</sup>. Ce mécanisme a par ailleurs démontré son utilité lors de plusieurs épisodes de tension en maintenant l'accès des banques italiennes au financement international et en favorisant la circulation du collatéral souverain au sein du marché du *repo* compensé.

**Enfin, le recours aux CCP favorise une standardisation accrue des pratiques de marché, notamment en matière de documentation contractuelle, de valorisation du collatéral, de décotes, de règles d'éligibilité du collatéral et d'appels de marge.** Cette harmonisation réduit certains risques opérationnels et juridiques liés à l'hétérogénéité des pratiques bilatérales et améliore la transparence globale du marché. Elle facilite également le suivi prudentiel des expositions et des besoins de liquidité des participants, en particulier en période de tension, en limitant les négociations discrétionnaires et les asymétries d'information entre contreparties. Pour les *hedge funds*, dont l'activité sur le marché du *repo* s'est notablement accrue (cf. partie 2.1), la compensation centrale par les modèles d'accès sponsorisés<sup>155</sup> (*sponsored* ou *guaranteed sponsored*) permettrait d'accéder à des pools de liquidité plus profonds et plus stables, tout en réduisant la dépendance à des relations bilatérales dont la capacité peut être limitée ou volatile.

Schéma 2.4 : Synthèse des avantages et inconvénients du recours à la compensation centrale



Source : Banque de France

<sup>153</sup> Chen (J. Z.) et al. (2022), Potential netting benefits from expanded central clearing in Canada's fixed-income market, *Staff analytical note, 2022-8*, Bank of Canada, juin.

<sup>154</sup> Di Luigi (C.) et al. (2024), The fundamental role of the repo market and central clearing, *Occasional Paper*, n° 48, Banca d'Italia.

<sup>155</sup> Ces modèles s'adressent aux acteurs financiers du *buy-side*, tels que les *hedge funds* ou les fonds de pension, pour leur permettre un accès à la compensation centrale avec le soutien opérationnel et les garanties financières d'un membre compensateur, généralement une banque, jouant le rôle de sponsor.

## Certaines limites doivent être surmontées pour garantir que la compensation centrale puisse apporter les bienfaits attendus

À la suite des épisodes de tension survenus à partir de 2019, les États-Unis ont imposé, fin 2023, une obligation de compensation centrale sur les transactions adossées aux bons du Trésor d'ici 2027. Bien que son application soit progressive, cette réglementation transforme déjà structurellement le marché américain (cf. encadré 2.4). À l'inverse, face à la fragmentation de leurs marchés souverains et de leurs infrastructures, les autorités européennes et britanniques écartent pour l'heure un tel mandat légal. Elles privilégient une approche fondée sur des incitations pour encourager le recours volontaire à la compensation.

Les gains d'efficacité liés à la compensation s'accompagnent de coûts pour les participants, incluant des coûts fixes liés aux exigences d'adhésion, comme les frais d'adaptation des processus opérationnels et de *due diligence*, ainsi que des coûts récurrents liés au versement de marges et à l'alimentation du fonds de défaut. Ces coûts ne se traduisent toutefois pas nécessairement par un surcoût structurel à moyen terme. En effet, l'intérêt économique de la compensation centrale dépend étroitement du profil d'activité des participants. Les bénéfices liés au *netting* multilatéral sont à cet égard particulièrement marqués pour les acteurs compensant des portefeuilles diversifiés, peu directionnels et de volumes notables. Cet intérêt est également fonction des modalités de répartition des coûts entre les banques et leurs clients, élément particulièrement déterminant pour le développement des modèles sponsorisés.

