

HCSF

Haut Conseil de Stabilité Financière

Rapport annuel

Juin 2015

Avant-propos du Président

C'est un grand plaisir pour moi d'introduire aujourd'hui le rapport annuel du Haut Conseil de stabilité financière. Le Haut Conseil a été créé par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires de juillet 2013, pour prendre la suite du Conseil de Régulation Financière et du Risque Systémique. Il a pour mandat formel de veiller à la stabilité financière de notre économie et de définir la politique macroprudentielle qu'il convient de conduire dans ce but. À ces fins, le Haut Conseil a vu ses prérogatives renforcées. En particulier, il s'est vu confier des pouvoirs contraignants en plus des avis et des recommandations qu'il pourrait souhaiter formuler.

La crise a mis en évidence la nécessité de surveiller et d'analyser le risque systémique, et je suis heureux que la France ait aujourd'hui une autorité macroprudentielle, dotée des pouvoirs nécessaires à l'accomplissement de son mandat. Le financement de l'économie est une activité intrinsèquement risquée. Nous ne pouvons pas prétendre qu'il n'y aura plus d'accident. Mais nous devons faire en sorte que ces accidents n'aient pas de conséquences "systémiques", c'est à dire que ces accidents n'entraînent pas d'effets en chaîne, ne se propagent pas à d'autres acteurs et, finalement, ne s'amplifient pas jusqu'à avoir des conséquences non seulement financières mais aussi macroéconomiques.

Pour ce faire, l'action du Haut Conseil est double. Nous devons d'abord contribuer à renforcer la robustesse et la résilience de notre système financier : identifier et résoudre les fragilités structurelles de notre système. Nous devons ensuite veiller à « rééquilibrer les déséquilibres » qui pourraient se développer au sein de notre économie, éviter le développement de bulles et contribuer au dégonflement maîtrisé de celles qui se seraient déjà développées.

Ce premier rapport annuel, qui marque la première année de fonctionnement du Haut Conseil, présente le diagnostic et l'analyse qui sous-tendent la politique macroprudentielle poursuivie. Il développe aussi des analyses sur certains des sujets que le HCSF a examinés au cours de la dernière année, notamment les risques associés à l'environnement de taux bas, les risques liés à la liquidité de marché, le modèle de financement de l'immobilier en France et l'état des lieux du système financier parallèle en France. Je vous en souhaite une bonne lecture.

Michel Sapin

Président du Haut Conseil de stabilité financière

Ce rapport a été adopté par les membres sur Haut Conseil de Stabilité Financière à l'occasion de la séance du 10 juin 2015.

Michel Sapin
Ministre des Finances et des Comptes publics
Président du Haut Conseil de Stabilité Financière

Christian Noyer
Gouverneur de la Banque de France et Président
de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de
Résolution
Membre *es* qualité

Gérard Rameix
Président de l'Autorité des Marchés Financier
Membre *es* qualité

Patrick de Cambourg
Président de l'Autorité des Normes Comptables
Membre *es* qualité

Raphaëlle Bellando
Professeur, Université d'Orléans
Personnalité qualifiée

Agnès Bénassy-Quéré
Professeur, Université Paris I, et Présidente
déléguee du Conseil d'Analyse Économique
Personnalité qualifiée

Hélène Rey
Professeur, London Business School
Personnalité qualifiée

La rédaction de ce rapport a été arrêtée au 1^{er} juin 2015.

Ce rapport a été préparé sous la responsabilité de Jean Boissinot et Laurent Clerc, secrétaires généraux, par le Pôle d'Analyse Économique du Secteur Financier de la Direction Générale du Trésor et la Direction de la Stabilité Financière de la Banque de France, qui assurent conjointement le secrétariat du Haut Conseil de Stabilité Financière, avec des contributions de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (Direction des études) et de l'Autorité des Marchés Financiers (Division Études, stratégie et risques).

Table des matières

Ch. 1 Présentation du HCSF	7
A. La politique macroprudentielle	8
B. Les outils du HCSF	12
C. Cadre international et européen	16
Ch. 2 Développements récents	17
A. Développements macroéconomiques et financiers	17
B. Agents non financiers	22
C. Agents financiers	32
Ch. 3 Dossiers thématiques	39
A. Risques associés à l'environnement de taux d'intérêt bas	39
B. Risques liés à la liquidité de marché	48
C. Le financement de l'immobilier résidentiel en France	54
D. État des lieux du système financier parallèle en France	66
Annexe 1 : Liste des membres	73
Annexe 2 : Articles de loi de référence	74

Résumé

La zone euro a montré des signes de reprise sur l'ensemble de l'année 2014. Si la croissance s'est amplifiée dans la plupart des économies, les situations demeurent contrastées selon les pays. L'Irlande et dans une moindre mesure l'Allemagne ont affiché des taux de croissance supérieurs à la moyenne de la zone euro. L'Espagne a enregistré une croissance assez robuste après cinq années de croissance négative. À l'inverse, l'Italie a encore connu un taux de croissance négatif. Dans cet environnement, la France a connu une croissance assez modeste qui s'accélère néanmoins sur la période la plus récente. Parallèlement, l'inflation en zone euro comme en France a fortement baissé en 2014.

Dans cet environnement macroéconomique encore fragile, les évolutions des marchés financiers ont été largement influencées par les annonces des grandes banques centrales avec en zone euro une baisse historique des taux observée pour l'ensemble des maturités (aplatissement de la courbe) avec une compression des écarts de rendements périphériques dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire de la BCE et la mise en place de programmes d'achats de titres tandis qu'aux États-Unis, la Fed a engagé un arrêt progressif du programme d'achat de titres même si les taux sont restés autour de leur plus bas historique.

En 2014, les ménages français ont conservé un taux d'épargne similaire à sa moyenne de long terme même si les nouveaux placements ont été plutôt en baisse jusqu'à fin 2014. L'environnement de taux bas a cependant eu un impact marqué sur l'allocation de leurs placements avec une reprise de la collecte sur les supports long terme (assurance-vie, épargne logement) et une certaine désaffection pour les produits les plus courts (livrets). Parallèlement, la progression de l'endettement est restée modérée pour la 3^e année consécutive même si l'on assiste néanmoins à une ré-accelération progressive du crédit immobilier et du crédit à la consommation sur les derniers trimestres. En revanche, la baisse des taux a été à l'origine de mouvement de rachat de crédits et de renégociation d'une ampleur inédite soutenant la production de crédit. Dans l'ensemble, les ménages français présentent une situation patrimoniale solide.

Après 3 années de baisse, les entreprises ont enregistré une progression de leur taux de marge en 2013 qui permet une augmentation de l'autofinancement dans un contexte de reprise de l'investissement aussi soutenu par le dynamisme des encours de dette (qu'il s'agisse des crédits octroyés par les banques ou des émissions de titres, particulièrement dynamiques ces dernières années). L'endettement des entreprises progresse donc même si la progression parallèle de leurs fonds propres (assurée par des financements internes mais aussi externes suite à la reprise de l'activité de capital investissement) et la baisse des taux assurent la maîtrise de leur levier d'endettement d'une part et de leurs charges financières d'autre part.

Dans ce contexte, le secteur bancaire a poursuivi le renforcement de son passif avec une amélioration de ses ratios de solvabilité et de sa liquidité et confirmé la robustesse des actifs à son bilan notamment à l'occasion des exercices d'évaluation intervenus en amont de la mise en œuvre de l'union bancaire (examen des actifs, stress test). Néanmoins, la rentabilité des banques françaises et, plus largement, celle de leurs homologues européennes ne s'est pas totalement rétablie depuis la crise et alors que l'environnement de taux bas pèse sur leurs résultats. Face à cette situation, la plupart des acteurs ont annoncé et engagé des transformations.

De son côté, le secteur de l'assurance a enregistré de bonnes performances en 2014 avec un chiffre d'affaire en hausse et une nette progression de la valeur des actifs détenus. En ce qui concerne la solvabilité du secteur, l'assise de fonds propres apparaît solide, y compris au regard des stress tests qui ont été conduits. Néanmoins, la perspective possible d'un environnement de taux d'intérêt durablement bas constitue un défi significatif pour le secteur en particulier pour l'assurance-vie.

Enfin, la gestion d'actifs s'est redressée en 2014 avec une progression du nombre de sociétés de gestion, du nombre de fonds et des encours sous gestion. Les évolutions ont cependant été assez contrastées sur les différents segments alors que le contexte de taux suscite un regain d'intérêt certains segments (actions notamment) mais s'avère peu favorable pour d'autres (en particulier, monétaires).

Suite à cet examen, la dernière partie du rapport présente l'analyse du Haut Conseil sur certains des aspects de ce diagnostic d'ensemble.

Globalement, l'environnement de taux d'intérêt bas joue donc un rôle structurant pour la plupart des acteurs et des marchés. Dans ce contexte, tout en soulignant que cet environnement est adapté au contexte macroéconomique actuel et propice aux ajustements des acteurs non financiers, le Haut Conseil a analysé avec attention les risques pour la stabilité financière qui y sont associés. D'une manière générale, cet environnement pèse sur la rentabilité des différentes institutions financières (réduction de la marge d'intermédiation des banques, tension sur le *business model* de l'assurance-vie et de certains segments de la gestion d'actif). Poussant fortement de nombreux acteurs à la recherche de rendements un peu plus importants, il induit aussi un risque accru de mauvaise appréciation des risques et de mauvaise fixation des prix.

Alors que ces derniers mois ont été marqués par certains épisodes d'ajustement brusques sur les marchés, le Haut Conseil a aussi examiné l'évolution de la liquidité de marché et les risques qui pourraient y être associés et qui se trouvent renforcés par le contexte financier de taux bas. On observe ainsi un certain repli des activités de tenue de marché, qui a entraîné une bifurcation entre les marchés les plus liquides, qui le sont restés, et des marchés moins liquides, dont la liquidité s'est davantage réduite. Si ces évolutions ont pu indirectement résulter de certaines évolutions réglementaires, d'autres facteurs sont aussi à l'œuvre.

Dans un tout autre domaine, le Haut Conseil a analysé avec attention le financement de l'immobilier en France. Il constate la robustesse d'un modèle qui repose avant tout sur l'analyse de la solvabilité des emprunteurs et qui a corrigé la dérive de certaines pratiques observées au cours des années 2000 (allongement des maturités, augmentation de la part des opérations financée par l'emprunt). Il a examiné également un certain nombre de points d'attention (niveau élevé des prix, pondération des risques, prise en compte du risque de taux, large recours à la caution) ainsi que le rôle que pourrait jouer la titrisation dans l'adaptation de ce modèle de financement.

Enfin, conscient des risques de migration de certaines activités au-delà du périmètre traditionnel de l'activité bancaire, le Haut Conseil a dressé un premier état des lieux du système financier parallèle (*shadow banking*) en France et des risques qui pourraient en résulter.

Par ailleurs, à l'issue de sa première année d'exercice, le Haut Conseil de stabilité financière a jugé utile de consacrer la première partie de ce rapport à une présentation de la politique macroprudentielle, de son cadre institutionnel et de la stratégie que le Haut Conseil a élaboré et formalisé dans un document rendu public en décembre 2014.

Ch.1 Présentation du HCSF

Le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a été établi par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 pour succéder au Conseil de la régulation financière et du risque systémique (Corefris) dont il reprend la composition. Sous la présidence du ministre des Finances et des Comptes publics, le Haut Conseil réunit en effet le gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), le vice-président de l'ACPR, le président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), le président de l'Autorité des Normes Comptables (ANC) ainsi que trois personnalités qualifiées choisies en raison de leurs compétences dans les domaines monétaire, financier ou économique par le président de l'Assemblée nationale, le président du Sénat et le ministre des Finances et des Comptes publics. Il est chargé de veiller à la stabilité financière en France et de définir la politique macroprudentielle qu'il convient de conduire pour limiter les risques systémiques. Le HCSF dispose de pouvoirs réglementaires pour mettre en œuvre son mandat. L'action du HCSF s'inscrit également dans le cadre institutionnel européen.

En 2014, l'élaboration de la stratégie macroprudentielle du HCSF a clarifié ses objectifs et défini le cadre institutionnel de ses compétences. Ce cadre institutionnel découle de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 et du cadre juridique européen : directive CRD IV et règlement CRR¹ ; règlement relatif au Mécanisme de supervision unique (MSU ou *Single Supervisory Mechanism* – SSM)² mettant en place le premier pilier de l'union bancaire ; recommandations du Comité européen du risque systémique (CERS ou *European Systemic Risk Board* – ESRB) sur le mandat macroprudentiel des autorités nationales et sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle.

La stratégie macroprudentielle détaille le champ de la surveillance et de l'action du Haut Conseil, qui englobent l'ensemble des acteurs du secteur financier. Elle précise également l'objectif final du HCSF, « contribuer au maintien de la stabilité du système financier », ainsi que cinq objectifs intermédiaires qui permettent la poursuite de cet objectif ultime et guident les décisions de politique macroprudentielle. La stratégie souligne également que le HCSF prend ses décisions selon le principe du « pouvoir discrétionnaire orienté » : il s'appuie à la fois sur des règles et des indicateurs, tout en exerçant un pouvoir d'appréciation (jugement d'expert) permettant de tenir compte d'autres éléments d'information et d'appréciation de la situation. Il rend publiques ses décisions, dans la mesure où leur publication ne constitue pas un risque pour la stabilité financière. L'efficacité des mesures de politique macroprudentielle adoptées par le Haut Conseil est régulièrement évaluée par ce dernier.

Cette stratégie a été rendue publique, sur le site internet du HCSF³. Cette publication doit permettre une meilleure compréhension de son fonctionnement, favoriser l'efficacité de ses interventions et soutenir sa communication, sa transparence et son degré de responsabilité. Cette stratégie pourra être révisée et enrichie à mesure que l'expérience en matière macroprudentielle augmentera, notamment en vue de la sélection d'indicateurs précis guidant l'activation et le relâchement des instruments disponibles.

¹ Directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CRD IV) et Règlement n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR). Le paquet CRR/CRD IV transpose les accords de « Bâle III » en droit de l'UE.

² Notamment le règlement n° 1024/2013 confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

³ Disponible à l'adresse http://www.economie.gouv.fr/files/strategie_macroprudentielle_du_hcsf.pdf.

A. La politique macroprudentielle

A.1. Définition de la politique macroprudentielle

La politique macroprudentielle a pour objectif de prévenir et limiter le risque systémique, c'est-à-dire le risque de « perturbations majeures dans la fourniture de services financiers ayant des conséquences sérieuses sur l'économie réelle »⁴. Ce type de risque affecte généralement le système financier dans son ensemble (ou une large part de celui-ci) et peut se manifester au travers des effets de contagion, d'amplification des chocs (par exemple, en raison des expositions à un risque commun de plusieurs acteurs du système financier) ou des déséquilibres financiers (comme l'existence de bulles ou une croissance excessive du crédit).

Dans la poursuite de son objectif, le HCSF dispose d'une capacité d'intervention reposant sur des instruments qui peuvent être mobilisés pour prévenir des développements susceptibles de se traduire par l'apparition de risques systémiques. Les facteurs de risques qui, individuellement ou conjointement, peuvent conduire à une fragilisation du système financier, comprennent notamment :

- i. une expansion du crédit et un effet de levier excessifs au sein du système financier comme au sein des secteurs non financiers ;
- ii. un trop fort degré de transformation (de maturité, de liquidité, etc.) opéré par les acteurs financiers ;
- iii. une concentration excessive des expositions directes et indirectes des acteurs financiers ;
- iv. des incitations inappropriées conduisant à un aléa moral, y compris les conséquences potentielles du caractère (individuellement ou collectivement) systémique de certains acteurs ;
- v. le caractère systémique des infrastructures financières.

Ces facteurs de risques ont conduit le HCSF à adopter une série de cinq objectifs intermédiaires (non exclusifs)⁵ qui guident de façon plus opérationnelle l'action macroprudentielle, en accord avec la recommandation du CERS/ESRB en la matière⁶ :

- i. atténuer et prévenir une expansion du crédit et un effet de levier excessifs ;
- ii. limiter la dépendance excessive au financement de court terme ou un trop fort degré de transformation et maintenir la liquidité sur les marchés financiers ;
- iii. limiter la concentration des expositions directes et indirectes (qu'il s'agisse d'interconnexions entre acteurs ou d'exposition d'un certain nombre d'acteur à un facteur de risque commun) ;
- iv. limiter l'impact systémique d'incitations inappropriées afin de réduire l'aléa moral (y compris en visant un renforcement de la résilience des établissements d'importance systémique qui peut être couplé, lorsque cela est pertinent, à la mise en place de dispositifs de liquidation et de résolution ordonnées des défaillances visant à réduire la systémicité de ces institutions) ;
- v. renforcer la résilience des infrastructures financières.

De façon générale, l'approche macroprudentielle recouvre deux dimensions, impliquant des réponses distinctes⁷. Elle consiste d'une part à renforcer la résilience du système financier, c'est-à-dire sa capacité

⁴ Committee on the Global Financial System, CGFS (2012), "Operationalising the selection and application of macroprudential instruments"

⁵ Au vu des facteurs de risque particuliers et des caractéristiques structurelles du système financier en France, il ne paraît pas, à ce stade, nécessaire d'ajouter à cette liste d'autres objectifs intermédiaires. Le HCSF se réserve cependant le droit de modifier ces objectifs à mesure que l'expérience en matière macroprudentielle augmentera, et pour répondre aux évolutions des systèmes financiers français, européen et mondial.

⁶ Cf. recommandation du CERS/ESRB du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (CERS/2013/1)

⁷ Cf. Crockett, A. (2000), "Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability", Borio, C., Furfine, C., Lowe, P. (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", Borio, C. (2003),

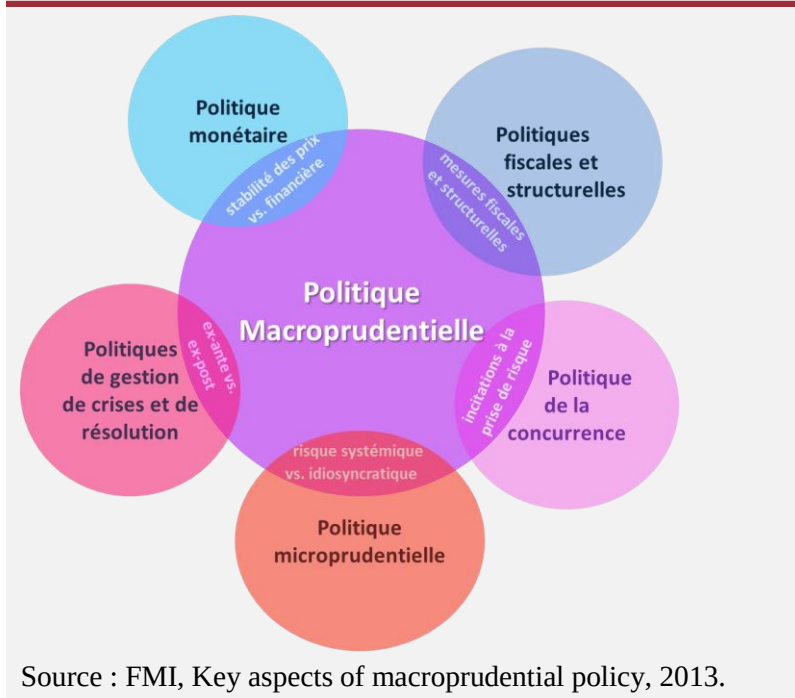
à absorber les chocs financiers ou économiques sans répercussions graves. Il s'agit de la dimension structurelle ou transversale de la politique macroprudentielle. Elle doit d'autre part, dans sa dimension temporelle, permettre de réduire la « procyclicité » du système financier conduisant à une amplification des cycles financier et réel. Pour cela, elle doit pouvoir limiter l'accumulation et la sous-évaluation excessives des risques lors de phases d'expansion du cycle dont les retournements sont particulièrement coûteux pour l'économie. De façon symétrique, elle doit faciliter une reprise économique en période de contraction contribuant ainsi à éviter une évolution excessivement négative des risques et à assurer un financement soutenable de l'économie.

La surveillance du HCSF couvre ainsi un champ potentiellement très large : elle englobe *a priori* l'ensemble des acteurs du secteur financier, des banques et assurances au système financier parallèle (*shadow banking*), en passant par les infrastructures de marché et les systèmes de paiement, etc. La surveillance macroprudentielle vise aussi à renforcer la coopération entre les autorités microprudentielles de surveillance financière, dans le respect de leurs indépendance et prérogatives respectives, ce qui constitue un élément essentiel de l'efficacité d'ensemble du cadre de surveillance et de régulation. Cette approche permet de limiter les angles morts de la surveillance en incluant dans son champ plus d'acteurs, ainsi que de mieux prendre en compte les risques liés aux interconnexions entre les différents acteurs/secteurs et aux interactions entre les réglementations.

A.2. Interactions avec les autres politiques

Parce qu'elles peuvent toutes avoir un impact sur la stabilité financière, la politique macroprudentielle interagit avec la politique microprudentielle, la politique monétaire, la politique budgétaire et fiscale et la politique économique au sens large. On peut observer des synergies, mais aussi parfois des conflits d'objectifs entre la politique macroprudentielle et ces autres politiques.

Graphique 1 - Interactions entre la politique macroprudentielle et les autres politiques économiques



“Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, Borio, C., Drehmann, M. (2009), “Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences”.