La capacité de la compensation centrale à produire pleinement les gains attendus en matière de résilience demeure conditionnée à la résolution de plusieurs limites structurelles propres au marché européen. D'une part, le marché européen du *repo* se distingue du marché américain par un degré de fragmentation nettement plus élevé, tant du point de vue des actifs sous-jacents que des infrastructures de marché. Il repose ainsi sur une pluralité de dettes souveraines, présentant des niveaux de liquidité et de profondeur hétérogènes, ce qui complique la définition du périmètre d'application d'un éventuel mandat de compensation centrale. Une obligation couvrant l'ensemble des dettes souveraines ne paraît pas nécessairement justifiée d'un point de vue économique, en particulier pour les émissions peu liquides et principalement détenues ou traitées par des acteurs locaux, pour lesquels les bénéfices attendus de la compensation centrale en matière de réduction du risque systémique seraient limités. À l'inverse, restreindre un tel mandat aux seules dettes les plus liquides (italiennes, allemandes et françaises) pourrait soulever des défis d'acceptabilité politique. D'autre part, le marché européen se distingue par une fragmentation plus marquée des infrastructures de marché, susceptible de réduire l'efficacité du *netting* multilatéral et de limiter la constitution de pools de liquidité pleinement paneuropéens. En particulier, le marché européen reste dominé par des logiques locales, tant en ce qui concerne la compensation que le dénouement des opérations. Dans ce contexte, l'introduction d'une obligation de compensation centrale, si elle n'était pas accompagnée de progrès importants en matière d'interopérabilité des infrastructures, pourrait ne pas conduire à une intégration accrue du marché, mais au contraire consolider certains silos existants.

Ensuite, alors que le fonctionnement du marché du *repo* repose sur un équilibre entre les emprunteurs de liquidité et les fournisseurs de liquidité, comme les fonds monétaires, (cf. partie 2.1), ces derniers demeurent structurellement moins développés en Europe qu'aux États-Unis, avec un rapport d'environ 1 à 8 dans le total des encours gérés<sup>156</sup>. Cette moindre profondeur du segment des prêteurs de liquidité privés limite l'alimentation du marché du *repo* européen et conduit, en contrepartie, à faire peser un rôle plus important sur les banques centrales dans la fourniture de liquidité. Dans ce contexte, les CCP européennes ont développé des modèles d'accès spécifiques, notamment au travers du statut de *special members*, destinés aux banques centrales et aux Trésors nationaux pour favoriser leur participation au marché du *repo* compensé au travers d'exigences de marges allégées notamment. Ces dispositifs demeurent toutefois encore partiellement mobilisés par les acteurs concernés au niveau européen.

<sup>156</sup> Cipriani (M.) et al. (2024), Monetary Policy and Money Market Funds in Europe, *Liberty Street Economics*, 11 avril.

**Par ailleurs, les bénéfices attendus du *netting* multilatéral peuvent également être réduits par certaines asymétries de maturité, les prêteurs de liquidité privilégiant souvent des maturités très courtes, tandis que les emprunteurs recherchent des financements plus longs.** En pratique, les mécanismes de *netting* ne permettent généralement de compenser que des flux présentant des caractéristiques identiques, notamment des dates de règlement et d'échéance similaires. Ainsi, un prêt au jour le jour ne peut pas être directement compensé avec un besoin de financement à terme, ce qui limite les gains de *netting* et maintient des besoins de transformation de maturité au niveau des intermédiaires bancaires. De même, certaines règles prudentielles, notamment dans le cadre de l'approche standardisée du risque de crédit de contrepartie (SA-CCR), peuvent limiter les bénéfices du *netting* entre différentes classes de produits, même lorsque les positions sont juridiquement compensables.

**Enfin, le cadre réglementaire européen manque encore de clarté, s'agissant des modèles d'accès sponsorisés aux chambres de compensation et de leur traitement prudentiel, ce qui constitue un frein au développement de ces modèles en Europe.** À la différence du marché américain, où le recours au *sponsored clearing* repose sur des standards harmonisés (cf. encadré 2.3), la coexistence de plusieurs CCP actives (dont LCH SA, Eurex et Euronext) sur le segment du *repo* en Europe ne facilite pas l'émergence d'un standard unique en la matière<sup>157</sup>, la réglementation applicable étant peu prescriptive sur le cadre opérationnel à mettre en place (par exemple, en matière de ressources préfinancées mobilisables et de suivi des expositions des membres sponsorisés). Des incertitudes demeurent également, s'agissant du traitement prudentiel des modèles *sponsored*. En effet, l'impact du *sponsored clearing* pour le membre compensateur dépend des termes du contrat de *sponsoring* et des risques auxquels il reste exposé en tant que sponsor. Autrement dit, si l'adhérent compensateur garantit le respect des obligations du client sponsorisé auprès de la CCP, il est exposé sur le client. La réglementation lui impose par conséquent d'intégrer au dénominateur du ratio l'exposition sur le client comme s'il traitait directement avec lui. En revanche, si l'adhérent compensateur ne garantit pas le respect des obligations du client sponsorisé auprès de la CCP, il n'a pas besoin d'inclure cette exposition au dénominateur. Ce traitement reflète l'exposition réduite de l'adhérent compensateur sur le client. Or, dans la pratique, cette distinction demeure fragile, en raison du risque de soutien implicite qui implique que, en cas de difficulté du client sponsorisé, l'adhérent compensateur pourrait être incité, pour des motifs commerciaux, réputationnels ou de stabilité financière, à intervenir au-delà de ses engagements contractuels<sup>158</sup>.