Interactions avec la politique microprudentielle

A priori, les approches microprudentielle et macroprudentielle sont étroitement liées. La révision des principes fondamentaux du Comité de Bâle a été l'occasion d'insister sur la nécessité d'intégrer une perspective macroprudentielle dans la supervision microprudentielle. Un partage d'informations, d'analyse des risques et un dialogue nourri peuvent renforcer la complémentarité entre la supervision microprudentielle et la politique macroprudentielle. Il s'agit là d'un changement fondamental de perspective pour les superviseurs bancaires devant permettre de minimiser les conflits d'objectifs. En cas d'occurrence de tels conflits, l'enseignement de la crise conduit toutefois à retenir la prévalence de la politique macroprudentielle qui, sans préjudice de la stabilité individuelle des institutions financières, vise à contenir des risques dont les conséquences macroéconomiques et sociales sont de premier ordre.

En effet, des tensions peuvent apparaître entre la supervision microprudentielle et la politique macroprudentielle. Ainsi, en période d'expansion, l'autorité macroprudentielle pourra considérer que la dynamique du crédit est excessive et qu'il serait préférable que les banques constituent des coussins de fonds propres supérieurs à ceux exigés par le superviseur microprudentiel pour limiter cet excès. De même, en période de crise, alors que le superviseur microprudentiel pourra être amené à demander un renforcement des fonds propres des banques, la politique macroprudentielle pourra considérer au contraire qu'il faut réduire temporairement le niveau des coussins de capital additionnels et assouplir les conditions d'octroi de crédit afin d'éviter un rationnement du crédit et de préserver l'activité économique et la stabilité financière.

Ces interactions très fortes entre la supervision microprudentielle et la politique macroprudentielle plaident pour une organisation institutionnelle permettant le dialogue entre les autorités de surveillance. Le FMI recommande en particulier que le superviseur microprudentiel soit membre de l'autorité macroprudentielle lorsque celle-ci est constituée d'un comité.

Interactions avec la politique monétaire

La politique monétaire présente de nombreuses complémentarités avec la politique macroprudentielle, et ces deux politiques ont tendance à se renforcer mutuellement : des mesures pour favoriser la stabilité financière renforcent également la politique monétaire en protégeant l'économie des perturbations financières. Réciproquement, la stabilité macroéconomique et monétaire peut jouer un rôle positif du point de vue de la stabilité financière. C'est ce qui explique que les banques centrales aient un fort intérêt à promouvoir la politique macroprudentielle et jouent généralement un rôle prépondérant dans les autorités macroprudentielles.

Cependant, des interventions dans un de ces domaines ont des effets sur les conditions économiques et financières et doivent donc être coordonnées. En particulier, la politique monétaire peut avoir des effets secondaires indésirables sur la stabilité financière. Par exemple, même si des taux d'intérêt bas peuvent être cohérents avec une faible inflation, ils peuvent contribuer à une croissance excessive du crédit ou à des développements indésirables sur les prix des actifs financiers. À cet égard, le rôle déterminant de la Banque de France dans les prises de décisions du HCSF constitue un point important de l'architecture macroprudentielle institutionnelle française.

Interactions avec les politiques de la concurrence

La concurrence entre institutions financières peut créer des incitations pour une prise de risque accrue, conduisant à d'éventuelles tensions entre la politique macroprudentielle et les politiques de la concurrence.

Si la concurrence conduit généralement à une production de biens et services plus efficace, et avec des coûts plus réduits, au sein du secteur financier elle peut aussi contribuer au risque systémique en créant des incitations à une prise de risque excessive. Ainsi, une concurrence plus forte peut conduire les banques à réduire leurs marges et augmenter leur prise de risque afin d'augmenter leur part de marché.

A l'inverse, la perspective macroprudentielle peut parfois conduire à des décisions plus sévères que ce qui serait justifié en raison de considérations de concurrence. Par exemple, les autorités macroprudentielles peuvent avoir intérêt à limiter les fusions-acquisitions entre institutions financières,

afin d'éviter l'apparition d'institutions « trop importantes pour faire faillite » (*too big to fail*), ou à forcer une séparation des institutions financières complexes, afin de faciliter leur éventuelle mise en révolution. D'une façon générale, une perspective macroprudentielle peut ainsi être utile lors de la mise en œuvre de politiques de la concurrence.

Interactions avec la politique économique : l'exemple de la fiscalité

La politique macroprudentielle interagit plus généralement avec la politique économique, notamment avec la fiscalité. En introduisant des distorsions de comportements, la politique fiscale peut avoir un impact sur la stabilité financière. Par exemple, la déductibilité des intérêts dans le paiement de l'impôt sur les sociétés peut créer un biais vers la dette et inciter les entreprises à s'endetter. La fiscalité peut aussi avoir un effet sur le prix des actifs : une diminution de l'imposition des plus-values immobilières peut, par exemple, contribuer à une augmentation des prix immobiliers. Dans ces conditions, l'autorité macroprudentielle peut contribuer à l'analyse des risques et déséquilibres macroéconomiques qui peuvent être associés à certaines caractéristiques de la fiscalité et donc informer le choix des autorités en charge. Elle peut aussi promouvoir une fiscalité plus à même de contribuer à la stabilité financière. En France, la présidence du HCSF assurée par le ministre des Finances et des Comptes publics, permet de prendre en compte assez directement ces interactions entre politique fiscale et politique macroprudentielle.

B. Les outils du HCSF

B.1. Les trois types d'instruments, et leur usage

Le Haut Conseil de stabilité financière dispose d'une gamme étendue d'instruments macroprudentiels pour atteindre ses objectifs. Une typologie de ces instruments permet de distinguer trois types d'intervention : des interventions « douces » (*soft* – par exemple, la communication du HCSF), « intermédiaires » (par exemple, les avis et recommandations qu'il peut formuler) ou enfin « contraignantes » (les pouvoirs juridiquement contraignants dont il dispose). Ces trois types d'intervention sont complémentaires et peuvent se combiner pour permettre une politique macroprudentielle efficace. Si les interventions « contraignantes » permettent à l'autorité d'agir rapidement et efficacement et sont importantes pour asseoir sa crédibilité, les interventions « intermédiaires » ont l'avantage de couvrir un champ très large tandis que les interventions « douces » permettent d'étendre l'influence de la politique macroprudentielle au-delà des outils prudentiels existants. Ces pouvoirs sont également complétés par des pouvoirs d'accès à l'information⁸, nécessaires pour assurer une surveillance du risque systémique.

Même s'ils ne relèvent pas d'une forme d'intervention juridiquement contraignante, la communication du HCSF et son pouvoir de formuler des avis ou d'adresser des recommandations sont essentiels à la mise en œuvre de sa politique macroprudentielle. Ces deux premiers types d'intervention peuvent être utilisés afin d'atteindre chacun des cinq objectifs intermédiaires mais ont également une portée très large en contribuant à une transmission plus efficace de la politique macroprudentielle. En particulier, la communication permet de donner une meilleure compréhension à tous les agents économiques de la nécessité et de l'importance de cette politique, et peut permettre de préparer le marché à des interventions contraignantes. De plus, la communication du HCSF peut influencer l'ensemble des politiques économiques afin de les orienter dans une direction qui contribue à limiter le risque systémique. En complément, l'émission d'avis et de recommandations constitue un moyen d'intervention pouvant inciter le système financier à développer des pratiques lui permettant de retrouver le chemin de la stabilité et jouer un rôle dans la coordination de l'action des institutions chargées de la régulation et surveillance financières.

B.1. Les pouvoirs contraignants

Le HCSF dispose de quatre types de pouvoirs juridiquement contraignants : (i.) le coussin pour risque systémique ; (ii.) le coussin contra-cyclique ; (iii.) les pouvoirs additionnels pour risque macroprudentiel ou systémique prévus par l'article 458 CRR ; (iv.) les contraintes sur les pratiques d'octroi de crédits. Ces pouvoirs sont présentés ci-dessous, en fonction des objectifs intermédiaires qu'ils permettent d'atteindre.

Premièrement, pour atténuer et prévenir une expansion du crédit et un effet de levier excessifs, le Haut Conseil aura la possibilité, de manière progressive à partir de janvier 2016, et sur proposition du gouverneur de la Banque de France, d'imposer aux établissements de crédit, aux sociétés de financement et aux entreprises d'investissement un coussin de capital contra-cyclique, compris entre 0 % et 2,5 % des actifs pondérés en fonction du risque et pouvant aller au-delà de 2,5 % si l'analyse le justifie⁹ (L. 631-2-1 4°, transposition des articles 130 et 135-140 de la directive CRD IV). La fixation de ce taux est fondée sur une analyse de la Banque de France qui prendra en compte le ratio du crédit rapporté au PIB par rapport à sa tendance à long terme et d'autres variables pertinentes mais aussi sur un jugement d'expert. Par ailleurs, sur la base d'une proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, le Haut Conseil pourra imposer aux établissements de crédit, aux sociétés de financement et aux entreprises d'investissement des exigences de fonds propres sectorielles (L. 631-2-1 4° ter,

⁸ Le Haut Conseil peut recevoir des informations de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et de l'Autorité des marchés financiers couvertes par le secret professionnel. Il peut également entendre des représentants de sociétés financières.

⁹ Le cadre de Bâle III et la législation de l'Union européenne prévoient un régime transitoire en quatre étapes pour le coussin contra-cyclique (et le coussin de conservation des fonds propres) à partir de 2016, de sorte que le taux plein ne s'appliquera qu'à partir de janvier 2019.

correspondant à l'article 458 du règlement CRR) dont le respect sera contrôlé par l'ACPR. Afin de contrer les risques pour la stabilité financière pouvant émaner du secteur de l'immobilier, le Haut Conseil peut également, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, déterminer des exigences concernant les ratios prêt-valeur, prêt-revenu ou service de la dette-revenu, et, plus généralement, fixer les conditions d'octroi de crédit par les entités soumises au contrôle de l'ACPR, en vue de prévenir l'apparition de mouvements de hausses excessives sur le prix des actifs de toute nature ou d'un endettement excessif des agents économiques (L. 631-2-1 5°). Ces mesures viennent renforcer celles à disposition de l'ACPR permettant d'accroître les exigences en fonds propres des expositions sécurisées par de l'immobilier résidentiel ou commercial.

Deuxièmement, pour limiter la dépendance excessive au financement de court terme ou un trop fort degré de transformation et maintenir la liquidité sur les marchés financiers, le Haut Conseil peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, ajuster les exigences de liquidité qui s'imposent aux établissements de crédit (L. 631-2-1 4° ter, correspondant à l'article 458 du règlement CRR).