**Au-delà de ces limites structurelles et réglementaires, plusieurs travaux académiques soulignent également que les bénéfices de la compensation centrale pour la stabilité financière dépendent étroitement du degré de centralisation du marché et des caractéristiques de conception des CCP.** Si la compensation centrale permet de réduire le risque de contrepartie et d'améliorer le *netting* multilatéral, son extension, sans changements structurels, pourrait également déplacer certains risques de crédit bilatéraux vers des besoins de liquidité plus centralisés et accroître la concentration du risque sur un nombre limité d'infrastructures<sup>159</sup>.

**Par ailleurs, si les appels de marge ont vocation à couvrir en continu les expositions et à absorber les pertes potentielles liées aux mouvements de marché, leur application automatisée et synchronisée pour l'ensemble des participants peut contribuer à amplifier les tensions en période de crise.** Plusieurs études ont ainsi montré le caractère potentiellement procyclique des modèles de marge<sup>160</sup>. En période de forte volatilité, les hausses simultanées des appels de marge peuvent provoquer des besoins de liquidité importants et conduire certains acteurs à procéder à des ventes forcées d'actifs pour répondre à ces besoins, provoquant à leur tour des dévalorisations d'actifs et alimentant alors des spirales de liquidation. Le degré de procyclicité des modèles de marge dépend néanmoins de leurs caractéristiques de conception retenues par les CCP qui intègrent, conformément aux exigences réglementaires portées par l'European Market Infrastructure Regulation (EMIR), des dispositifs de limitation, tels que des planchers, des coussins conservateurs et des mécanismes de lissage afin de limiter l'ampleur des ajustements<sup>161</sup>. Ces mécanismes font l'objet d'une revue régulière par les autorités

<sup>157</sup> LCH SA représente environ 76 % des parts de marché, suivie par Eurex Clearing et Euronext Clearing, qui concentrent chacune près de 12 % des volumes en 2025.

<sup>158</sup> Banque de France (2018), « Les services de compensation centrale pour compte de tiers pénalisés par le ratio de levier ? », *Bulletin de la Banque de France*, 218/1, juillet-août.

<sup>159</sup> Bardoscia (M.) *et al.* (2022). *Efficiency of central clearing under liquidity stress*, Working papers 1002, Bank of England.

<sup>160</sup> ESRB (2020), *Mitigating the procyclicality of margins and haircuts in derivatives markets and securities financing transactions*, January.

<sup>161</sup> FSB (2026), *op. cit.*

compétentes dans le cadre de leur mandat de surveillance et sont également appréhendés au niveau international<sup>162</sup>.

#### Encadré 2.4 : Compensation des transactions *repo* : l'expérience des États-Unis

Par Raphaël Vives et Xavier Denis et Enda Palazzeschi

Face à **plusieurs épisodes de tension majeure sur le marché du *repo* américain** (notamment en 2008, en 2019 et en 2020), les autorités américaines ont engagé une réforme structurelle. Le **13 décembre 2023**, la Securities and Exchange Commission (autorité de régulation des marchés financiers, SEC) a adopté une règle imposant la **compensation centrale obligatoire** :

- Des transactions d'achat-vente de titres UST (application fin 2026) ;
- Des **opérations de *repo*** adossées à des UST (application fin 2027).

La réforme couvre un périmètre très large : environ **80 % du marché du *repo* américain** serait concerné<sup>163</sup>. Elle s'applique à l'ensemble des participants, y compris les gestionnaires d'actifs et les *hedge funds*, avec **quelques exemptions ciblées** (notamment les transactions avec le secteur public entre entités d'un même groupe ou avec une autre chambre de compensation, ou encore les *repo* sans échéance – *open repo*).