En outre, afin de limiter la concentration des expositions directes et indirectes, le Haut Conseil peut fixer un coussin pour le risque systémique, sur la base d'une proposition du gouverneur de la Banque de France (L. 631-2-1 4° bis, transposition des articles 133 et 134 de la directive CRD IV). Le taux peut être fixé soit pour toutes les institutions, soit pour un ou plusieurs sous-ensembles ; il peut être fixé à la fois pour les expositions situées en France et pour celles situées dans un autre État. Le Haut Conseil peut également, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, moduler temporairement les exigences relatives aux grands risques ou imposer temporairement aux établissements de crédit des exigences additionnelles de fonds propres pouvant être sectorielles (L. 631-2-1 4° ter, correspondant à l'article 458 du règlement CRR).

Pour ce qui concerne l'objectif de limitation de l'impact systémique d'incitations inappropriées et de réduction de l'aléa moral, quatre types d'instruments peuvent être mis en œuvre. Le HCSF peut décider, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, de recourir au coussin pour le risque systémique (L. 631-2-1 4° bis, transposition des articles 133 et 134 de la directive CRD IV). L'ACPR, en étroite collaboration avec le Haut Conseil, peut mettre en place des exigences de fonds propres supplémentaires pour les établissements financiers d'importance systémique mondiale et les autres établissements financiers d'importance systémique ou pour un ensemble d'établissements présentant un profil de risque similaire (« pilier 2 transversal »). Enfin, toujours dans le cadre de cet objectif intermédiaire, le Haut Conseil a la possibilité, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, d'ajuster temporairement les exigences de liquidité qui s'imposent par exemple aux établissements d'importance systémique ou de moduler temporairement les exigences de fonds propres (L. 631-2-1 4° ter, correspondant à l'article 458 du règlement CRR).

Enfin, afin de renforcer la résilience des infrastructures financières, le Haut Conseil peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, employer le coussin pour le risque systémique (L. 631-2-1 4° bis, transposition des articles 133 et 134 de la directive CRD IV). D'autres éléments peuvent également concourir à ce dernier objectif intermédiaire (à titre d'exemple : le système de garantie des dépôts¹⁰ et les dispositifs de rétablissement et de résolution qui renforcent la capacité de résistance des infrastructures financières en contribuant à empêcher des retraits massifs de fonds et à accroître la confiance dans le système financier, ou encore le règlement EMIR¹¹ qui prévoit que, lors de l'établissement de décotes et de marges initiales, les contreparties centrales doivent tenir compte de la liquidité du marché, des effets procycliques et des risques systémiques). Ces mesures, de nature plutôt

¹⁰ Créé par la loi du 25 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière, le Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution (FGDR) intervient lorsqu'une banque est en faillite. Il est chargé d'indemniser les déposants dans un délai de 20 jours, jusqu'à 100 000 € par personne et par établissement, si l'établissement auquel ils ont confié leurs avoirs ne peut plus faire face à ses engagements.

¹¹ Le règlement européen n°648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), publié au Journal officiel de l'Union européenne le 27 juillet 2012 et entré en vigueur le 16 août 2012, est la déclinaison européenne des engagements du G20 au sommet de Pittsburgh (septembre 2009) concernant les marchés de produits dérivés. Il vise à rendre ces derniers plus sûrs et plus transparents. Il a été complété par des standards techniques, publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 23 février 2013 et entrés en vigueur le 15 mars 2013.

structurelle, ne relèvent pas directement d'une compétence générale du Haut Conseil mais peuvent faire l'objet d'une recommandation du HCSF.

Certains instruments macroprudentiels (nécessitant pour leur mise en œuvre une appréciation individuelle sur certains acteurs) sont du ressort de l'ACPR (par exemple les surcharges en capital pour les établissements d'importance systémique ou les pondérations plus strictes concernant les expositions sécurisées par de l'immobilier résidentiel ou commercial). La structure collégiale du HCSF, dont l'ACPR est membre, permet une étroite collaboration entre ces deux institutions, dès lors que la mise en œuvre de ces instruments répond aux objectifs de la politique macroprudentielle.

B.2. Principes régissant la prise de décision et la mise en œuvre des pouvoirs du Haut Conseil

Le Haut Conseil veille à développer les méthodes et indicateurs les plus adaptés pour surveiller et évaluer au mieux les contributions des différents acteurs et secteurs au risque systémique ainsi que leurs interconnexions. Le processus de prise de décision du HCSF est constitué d'un cycle continu de quatre étapes : (i.) évaluation du risque systémique, (ii.) sélection et calibrage des instruments, (iii.) mise en œuvre de la politique macroprudentielle, et (iv.) évaluation de la politique.

La première phase est l'évaluation du risque systémique. Le HCSF conduit une surveillance régulière du secteur financier dans son ensemble, à la fois de ses évolutions conjoncturelles, mais aussi des potentielles fragilités structurelles. Plus précisément, les analyses du Haut Conseil doivent intégrer des indicateurs et analyses appropriés guidant l'activation et le relâchement des instruments disponibles. Si des règles de décision automatiques peuvent être utiles pour surmonter d'éventuels biais vers l'inaction ou oppositions politiques, elles ne peuvent pas prendre en compte l'ensemble de l'information disponible, et les changements de nature du risque systémique. C'est pourquoi la prise en compte de ces informations quantitatives doit être complétée par un jugement plus qualitatif sur la situation de la stabilité du secteur financier et sur une éventuelle exacerbation du risque systémique. Les décisions du HCSF se font donc selon une approche de « pouvoir discrétionnaire orienté » (*guided discretion*), dans laquelle un ensemble de règles et d'indicateurs signalent quels ajustements pourraient être nécessaires, la décision finale relevant d'une appréciation discrétionnaire prenant en compte toute l'information disponible.

À la suite d'une analyse des vulnérabilités et dans le cas où le risque systémique se trouve avéré, le HCSF sélectionne alors un ou plusieurs instruments dont il dispose afin d'y répondre. Dans cette démarche, le HCSF s'attache à vérifier la pertinence de l'instrument choisi vis-à-vis de la vulnérabilité identifiée et analyse le calibrage de son intensité qui doit être cohérent avec l'évaluation du niveau du risque.

La troisième étape consiste en la mise en œuvre de la politique macroprudentielle déterminée précédemment. Le HCSF communique alors clairement les raisons de son action, notamment la source du risque systémique, les instruments choisis ainsi que leur mécanisme de transmission et leur impact. Dans la mise en œuvre de la mesure macroprudentielle, le HCSF accorde une attention particulière à la fenêtre temporelle de mise en œuvre afin de s'assurer de son efficacité maximale.

La dernière étape du processus de prise de décision du HCSF s'attache à évaluer la politique macroprudentielle mise en œuvre. Il s'agit alors de vérifier ex post que la mesure a eu les effets escomptés en termes de diminution du risque systémique, et le cas échéant, l'ajuster si besoin. Le HCSF veille notamment à détecter les éventuelles « fuites » provoquées par sa politique à travers lesquelles l'octroi de financement s'opère par exemple, suite à un resserrement, via des zones du secteur financier hors de la portée de l'instrument activé. Il en va de même pour les « fuites » passant par des secteurs financiers étrangers. Si la présence de telles « fuites » est avérée, le HCSF s'attache à déterminer le meilleur moyen d'en corriger les effets, via une coordination avec d'autres autorités si nécessaire.

Tableau 1 - Principaux instruments macroprudentiels

Instrument	Autorité en charge	Base légale Union européenne	Base légale France
Coussin de capital contra-cyclique	Autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France	Art. 130 et 135-140 CRD IV	Art. L. 631-2-1 CMF
Coussin pour le risque systémique	Autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France	Art. 133 et 134 CRD IV	Art. L. 631-2-1 CMF
« <i>flexibility package</i> » : mesures nationales plus strictes en termes d'exigences de fonds propres, d'exigences relatives aux grands risques, d'exigences de publication d'information, de niveau du coussin de conservation de fonds propres, d'exigences de liquidité, de pondérations de risque pour faire face aux bulles immobilières et d'expositions au sein du secteur financier	Autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR	Art. 458 CRR	Applicabilité directe
Fixation des conditions d'octroi de crédit (incluant ratios prêt/valeur, prêt/revenu ou service de la dette/revenu)	Autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France		Art. L. 631-2-1 CMF
Exigences de fonds propres supplémentaires pour les établissements financiers d'importance systémique : coussins EISm et autres EIS	Autorité compétente (ACPR)	Art. 131 CRD IV	Art. L. 612-1 CMF
Pondérations plus strictes concernant les expositions sécurisées par de l'immobilier résidentiel ou commercial	Autorité compétente (ACPR)	Art. 124 CRR	Applicabilité directe
Relèvement des valeurs minimales de LGD prévues pour des expositions garanties par un bien immobilier résidentiel ou commercial	Autorité compétente (ACPR)	Art. 164 CRR	Applicabilité directe
Exigences de fonds propres supplémentaires au titre du Pilier 2 « transversal »	Autorité compétente (ACPR)	Art. 103 CRD IV	Article L.511-41-1-C CMF

C. Cadre international et européen

La politique macroprudentielle française s'inscrit également dans le contexte institutionnel européen et aménagé, pour les pays de la zone euro¹², dans le cadre du mécanisme de surveillance bancaire unique (MSU/SSM).

Le cadre institutionnel européen de la surveillance du risque systémique a été mis en place conformément aux recommandations du groupe d'experts de haut niveau présidé par Jacques de Larosière : le CERS/ESRB, créé en décembre 2010 et installé en 2011, est chargé de la surveillance macroprudentielle au niveau de l'UE et assure, en tant que de besoin, la coordination des interventions des autorités nationales.

La mise en place du HCSF répond aux exigences fixées par la législation de l'Union européenne (directive CRD IV et règlement CRR¹³) et aux recommandations du CERS/ESRB¹⁴ qui prévoient que les États membres désignent une autorité macroprudentielle et définissent des pouvoirs juridiquement contraignants dans la perspective de la mise en œuvre d'une politique macroprudentielle.

Parallèlement, la mise en place de l'union bancaire et plus particulièrement du mécanisme de supervision unique, a conduit à confier à la BCE un rôle en matière de surveillance macroprudentielle et a nécessité une adaptation des compétences en matière de surveillance et de conduite de la politique macroprudentielle pour les pays ayant rejoint ce dispositif. En effet, si la compétence demeure principalement au niveau national dans la mesure où les autorités macroprudentielles nationales conservent la responsabilité première d'une intervention, la BCE a également la possibilité de durcir les mesures macroprudentielles définies dans le cadre de CRDIV/CRR et prises dans les États ayant rejoint le MSU, en coopération étroite avec l'échelon national et en respectant un délai d'information suffisant et une prise en compte des spécificités nationales.