Sur le plan technique, cette réforme impose en outre :

- Un **accès facilité à la compensation** pour les acteurs qui ne sont pas **membres directs** de la CCP. En effet, compte tenu de son rôle systémique, l'accès à une CCP est volontairement sélectif, et seuls de grands établissements financiers peuvent en être membres ou participants directs. Ces derniers offrent généralement des services de compensation pour les clients (***agent clearing***), dans lesquels ils intermédièrent et prennent en charge l'ensemble des exigences et des responsabilités. Dans ce contexte, les clients ne sont pas membres de la CCP. Des **modèles alternatifs** ont également été développés, en particulier celui des **membres sponsorisés**. Dans ce cadre, un membre direct donne un accès à la CCP à une entité non membre en la parrainant, i. e. en garantissant ses obligations vis-à-vis de la CCP et en assurant une partie des exigences opérationnelles. Le membre sponsorisé devient un membre direct limité ;
- Une **séparation stricte des marges** (montants collectés par la CCP permettant de couvrir les pertes potentielles découlant des transactions de *repo*) servant à couvrir les activités pour compte propre des membres directs de celles qui sont collectées pour le compte de leurs clients (dans le modèle *agent clearing*).

L'entrée en vigueur de cette réforme d'ampleur a déjà été **repoussée d'un an**, afin de tenir compte des contraintes opérationnelles et des débats soulevés par l'industrie. Deux questions en particulier ont poussé la SEC à rouvrir une **période de consultation publique** : (i) le périmètre des opérations intragroupes, et (ii) l'application extraterritoriale de la règle. Dans les deux cas, la SEC a retenu des définitions larges des entités soumises à la règle, afin de prévenir tout contournement de celle-ci. Mais la formulation actuelle pose entre autres des problèmes opérationnels en ce qu'elle oblige aussi la compensation de transactions impliquant des entités situées en dehors des fuseaux horaires couverts par les horaires d'ouverture de la CCP.

<sup>162</sup> Voir par exemple la revue réalisée par le CPMI-IOSCO (2022) sur les pratiques de marges.

<sup>163</sup> Cenicola (A.) et al. (2026), « How will central clearing impact the repo market? », The OFR Blog, 29 janvier.

**Les conséquences de la réforme sont déjà visibles sur le marché.** Bien que l'obligation ne s'applique pleinement qu'à partir de mi-2027, le marché du *repo* connaît **dès aujourd'hui des transformations structurelles** :

- Les **volumes compensés par la Fixed Income Clearing Corporation (FICC)**, jusque-là unique chambre de compensation active sur le marché américain, sont en croissance. L'ampleur du basculement à venir pourrait être majeure : selon les estimations de l'OFR, si cette règle avait été en vigueur au cours des huit premiers mois de l'année 2025 (et en supposant que les encours sous-jacents soient restés inchangés), la proportion des opérations *repo* compensées centralement aux États-Unis serait passée de 45 % (le niveau effectivement observé) à 77 %.
- **Deux nouvelles CCP** ont été autorisées sur le marché américain (CME Securities Clearing fin 2025, et ICE Clear Credit début 2026), sur un marché dominé uniquement par la FICC jusqu'ici.
- Les modèles d'accès à la compensation évoluent rapidement : la compensation sponsorisée permet à de nouveaux acteurs, comme les gestionnaires d'actifs, d'accéder à la CCP sans en devenir membres directs.
- Le débat s'intensifie entre deux modalités d'exécution des transactions : le ***done-with*** – la pratique courante qui consiste à ce que l'exécution et la compensation soient faites par la même contrepartie (membre direct de la CCP) dans le cadre d'un paquet de prestations ; et le ***done-away*** – qui permet que l'exécution soit éventuellement faite avec un autre intermédiaire que la compensation, afin de conserver une forme de compétition entre les contreparties dans l'exécution et de bénéficier des meilleurs taux. À court terme, le *done-with* (déjà opérationnel) domine, mais une montée en puissance progressive du *done-away* est attendue par de nombreux participants de marché pour garantir l'exécution au meilleur prix.

Les études disponibles suggèrent que le **surcoût de la compensation centrale resterait limité**, de l'ordre de **± 2 pb**, et devrait être compensé par les gains en matière de stabilité financière et en efficacité du marché, notamment à travers des besoins de liquidité réduits au global.