La réglementation européenne prévoit donc un dialogue important entre le HCSF et les autorités européennes. Pour la mise en œuvre des instruments macroprudentiels à disposition du HCSF prévues dans la directive CRD IV et le règlement CRR, le Haut Conseil doit consulter ou informer, suivant l'instrument auquel il a recours, le Parlement européen, le Conseil, la Commission, le CERS/ESRB, l'Autorité bancaire européenne (ABE, ou *European Banking Authority*, EBA) ainsi que, le cas échéant, les autorités des autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen ou les pays tiers exerçant des fonctions homologues. En outre, dans le cadre du MSU/SSM, la BCE est systématiquement avertie avant la mise en œuvre de ces mesures macroprudentielles par le HCSF. Enfin, le HCSF doit prendre en considération les avertissements et recommandations émis par le CERS/ESRB à l'attention de la France.

¹² L'union bancaire est également ouverte à la participation des États membres de l'UE hors zone euro. Cf. article 7 du règlement confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit (règlement n° 1024/2013).

¹³ Directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CRD IV) et Règlement n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR). Le paquet CRR/CRD IV transpose les accords de « Bâle III » en droit de l'UE.

¹⁴ Recommandation du CERS/ESRB du 22 décembre 2011 concernant le mandat macroprudentiel des autorités nationales (CERS/2011/3) et recommandation du CERS/ESRB du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (CERS/2013/1).

Ch.2 Développements récents

A. Développements macroéconomiques et financiers

A.1. Croissance et inflation

Une croissance modeste...

La zone euro a montré des signes de reprise sur l'ensemble de l'année 2014 : le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 0,9 %, après -0,4 % en 2013 et -0,8 % en 2012. La reprise entamée au deuxième trimestre 2013 s'est poursuivie en 2014. Si la croissance s'est amplifiée dans la plupart des économies de la zone euro, les situations demeurent contrastées selon les pays. L'Irlande (4,8 %) et dans une moindre mesure l'Allemagne (1,6 %) ont affiché des taux de croissance supérieurs à la moyenne de la zone euro. L'Espagne a enregistré une croissance assez robuste (1,4 %) après cinq années de croissance négative. À l'inverse, l'Italie a encore connu un taux de croissance négatif en 2014 (-0,4 %).

Dans cet environnement contrasté, la France a connu un tassement de la croissance en 2014, avec une progression du PIB de +0,2 % après +0,7 % en 2013. Parmi les composantes de la demande, la consommation des ménages a augmenté de 0,6 % en 2014 (après une hausse de 0,5 % en 2013) et celle des administrations publiques (APU) de 1,5 % (après +1,7 % en 2013). L'investissement a en revanche diminué au cours des quatre trimestres de l'année et enregistre une baisse de 1,2 % en moyenne sur 2014 (après -0,4 % en 2013), en lien notamment avec le recul marqué de l'investissement des ménages de -5,3 % (après -1,5 % en 2013) et des APU de -6,9 % (après +0,2 % en 2013). Les exportations ont par ailleurs augmenté de 2,4 % tandis que les importations ont progressé de 3,9 %. Si le rythme de croissance a été globalement modéré en France en 2014, le second semestre a été légèrement plus dynamique (croissance de 0,2 % et 0,0 % resp. aux 3^e et 4^e trimestres, après -0,2 % et -0,1 % resp. aux 1^{er} et 2^e trimestres).

Au total, le niveau du PIB en France dépasse de 1,3 % au quatrième trimestre 2014 son niveau d'avant crise (au premier trimestre 2008), tandis qu'il reste encore de 1,9 % inférieur pour la zone euro dans son ensemble.

Tableau 2 - Le PIB français et ses composantes (volumes chaînés, variations trimestrielles et moyennes annuelles en %, données CVS-CJO)

	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015	2013	2014
PIB	-0,1	0,2	0,0	0,6	0,7	0,2
Importations	0,9	1,8	1,5	2,3	1,8	3,9
Dépenses de consommation des ménages	0,5	0,3	0,1	0,8	0,5	0,6
Dépenses de consommation des administrations publiques	0,4	0,5	0,5	0,4	1,7	1,5
FBCF totale	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4	-1,2
dont entreprises non financières	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,8	2
dont ménages	-1,5	-1,3	-1,1	-1,4	-1,5	-5,3
dont administrations publiques	-2,8	-2,1	-0,3	0,3	0,2	-6,9
Exportations	0,2	0,9	2,5	0,9	1,8	2,4
Contributions						
Variations de stocks et objet de valeur	-0,1	0,3	-0,3	0,5	0,2	0,2

Source : Insee, comptes nationaux trimestriels.

... et une forte baisse de l'inflation en 2014

Comme en 2013, l'inflation en zone euro a continué de baisser nettement en 2014 : l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a progressé de seulement 0,4 % en moyenne annuelle, après 1,3 % en 2013. En glissement annuel, l'IPCH a ralenti tout au long de l'année 2014, pour s'établir à -0,2 % en décembre, après 0,8 % au même mois de l'année 2013. Cette baisse s'explique notamment par la forte diminution des prix des produits énergétiques (-1,9 % en moyenne annuelle, après 0,6 % en 2013), liée surtout à la chute du prix du pétrole observée au second semestre, ainsi que par le ralentissement des prix des produits alimentaires (0,5 % en moyenne annuelle, après 2,7 % en 2013). L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix des biens énergétiques, alimentaires, l'alcool et le tabac, a baissé en zone euro de façon plus modérée à 0,8 % en moyenne annuelle (0,7 % en glissement annuel en décembre), après 1,1 % en 2013. Cette baisse est due notamment au ralentissement des prix des biens industriels non énergétiques, qui ont progressé de seulement 0,1 %, après 0,6 % en 2013. Quant aux prix des services, la progression de l'indice a été relativement stable (1,2 %, après 1,4 % en 2013).

Il en est de même en France où l'inflation (IPCH) s'est inscrite à seulement 0,6 % en moyenne annuelle en 2014, après 1,0 % en 2013. En glissement annuel, l'IPCH est passé de 0,8 % en décembre 2013 à 0,1 % en décembre 2014. Comme pour la zone euro, la baisse s'explique par la forte diminution des prix des produits énergétiques (-0,8 %, après 0,9 % en 2013), ainsi que par la baisse des prix des produits alimentaires et boissons non alcoolisés (-0,8 %, après 1,2 % en 2013). Les prix des produits manufacturés ont été également en baisse (-0,3 %, après 0,2 % en 2013), à cause notamment du moindre dynamisme des prix des produits importés. En revanche, les prix des services ont progressé en 2014 de 1,8 % en moyenne annuelle, après 1,0 % en 2013. L'inflation sous-jacente a progressé de 1,0 % en moyenne annuelle en 2014 (0,7 % en glissement annuel en décembre), après 0,7 % en moyenne annuelle en 2013.

La faible croissance nominale et les perspectives de reprise modérée de l'activité sont une source de vulnérabilité financière pour les agents économiques alors que plusieurs années d'atonie de l'activité ont pu contribuer à la dégradation du bilan de certaines entreprises ou de certains ménages.

A.2. Évolutions monétaires et financières en 2014

Évolutions similaires des agrégats monétaires en zone euro et en France

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro est remonté à +3,8 % en 2014 après +1,0 % en 2013 et +3,3 % en 2012. La croissance de la composante française de l'agrégat européen M3 a suivi un profil similaire et s'est établie à +3,6 % en 2014 après +0,8 % en 2013.

Le dynamisme des dépôts à vue s'est renforcé dans la zone euro (+8,2 %, après +5,9 %) dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement bas qui réduit le coût d'opportunité de leur détention. En revanche, la contraction des autres dépôts monétaires s'est poursuivie (-2,4 %, après -1,8 %) tandis que les instruments négociables n'ont corrigé que partiellement leur recul de l'année précédente (+5,5 %, après -16,4 %).

À l'instar de ce qui a été observé au niveau de la zone euro, la croissance de la contribution française à M3 a été principalement portée par les dépôts à vue (+8,6 % en 2014, après +3,4 % en 2013) alors que l'encours de l'ensemble des comptes sur livrets (rubrique « Dépôts à préavis inférieur ou égal à 3 mois » de la nomenclature européenne) a reculé (-1,5 %, après +2,2 %) et que l'érosion des titres d'OPC monétaires en France s'est poursuivie (-5,9 %, après -13,2 %).

Une progression plus dynamique des crédits aux entreprises...

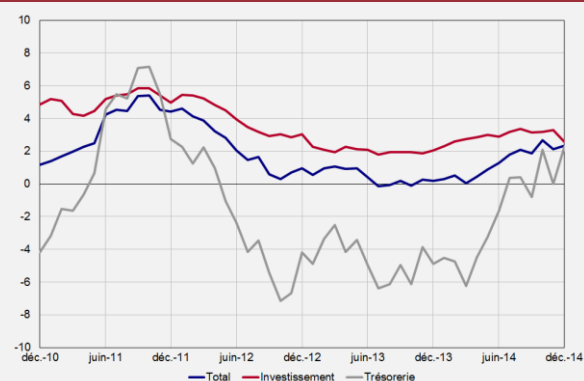
La distribution du crédit est restée plus dynamique en France que dans les autres grands pays de la zone euro. La croissance annuelle des crédits accordés aux sociétés non financières (SNF) françaises a accélérée, à +2,2 % en 2014, après +0,2 % en 2013.

L'évolution des crédits de trésorerie (+1,7 %, après -4,9 %) est redevenue positive après deux ans de contraction. La progression des crédits à l'investissement s'est renforcée légèrement, passant de +2,0 % en 2013 à +2,4 % en 2014. La France s'est ainsi distinguée des autres grandes économies de la zone

euro qui ont subi une contraction du crédit aux sociétés non financières, notamment l'Espagne (-7,2 % en 2014, après -11,5 %) et l'Italie (-2,4 %, après -5,5 %).

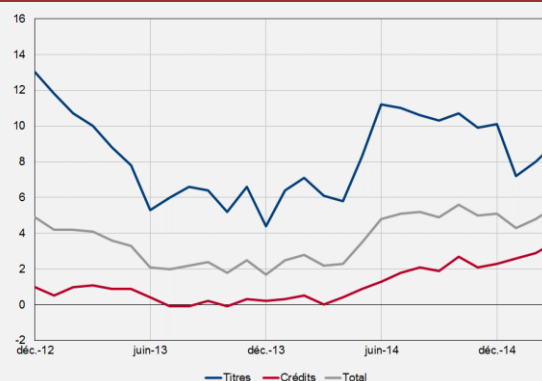
L'endettement des SNF a aussi été porté par un recours dynamique au marché avec une progression importante de l'encours de titres de dette (+10,1 % sur un an fin 2014 après +4,4 % en décembre 2013).

Graphique 2 - Taux de croissance annuel du crédit aux SNF (en %)



Source : Banque de France, BCE.