La compensation centrale obligatoire des *repo* américains changera profondément le marché des UST, pilier du système financier mondial. Si elle réduit certaines flexibilités propres aux contrats bilatéraux, elle renforce la robustesse, la transparence et la capacité du marché à absorber les chocs. À long terme, cette réforme accompagne aussi une tendance lourde : l'augmentation continue des émissions de dette publique américaine, dont le volume pourrait **presque doubler d'ici 2035**, élargissant encore le rôle des actifs en dollar, dont le marché du *repo* est une composante centrale, dans l'économie mondiale.

## Un suivi renforcé des risques

**En complément des mesures précédentes, il apparaît nécessaire de renforcer substantiellement les capacités de surveillance macroprudentielle, afin de mieux détecter les accumulations de levier et les vulnérabilités de liquidité au sein du système financier non bancaire.** Le FSB, le Conseil européen du risque systémique (European Systemic Risk Board, ESRB) et la Banque d'Angleterre soulignent notamment que les épisodes récents de tension ont révélé d'importantes lacunes de données, limitant la capacité des superviseurs à identifier en temps réel les interconnexions entre banques, *hedge funds* et autres institutions financières non bancaires. Dans l'Union européenne, de réelles avancées ont été permises par le règlement sur les opérations de financement sur titres (Securities Financing Transactions Regulation, SFTR), qui oblige les acteurs européens à déclarer leurs opérations *repo* de manière très détaillée. Néanmoins, ce cadre déclaratif ne couvre pas les transactions conclues entre deux

contreparties situées hors de l'Union européenne. Or, une grande partie de l'activité des *hedge funds* – souvent domiciliés dans des centres offshore – transite par des intermédiaires non européens. Ces structures extraterritoriales échappent ainsi largement à la visibilité des autorités européennes, ce qui fragmente l'analyse et complique la détection en temps réel des risques de contagion.

**Au-delà des lacunes de données, les autorités devront également adapter leurs dispositifs de surveillance aux évolutions technologiques des marchés financiers.** Le développement encore embryonnaire du *repo* tokenisé<sup>164</sup>, fondé sur la technologie de registres distribués (*distributed ledger technology*, DLT) et les contrats intelligents, vise à automatiser les opérations et à permettre un règlement quasi instantané. Si cette innovation peut améliorer l'efficacité opérationnelle et réduire certains risques de règlement, elle pourrait également modifier les besoins de liquidité des participants en limitant les bénéfices du *netting* et en accroissant les besoins de trésorerie mobilisable en temps réel. Bien que son adoption demeure aujourd'hui marginale, cette évolution illustre la nécessité pour les autorités de maintenir une surveillance prospective des transformations structurelles du marché du *repo*.

**Dans ce contexte, le FSB et l'ESRB recommandent le développement d'indicateurs macroprudentiels harmonisés permettant de suivre l'évolution du levier, des asymétries de maturité, des niveaux de décote ou encore des concentrations de risque entre contreparties.** L'objectif est de transformer les données transactionnelles en véritables signaux d'alerte précoces, afin d'anticiper les dynamiques de débouclage et les risques de ventes forcées. Cette logique implique également une amélioration de l'accès des autorités macroprudentielles aux données granulaires collectées par les superviseurs nationaux, ainsi qu'une harmonisation accrue des standards de *reporting*. Des initiatives de standardisation, comme le Common Domain Model (CDM), sont régulièrement citées comme des outils susceptibles d'améliorer l'exploitation automatisée des données transactionnelles.

**Les données complémentaires doivent permettre de développer des outils de surveillance ad hoc.** L'agrégation des données réglementaires individuelles des institutions (micro), construisant une vision macro des expositions, et des données de marché est nécessaire pour identifier plus précocement les vulnérabilités liées au levier des institutions financières non bancaires. Cette approche répond notamment au constat selon lequel les banques ne disposent souvent que d'une vision fragmentée des positions de leurs clients : un *hedge fund* peut aujourd'hui traiter simultanément avec de multiples intermédiaires, chacun n'observant qu'une fraction de son exposition totale, ce qui masque l'accumulation effective du levier au niveau du système.