Graphique 3 - Endettement des SNF par instruments (taux de croissance annuel, en %)

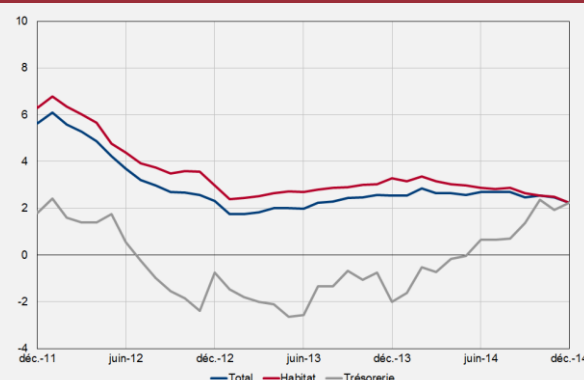


Source : Banque de France, BCE. Dernier point : mars 2015

... comme aux ménages

Le taux de croissance annuel des crédits aux ménages est quasi inchangé en France (+ 2,2 % en 2014, après + 2,5 % en 2013). Le ralentissement des crédits à l'habitat (+2,2 % en 2014, après 3,3 % en 2013) est contrebalancé par la reprise des crédits à la consommation (+2,2 %, après -2,0 %). Comme les années précédentes, la France connaît une distribution de crédits aux ménages plus dynamique qu'en Allemagne (+1,6 %) alors que la contraction se poursuit en Espagne (- 3,8 %) et en Italie (- 0,5 %).

Graphique 4 - Taux de croissance du crédit aux ménages en France, corrigé de la titrisation (en %)



Source : Banque de France, BCE.

A.3. Les marchés de capitaux et de matières premières

Les marchés de capitaux

En 2014, les évolutions sur les marchés financiers ont été largement influencées par les annonces des grandes banques centrales. Aux États-Unis, ces dernières ont inclus l'arrêt progressif du programme d'achats de titres (« *tapering* ») de la Fed, qui s'est traduit entre janvier et octobre par une réduction des achats de 10 milliards de dollars par mois, répartie entre les titres d'États et les MBS (« *mortgage-backed securities* », titres hypothécaires immobiliers). Cette première étape de la stratégie de sortie de la politique monétaire très accommodante de la Fed n'a néanmoins pas empêché les taux américains de rester autour de leur plus bas historique. En zone euro, l'année 2014 s'est caractérisée par l'amplification du mouvement de compression des écarts de rendements périphériques amorcé mi-2012 et par une baisse historique des taux dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire de la BCE et de la mise

en place de programmes d'achats de titres adossés à des actifs (« *Asset Backed Securities* », ABS, et « *Covered Bonds* »).

Alors que la fin de l'année 2013 s'était caractérisée par des remontées des taux sur les parties intermédiaire et longue des courbes, les taux ont diminué tout au long de l'année 2014. Un resserrement des écarts de taux d'intérêt a également été enregistré dans un contexte de recherche de rendements lié à cet environnement de taux bas. En Europe, dans un contexte d'anticipations de la poursuite d'une politique monétaire très accommodante avec de nouvelles mesures non conventionnelles, les taux allemands ont baissé significativement sur l'ensemble des maturités tout au long de l'année, le rendement du titre souverain à 10 ans étant passé de 1,93 % à 0,54 % en fin d'année ; l'équivalent français a connu des évolutions similaires mais d'une ampleur encore plus importante, passant d'un point haut en début d'année à 2,56 % à un point bas en fin d'année à 0,82 %.

Globalement, la contraction des écarts de rendements obligataires entre les pays périphériques et les pays du cœur de la zone euro s'est poursuivie tout au long de l'année et s'est accélérée après le discours prononcé le 22 août 2014 par le président de la BCE Mario Draghi lors du symposium de Jackson Hole dédié à « la réévaluation des dynamiques du marché de l'emploi ». Les rendements souverains du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie ont atteint des niveaux historiquement bas en raison principalement de l'amplification de l'action accommodante de la BCE (mise en œuvre des TLTRO¹⁵, baisse des taux directeurs et forte attente d'un programme d'achats massif de titres dit d'assouplissement quantitatif), de l'amélioration des fondamentaux et des perspectives économiques de certains pays périphériques ainsi que des avancées de l'Union bancaire. En décembre, l'annonce d'une élection présidentielle anticipée en Grèce (le 9 décembre), puis l'échec de l'élection du président grec (le 29 décembre), ont déclenché un mouvement de défiance qui est demeuré largement confiné aux actifs grecs, les marchés de la zone euro anticipant de plus en plus la mise en place d'un assouplissement quantitatif (« *Quantitative Easing* ») par l'Eurosystème. En outre, les conditions de financement des sociétés de la zone euro se sont nettement améliorées au cours de l'année.

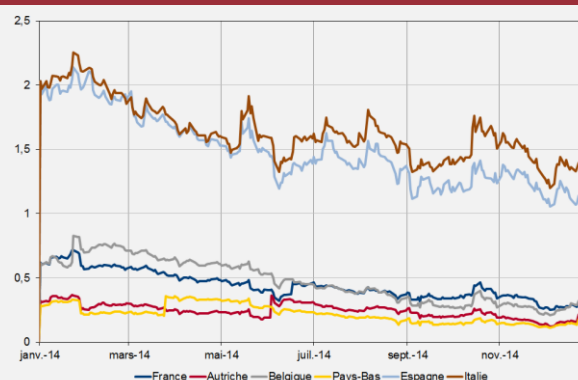
Sur le marché des changes, l'euro a débuté son mouvement de dépréciation à partir du mois de mai. Sur l'année 2014, en moyenne, son taux de change effectif nominal¹⁶ a baissé de 4,56 %. Celui du dollar s'est à l'inverse apprécié de 9,73 %, principalement à partir du mois de juillet. Ces évolutions reflètent des anticipations divergentes de croissance et de politique monétaire entre les deux zones économiques. À la fin de l'année la parité euro/dollar s'établissait à 1,21 contre 1,36 en début d'année.

Sur l'année 2014, les bourses mondiales ont progressé modérément, l'indice MSCI monde affichant une hausse de 2,9 % en 2014. En Europe, l'Eurostoxx 50 a connu une hausse de 2,8 %, les indices allemands et français progressant respectivement de 4,3 % et 1,1 %. En revanche, l'indice MSCI émergents a enregistré un recul de 4,6 %, et les valeurs bancaires ont perdu 3,5 %¹⁷ au cours de l'année 2014.

Les marchés de matières premières

En 2014, les principaux indices de prix des matières premières ont diminué de manière importante, en réponse à un ralentissement non anticipé de la demande mondiale au deuxième semestre mais aussi à

Graphique 5 - Évolution des rendements des titres souverains à 10 ans face au Bund (en %)



Source : Bloomberg.

¹⁵ « *Targeted longer-term refinancing operations* », opérations ciblées de refinancement à plus long terme.

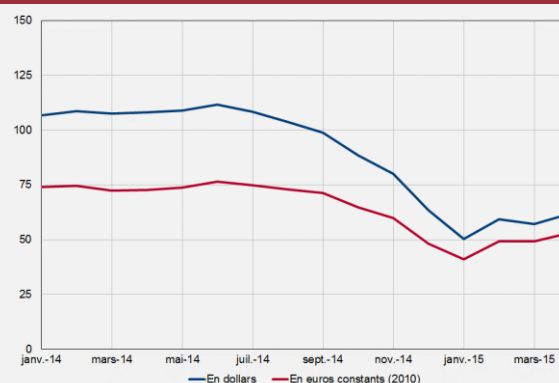
¹⁶ Le taux de change effectif d'une zone monétaire est une mesure synthétique des taux de change avec ses différents partenaires commerciaux et concurrents. Le taux de change effectif nominal (TCEN) est calculé à partir des parités nominales, tandis que le taux de change effectif réel (TCER) tient compte des indices de prix et de leurs évolutions.

¹⁷ L'indice européen des valeurs bancaires est dérivé de l'Eurostoxx 600 (+5,1 % sur l'année 2014).

des facteurs d'offre. En particulier, les prix du pétrole brut Brent ont chuté de 43 % entre juin et décembre 2014, pour atteindre \$55,8 le baril au 31 décembre. Cependant, en moyenne annuelle sur 2014, la baisse du Brent n'a été que de 9 % car les prix du pétrole sont restés relativement stables au cours du premier semestre et proches de la moyenne de l'année précédente, qui était de \$108,9 le baril. À la fin du mois de juin, le prix du baril de Brent a atteint son niveau le plus élevé de l'année avant d'entamer un profond recul au cours du second semestre qui s'explique par une combinaison de facteurs ayant trait à la fois à la demande et à l'offre.

Les estimations du FMI concluent que la chute du prix du pétrole devrait se traduire par un effet globalement positif sur la croissance mondiale en 2015 (entre 0,3 et 0,7 point de PIB)¹⁸ masquant toutefois des asymétries entre pays, notamment entre pays importateurs et exportateurs de pétrole. Dans les pays importateurs de pétrole à inflation faible et à taux directeurs proches de zéro, la baisse du prix du pétrole pourrait toutefois se traduire par une hausse des taux d'intérêt réels et limiter, au moins à court terme, l'effet positif de prix énergétiques plus bas. Enfin, la baisse du prix du pétrole n'est pas sans conséquence en matière de stabilité financière. Par exemple, dans le cas des économies émergentes, la dépréciation des monnaies des pays importateurs et exportateurs de pétrole par rapport au dollar a conduit à une hausse des vulnérabilités de bilan, impliquant des difficultés de remboursement de leur dette pour certains pays.

Graphique 6 - Cours du Brent en dollars et en euros (moyennes mensuelles)



Source : Bloomberg.

Note : Courbe en euros constants (2010) : prix en valeur réelle, c'est-à-dire corrigé de la variation des prix à la consommation (IPCH France) par rapport à 2010.

¹⁸ Estimation FMI par R. Arezki et O. Blanchard, « Seven question about the recent oil price slump », blog FMI 22/12/2014.

B. Agents non financiers

B.1. Ménages

Le revenu des ménages progresse en 2014, le taux d'épargne reste élevé

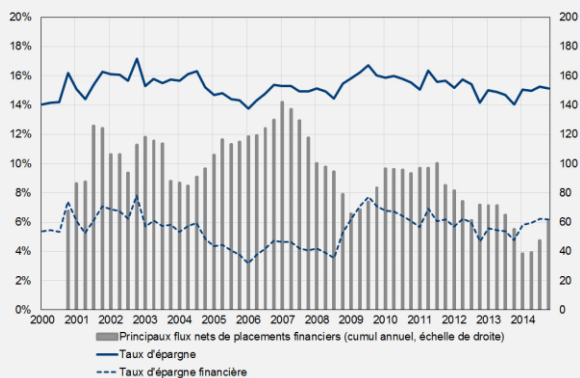
Dans un environnement d'inflation durablement faible (+0,5 % en moyenne annuelle, après +0,9 % sur 2013), le revenu disponible brut des ménages progresse sur l'année 2014 (+1,1 %, après +0,7 % en 2013). Selon les prévisions de l'Insee, le revenu disponible resterait bien orienté au 1^{er} semestre 2015¹⁹.