**Enfin, plusieurs acteurs institutionnels et professionnels défendent une approche complémentaire, consistant à renforcer le contrôle prudentiel des modèles internes utilisés par les banques pour calibrer les décotes et les appels de marge.** Cette orientation vise à s'assurer que les modèles internes restent suffisamment sensibles aux scénarios de tension extrêmes. Les superviseurs seraient ainsi chargés de vérifier que les décotes pratiquées demeurent effectivement adéquates au regard du risque des contreparties et qu'ils ne sous-estiment pas structurellement la volatilité en période de faible tension financière. Cette approche permettrait de faire des pratiques de marge un véritable objet de supervision macroprudentielle.

---

<sup>164</sup> Le *repo* tokenisé semble prendre une importance particulière aux États-Unis, avec près de 400 milliards de dollars d'encours à début 2026.

## Conclusion

**La place centrale du marché du *repo* et l'accroissement de vulnérabilités appellent à une vigilance macroprudentielle accrue.** La transition progressive du marché vers la compensation centrale constitue une avancée structurelle majeure pour atténuer les risques de contrepartie et de contagion, apporter une plus grande transparence, et limiter le levier des acteurs non bancaires. Au-delà de la compensation centrale, une approche globale, combinant un suivi resserré du levier des acteurs non bancaires, le traitement de la fragmentation des infrastructures en Europe et l'exploration coordonnée de garde-fous, tels que les planchers de décotes, permettra de garantir durablement la résilience de cet écosystème face aux chocs futurs.

## Lexique

Terme employé	Définition
<b>Agent clearing</b>	Modèle d'accès indirect à la compensation centrale dans lequel un membre direct intermédiaire et prend en charge l'ensemble des responsabilités et exigences (notamment les appels de marge) pour le compte de ses clients, qui ne sont pas membres de la chambre de compensation (CCP).
<b>Agent tripartite (Tri-party)</b>	Acteur tiers (généralement un dépositaire central) mandaté pour assurer les fonctions opérationnelles liées au collatéral d'une opération de <i>repo</i> (sélection, valorisation quotidienne, application des décotes et appels de marge, règlement-livraison), sans pour autant porter de risque de contrepartie.
<b>Appel de marge (Margin call)</b>	Mécanisme de gestion du risque de contrepartie qui vise à réaligner la valeur du collatéral estimée au prix de marché avec le montant de la liquidité prêtée.
<b>Basis trade</b>	Stratégie d'arbitrage à fort effet de levier (très utilisée par les <i>hedge funds</i> ) qui consiste à anticiper et exploiter un écart de valorisation entre le prix d'une obligation souveraine sur le marché au comptant et le contrat à terme ( <i>future</i> ) qui lui est associé.
<b>Buy-side / Sell-side</b>	Le <i>buy-side</i> regroupe les acteurs (fonds d'investissement, fonds monétaires, assureurs) utilisant le marché pour des besoins de placement, de financement ou de recherche de collatéral. Le <i>sell-side</i> désigne les intermédiaires (banques commerciales, <i>prime brokers</i> ) qui animent le marché en connectant ces acteurs, en équilibrant les flux et en leur fournissant l'accès à la compensation.
<b>Cash-driven market</b>	Configuration de marché où les acteurs sont principalement à la recherche de financement (liquidité) plutôt que d'un titre spécifique, favorisant le segment <i>General Collateral</i> .
<b>Collateral-driven market</b>	Configuration de marché (souvent liée aux politiques d'assouplissement quantitatif) où les acteurs acceptent de prêter des liquidités à des taux très faibles, voire inférieurs aux taux directeurs, afin d'obtenir certains titres spécifiques devenus rares.
<b>Compensation centrale (Central Clearing / CCP)</b>	Mécanisme par lequel une chambre de compensation s'interpose entre l'acheteur et le vendeur, garantissant le bon dénouement de la transaction et substituant son propre risque à celui des contreparties initiales. Elle permet notamment l'optimisation du bilan des banques via le <i>netting</i> multilatéral.
<b>Décote (Haircut)</b>	Marge de sécurité applicable sur la valeur des titres remis en garantie pour protéger le prêteur de liquidité contre un risque de crédit ou de dépréciation de l'actif.
<b>DFR (Deposit Facility Rate)</b>	Taux de la facilité de dépôt de l'Eurosystème, qui sert de taux directeur de référence dans le voisinage duquel évoluent les conditions de marché du <i>repo</i> en période de liquidité ample.
<b>Done-with / Done-away</b>	Modalités d'exécution des transactions. Le « <i>done-with</i> » est la pratique courante où l'exécution et la compensation sont faites par la même contrepartie (membre de la CCP). Le « <i>done-away</i> » permet de séparer l'exécution (faite avec un autre intermédiaire) de la compensation, afin de faire jouer la concurrence et d'obtenir de meilleurs taux.
<b>€STR (Euro Short-Term Rate) / SOFR (Secured Overnight Financing Rate)</b>	Taux d'intérêt de référence de court terme. Le SOFR américain est directement construit à partir de transactions <i>repo</i> garanties par des bons du Trésor. L'€STR européen, bien que non garanti, est étroitement lié aux conditions du marché du <i>repo</i> .
<b>Fonds de défaut (Default fund)</b>	Ressource financière mutualisée au sein d'une chambre de compensation, alimentée par ses membres, destinée à absorber et limiter la propagation des pertes en cas de défaillance d'un participant.
<b>Gap risk</b>	Risque résiduel auquel s'expose le prêteur de liquidité en cas de défaut de la contrepartie entre deux appels de marge, le forçant alors à liquider le collatéral pour récupérer ses fonds en assumant les éventuelles fluctuations de prix survenues dans l'intervalle.
<b>General Collateral (GC)</b>	Opérations <i>repo</i> où les titres remis en garantie sont considérés comme interchangeable au sein d'une catégorie homogène (ex: dette allemande). L'opération répond principalement à un besoin de financement.
<b>Liability Driven Investment (LDI) / Investissement adossé au passif</b>	Stratégie d'investissement (principalement utilisée par les fonds de pension) visant à faire correspondre le rendement des actifs avec les engagements financiers à très long terme (le passif). Ces fonds s'appuient massivement sur l'emprunt de liquidités via le marché du <i>repo</i> pour financer des positions obligataires à long terme avec un fort effet de levier.