Le taux d'épargne des ménages²⁰ atteint 15,1 % en 2014, soit un niveau proche de celui constaté sur les vingt dernières années (15,3 % en moyenne entre 1993 et 2014), constitué pour 6,1 % d'épargne financière et pour le reste d'investissements immobiliers (comprenant l'achat de logements neufs, les acquisitions nettes de logements anciens auprès d'autres secteurs institutionnels ainsi que les dépenses de gros entretien du logement). Le taux d'épargne reste nettement supérieur à la moyenne de la zone euro (12,7 % en 2014).

Les flux des principaux placements financiers des ménages se redressent sur la fin d'année 2014 tandis que l'environnement de taux bas a contribué à d'importants mouvements de réallocation

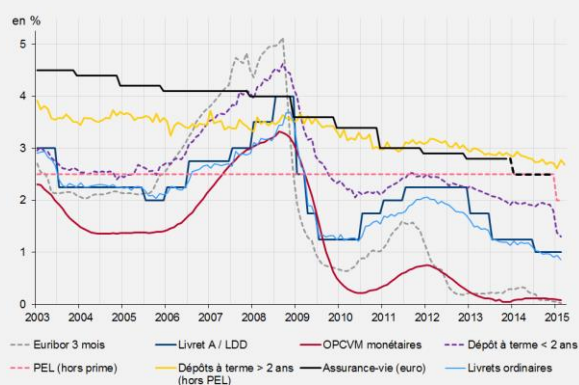
Parallèlement à la relative stabilité du taux d'épargne financière des ménages, les principaux flux nets de placements financiers des ménages enregistrent une baisse assez sensible entre 2012 et 2014. Après un point bas au début de l'année 2014 (+40 Md€ en cumul annuel au 1^{er} trimestre, après près de +55 Md€ à fin 2013, +70 Md€ à fin 2012, contre autour de 95 Md€ sur 2010-2011 et +120 Md€ avant la crise, hors actions non cotées et autres participations), les principaux flux de placements se redressent sur le dernier trimestre de l'année, revenant au-dessus de +60 Md€ en cumul annuel.

Graphique 7 - Taux d'épargne et principaux flux nets de placements financiers des ménages



Sources : Banque de France, Insee. Dernier point : 2014T4.
Champ : principaux flux nets de placement hors actions non cotées et autres participations.

Graphique 8 - Taux créditeurs sur placements des ménages



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2015.

En termes d'allocation, les ménages semblent avoir, depuis le début de la crise, révisé leur choix de portefeuille privilégiant davantage des actifs liquides et peu risqués, dans un contexte de baisse généralisée des taux d'intérêt. Plus spécifiquement, l'avènement d'un environnement de taux très bas début 2013 s'est accompagné d'un rééchelonnement des rendements ainsi que d'une accentuation des caractéristiques spécifiques, notamment fiscales, de chaque produit dans le choix des ménages. La collecte de l'assurance vie et du plan d'épargne logement (PEL) redémarre. La baisse des taux courts particulièrement bas, ainsi que, dans le cas de l'assurance-vie, la confirmation de la stabilité du cadre fiscal, contribuent à rétablir l'attractivité relative de ces deux placements de long terme, tandis qu'il

¹⁹ Le revenu disponible représente la part du revenu qui reste à la disposition du ménage pour consommer et épargner après déduction des prélèvements sociaux et des impôts.

²⁰ Le taux d'épargne est le rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut. Définitions et données issues du Compte de revenu des ménages, base 2010, INSEE. Données Eurostat pour la zone euro.

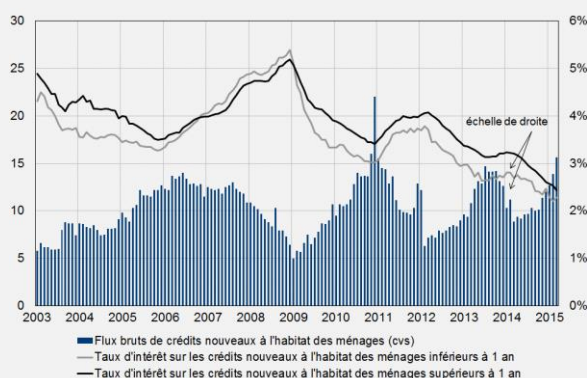
pèse, au contraire, sur la collecte des livrets. L'encours des dépôts à vue gonfle, la baisse des taux courts tendant à réduire leur coût de détention non rémunéré.

La progression de l'endettement des ménages reste modérée pour la 3^e année consécutive

Après un fort dynamisme en 2013 (+151 Md€ en cumul annuel), la production brute de crédits nouveaux à l'habitat des ménages a ralenti sur l'année 2014 (+122 Md€), tout en restant au-dessus des points bas de 2009 et 2012, et se réoriente à la hausse depuis la fin d'année 2014. Dans un contexte de taux historiquement bas, les opérations de rachats de crédits, qui avaient quelque peu ralenti sur les neuf premiers mois de 2014 après avoir représenté un peu plus de 18 % de la production en moyenne sur 2013, enregistrent de nouveau un fort dynamisme : le montant des rachats de crédits externes a ainsi atteint un montant sans précédent de 4,1 milliards d'euros au mois de mars 2015 et ces derniers représentaient à la même date près de 32 % de la production totale de crédits à l'habitat ; de façon analogue, les renégociations concernent une part sans précédent des encours de certaines banques.

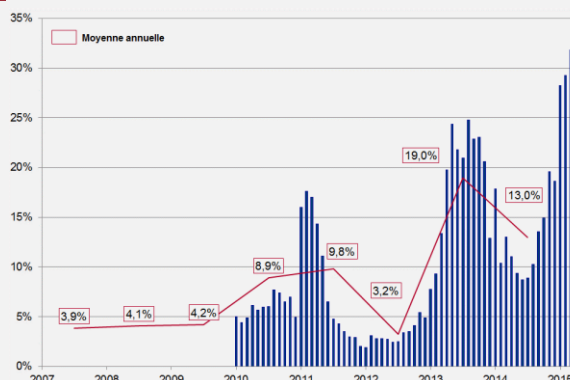
Les encours de crédit immobilier aux ménages poursuivent leur progression en 2014 à un rythme annuel toujours supérieur à celui observé dans les autres grands pays de la zone euro mais en net ralentissement depuis la mi-2011 (+2,2 % en rythme annuel à fin 2014, contre +8,7 % à mi-2011 et +12,3 % en moyenne de 2003 à 2008), dans un contexte de ralentissement du marché immobilier résidentiel.

Graphique 9 - Production de crédit (y. c. rachats renégociations, en Md€) et taux d'intérêt



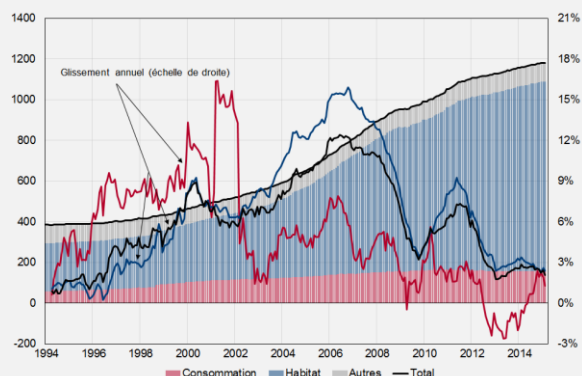
Source : Banque de France. Dernier point : mars 2015.

Graphique 10 - Part des rachats de crédit externe dans la production



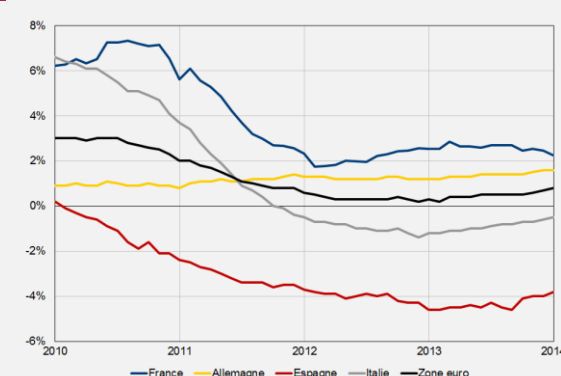
Source : ACPR, enquête annuelle sur le financement de l'habitat (moyenne) et suivi de la production de crédits à l'habitat. Dernier point : mars 2015.

Graphique 11 - Encours de crédits aux ménages (en Md€)



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2015.

Graphique 12 - Taux de croissance annuelle des crédits à l'habitat en comparaison européenne



Sources : Banque de France et BCE, calculs Banque de France.
Note : crédits aux ménages corrigés de la titrisation
Dernier point : décembre 2014.

Parallèlement, l'évolution du crédit à la consommation reste modérée depuis son repli entamé à l'été 2011, l'encours de crédits de trésorerie des ménages oscillant autour de 157 Md€ (contre 162 Md€ en juin 2010), malgré la baisse des taux pratiqués sur les crédits nouveaux (-170 points de base environ entre février 2012 et 2015). La croissance des crédits de trésorerie aux ménages a subi une conjoncture économique peu favorable, dans un contexte de mise en œuvre de la Loi Crédit Consommation (LCC), qui a notamment conduit à un meilleur encadrement du processus d'octroi et à une substitution des prêts personnels aux crédits renouvelables. Un regain de dynamisme est cependant observé sur la période récente, avec une accélération des encours en rythme annuel sur la seconde moitié d'année 2014 (+2,2 % en glissement annuel à fin 2014, contre -2,0 % à fin 2013).

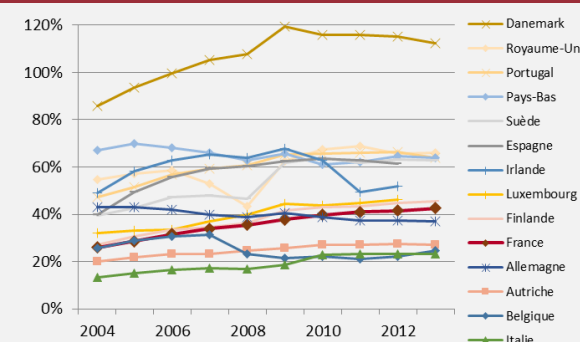
Au total, les flux d'emprunts des ménages se réduisent en 2014 (+20,3 Md€, +21,2 Md€ en 2013, +24,9 Md€ en 2012, contre +54,8 Md€ en 2011 et +85,3 Md€ en 2007, cvs) si bien que le niveau d'endettement rapporté au revenu disponible brut s'est stabilisé depuis mi-2013 juste en deçà de 85 %. L'environnement inédit de taux bas a significativement contribué à alléger la charge d'intérêt des nouveaux emprunteurs ainsi que celle d'une partie des emprunteurs existants à travers les opérations de rachats et de renégociations, et n'a donc pas donné lieu à un arbitrage en faveur de l'endettement. Le recours à un effet de levier plus important, essentiellement dans une optique patrimoniale, a été faible et contenu à certaines catégories d'emprunteurs aisés²¹.