<b>Matched book</b>	Configuration dans laquelle un intermédiaire se place au milieu de deux transactions, prenant simultanément une position de <i>repo</i> et de <i>reverse repo</i> entre deux clients finaux différents. L'objectif est d'équilibrer ses expositions (en faisant correspondre les positions <i>repo</i> et <i>reverse repo</i> entre clients et CCPs) afin de transformer les besoins de liquidité et de réduire potentiellement les coûts de bilan.
<b>MRO (Main Refinancing Operations) / LTRO (Long Term Refinancing Operations)</b>	Opérations de refinancement de l'Eurosystème permettant aux banques d'emprunter des liquidités contre nantissement de collatéral, sur des maturités d'une semaine (MRO) ou de trois mois (LTRO).
<b>Netting (ou compensation multilatérale)</b>	Mécanisme facilitant la réduction des expositions brutes. En compensant les positions débitrices et créditrices, il permet de réduire drastiquement les flux de règlement effectifs, les besoins de trésorerie, et l'exposition totale comptabilisée au bilan des intermédiaires.
<b>Open repo (Repo sans échéance)</b>	Type de transaction <i>repo</i> qui ne possède pas de date d'échéance fixe au moment de sa conclusion.
<b>Prime broker</b>	Grande banque d'investissement agissant comme intermédiaire central pour fournir des services de financement, d'exécution et de conservation aux autres segments notamment les <i>hedge funds</i> . On parle d'activités de <i>prime brokerage</i> .
<b>QE (Quantitative Easing) / QT (Quantitative Tightening)</b>	L'assouplissement quantitatif (QE) correspond aux programmes d'achats d'actifs des banques centrales, qui ont raréfié le collatéral souverain. Le resserrement quantitatif (QT) désigne la phase de normalisation et de réduction de ces bilans, restituant des titres au marché et drainant la liquidité excédentaire.
<b>Repo tokénisé</b>	Segment émergent basé sur la technologie des registres distribués (DLT) et les contrats intelligents ( <i>smart contracts</i> ). Il vise à automatiser les opérations et à permettre un règlement quasi instantané, modifiant ainsi les besoins de liquidité en temps réel.
<b>Réutilisation du collatéral (Rehypothecation / Collateral reuse)</b>	Pratique par laquelle le prêteur de liquidité, devenu temporairement propriétaire du titre, le réutilise dans une nouvelle transaction avec un tiers. Elle contribue à la fluidité du marché mais accroît les interdépendances.
<b>Risque de refinancement (Rollover risk)</b>	Risque lié à la prédominance des maturités très courtes (au jour le jour), exposant les emprunteurs à l'impossibilité de renouveler leurs opérations en cas de dégradation des conditions de financement, ce qui peut provoquer un désendettement forcé.
<b>SFTR / SFTDS</b>	Le règlement SFTR (Securities Financing Transactions Regulation) oblige les acteurs européens à déclarer leurs opérations <i>repo</i> de manière très détaillée. Ces données alimentent la base SFTDS ( <i>Securities Financing Transactions Data Store</i> ), qui regroupe qui regroupe quotidiennement, au niveau de la transaction, l'ensemble des opérations de financement garanties.
<b>Specialness / Specific Collateral (SC)</b>	Opérations motivées par la recherche d'un titre spécifique (pour des couvertures ou des règlements-livraisons). En raison de la rareté de ce titre, le taux <i>repo</i> se négocie de manière « special », c'est-à-dire significativement en dessous du taux GC (les acteurs acceptent de prêter du cash à de très faibles conditions pour obtenir ce titre).
<b>Sponsored clearing (Accès sponsorisé)</b>	Modèle permettant à des acteurs non bancaires (fonds d'investissement, gestionnaires d'actifs) d'accéder à la chambre de compensation en devenant participant direct pour les appels de marge, tout en bénéficiant du soutien opérationnel et des garanties d'une banque jouant le rôle de sponsor. Dans sa variante avec garantie ( <i>guaranteed sponsored clearing</i> ), plus particulièrement adaptée aux <i>hedge funds</i> , la banque sponsor ne se limite pas aux obligations opérationnelles : elle assume également une responsabilité financière totale pour les pertes liées à un éventuel défaut de son client vis-à-vis de la chambre de compensation, allant parfois même au-delà de la simple contribution au fonds de défaut.
<b>Stratégie de swap spread</b>	Stratégie d'arbitrage à effet de levier consistant à anticiper le renchérissement d'une obligation souveraine (UST) par rapport à la courbe des taux d'un contrat d'échange ( <i>swap</i> ), très dépendante des conditions de financement sur le marché du <i>repo</i> .
<b>SVT (Spécialistes en Valeurs du Trésor) / Primary Dealers</b>	Établissements bancaires qui ont l'obligation d'acheter la dette souveraine lors des émissions (marché primaire) et qui jouent un rôle d'intermédiation de bilan en absorbant temporairement ces émissions grâce au financement du marché <i>repo</i> .
<b>Window dressing</b>	Pratique consistant pour les banques à réduire temporairement leurs bilans (et donc leurs opérations <i>repo</i> ) à l'approche des dates de <i>reporting</i> réglementaire de fin de trimestre pour optimiser leurs indicateurs prudentiels, provoquant des tensions saisonnières sur la liquidité.

**Éditeur**

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

**Directeur de la publication**

Philippe Mongars

**Directeur de la rédaction**

Édouard Vidon

**Coordinateurs**

Tarik Mouakil, Gabriel Chemain, Alice Schwenninger

**Comité éditorial**

Cynthia Angelier, Roxane Bataille, Maxime Barthe, Julie Beguet, Salomé Blanchet, Jean-François Bouscasse, Pierre Berthonnaud, Thomas Boglino, Lancelot Chardel, Thomas Cheilan, Sarah Christiaens, Guillaume Cranz, Emilie Da Silva, Annabelle De Gaye, Gabrielle de Gorguette d'Argœuves, Etienne de l'Estoile, Grégoire Desbrosses, Lucas Devigne, Arthur Divisia, Paul Domart, Bruno Ducoudré, Juliette Guillotin, Jonas Heipertz, Robin Horri, Lucrezia Impeciati, Caroline JarDET, Tristan Jourde, Lisa Kerdelhue, Léa Le Quéau, Carole Orts, Thibaut Piquard, Clara Pons-Mauréou, Michel Risse, Martin Saillard, Dilyara Salakhova, Matthieu Segol, Pierre Sola, Edith Stojanovic, Patrice Tausin, Camille Thubin, Johan Tricot, Louise Tupinier, Floris Van Dijk

**Traduction et réalisation**

Pôle Data

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

**Dépôt légal**

Juin 2026

ISSN 2268-5278 (en ligne)

**Internet**

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