Dans l'ensemble, les ménages français présentent une situation patrimoniale solide

Le patrimoine agrégé brut des ménages français s'élève à 11 769 Md€ à fin 2013. Il est composé à 56 % d'immobilier, à 39 % d'actifs financiers et pour le reste (5 %) principalement de biens professionnels. En termes de seule richesse financière, la situation des ménages français apparaît structurellement solide, avec un patrimoine net financier ramené au revenu disponible légèrement supérieur à la moyenne de la zone euro (ratio de 2,3 pour la France et 2,1 pour la zone euro au 4^e trimestre 2013).

De plus, si l'endettement immobilier des ménages français connaît un niveau historiquement élevé (930 Md€ en 2014), il apparaît globalement soutenable et porté par une population d'emprunteurs saine dans l'ensemble. L'endettement immobilier résidentiel des ménages français, bien que croissant, demeure modéré relativement aux autres pays développés. Les politiques d'octroi de prêts à l'habitat des banques françaises, accordant une place centrale à la solvabilité de l'emprunteur, permettent aussi de limiter la charge de la dette immobilière pour la grande majorité des emprunteurs, même si le constat général recouvre des situations et trajectoires très diverses au sein de cette population.

Graphique 13 - Dette immobilière des ménages en % du revenu disponible brut

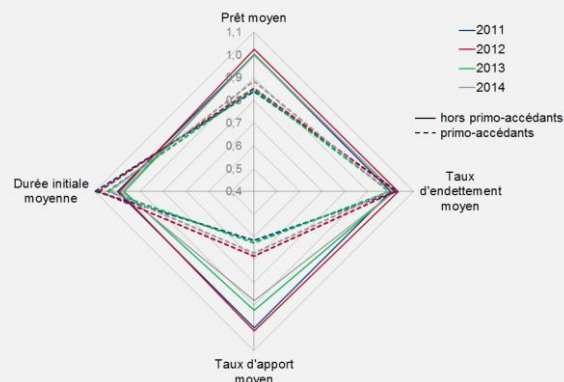


Sources : BCE, Banque de France, Eurostat.

²¹ D'après les données provisoires de l'ACPR sur le financement de l'habitat, le montant moyen d'un prêt à l'habitat a progressé d'un peu moins de 2 % en 2014, le ratio prêt-valeur (*loan-to-value* - LTV) moyen est quant à lui passé de 83,4 % fin 2013 à 82,5 % fin 2014 (mais il est resté quasi stable si l'on exclut les rachats de crédits externes, passant de 81,5 % à 81,3 % sur la même période) alors même que les prix immobiliers reculaient légèrement (-2,1 % en 2012, -1,8 % en 2013 et -2,26 % en 2014 au niveau national, source Insee). À cet égard, les travaux de l'ACPR ont montré que, si le risque de défaut de l'emprunteur était croissant avec la LTV, cette relation n'est plus vérifiée pour des LTV supérieures à 100 % ; les opérations menées au-dessus de ce seuil concernent généralement des clients disposant d'un revenu et/ou d'un patrimoine important, cf. Dietsch M. et C. Welter-Nicol, "Do LTV and DSTI caps make banks more resilient", Débat économique et financier de l'ACPR, n°13, juin 2014.

Sur le seul champ de l'accèsion, les primo-accédants et les accédants déjà propriétaires ont par exemple un taux d'endettement globalement similaire mais présentent un profil d'emprunt bien distinct, les premiers consentant un apport personnel nettement inférieur, s'endettant en moyenne pour un montant plus faible mais sur une durée plus longue que les seconds. Par ailleurs, on observe, depuis deux ans, une tendance à un ajustement progressif des profils de risque de la part des banques avec la normalisation des pratiques d'octroi notamment attachées aux primo-accédants. Les opérations à très longue maturité se sont raréfiées (cf. II-A), les opérations de surfinancement dans la production de prêts leur étant accordés se stabilisent après avoir enregistré un net recul depuis fin 2010²², tandis que le revenu (net) moyen des bénéficiaires de crédits à l'habitat affiche une nette progression depuis 2010, approchant désormais le 6^e décile alors qu'il évoluait plutôt en-dessous du revenu disponible brut médian avant la crise. Enfin, la sinistralité des crédits immobiliers demeure contenue même si elle est de tendance ascendante.

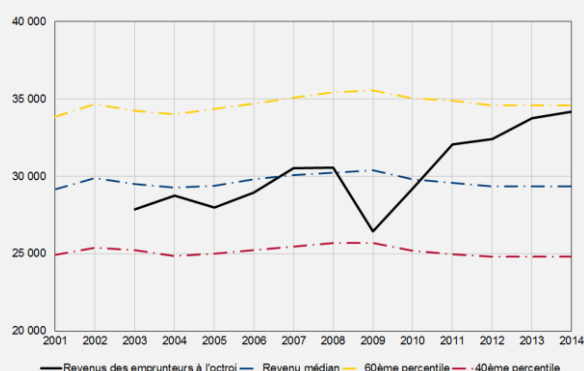
Graphique 14 - Profil moyen d'emprunteur sur la production nouvelle de crédit à l'habitat, résidence principale



Source : ACPR, Suivi mensuel de la production de crédits à l'habitat ; calculs DG Trésor.

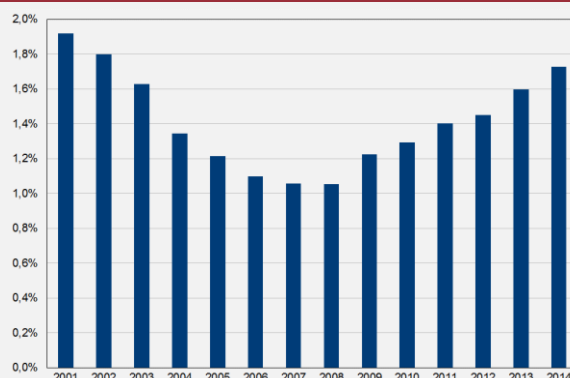
Note : valeurs normalisées à partir du profil des acquéreurs déjà propriétaires en 2011.

Graphique 15 - Estimation du revenu net annuel moyen des bénéficiaires de crédit à l'habitat à l'octroi



Sources : Banque de France, INSEE, ACPR, enquête annuelle sur le financement de l'habitat; calculs ACPR.

Graphique 16 - Poids des encours douteux dans l'encours des crédits à l'habitat aux ménages (en %)



Source : ACPR, enquête annuelle sur le financement de l'habitat.

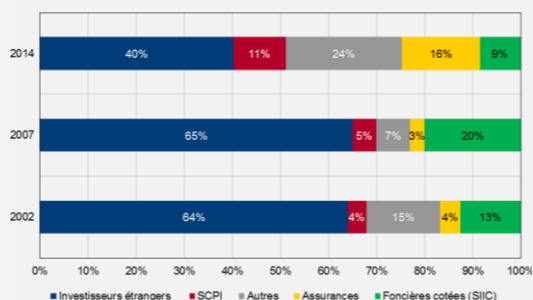
²² Cf. Enquête sur le financement de l'habitat, ACPR.

Le marché de l'immobilier d'entreprise

Un marché caractérisé par une forte hétérogénéité et une « financiarisation » accrue

Le marché de l'immobilier d'entreprise recouvre des biens très différents : bureaux, commerces, immeubles industriels et locaux d'activité, biens de service, avec des biens regroupés dans un même secteur d'activité eux-mêmes très hétérogènes (à titre d'exemple, le secteur des commerces regroupe les boutiques de pied d'immeuble, les hypermarchés ou les centres commerciaux). Il est par ailleurs marqué par la présence d'une diversité d'investisseurs et le rôle important d'acteurs financiers. Le rôle des investisseurs institutionnels s'est accentué au cours des années 2000, du fait notamment de l'incitation croissante des sociétés non financières à externaliser leurs biens immobiliers (mises en application de normes comptables IFRS, instauration de sociétés et

Graphique 17 - Ventilation de l'investissement en immobilier d'entreprise (hors immobilier de service) par type d'investisseur



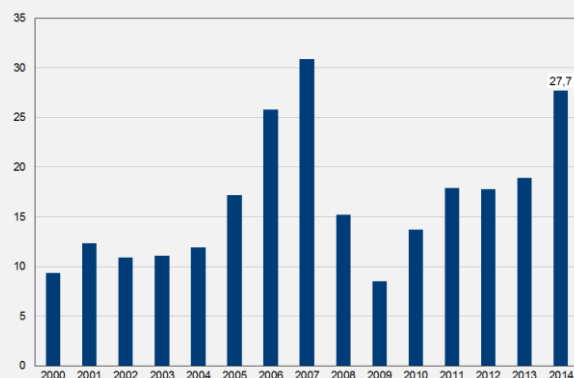
Source : CBRE.

véhicules d'investissement en immobilier (SIIC, OPCII) et du retour d'investisseurs nationaux (sociétés d'assurance, SCPI) sur le marché. Enfin, ce marché est également très hétérogène en termes de répartition géographique, présentant une forte dichotomie entre la capitale et la province : l'Ile-de-France concentre en moyenne plus de 70 % des investissements.

Le marché de l'immobilier d'entreprise en France apparaît relativement dynamique

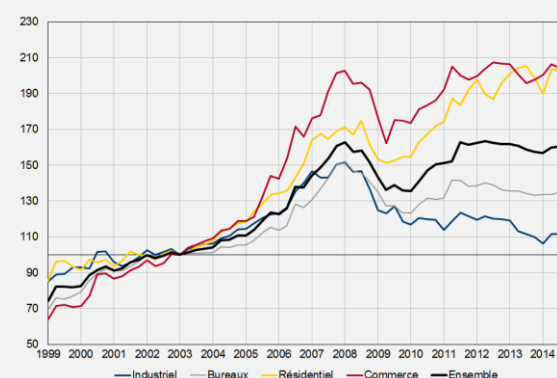
Les prix de l'immobilier d'entreprise français ont fortement augmenté au cours des années 2000 et ils se sont maintenus pendant la crise, contrairement à ceux d'autres pays européens (Espagne, Royaume-Uni). Parallèlement, les volumes d'investissement observés en 2014 affichent un fort dynamisme et contrastent avec l'atonie du marché de la construction. Cette situation s'explique notamment par la bonne tenue des loyers faciaux dans un contexte de baisse des taux obligataires ; les investisseurs ont eu accès à des financements à taux bas leur permettant d'investir sur un marché immobilier présentant des rendements attractifs. Si les valorisations paraissent en ligne avec les fondamentaux, la forte hétérogénéité du marché appelle à faire preuve de prudence quant à l'existence de déséquilibres potentiels sur certains marchés spécifiques (secteurs, zones géographiques).

Graphique 18 - Investissement en immobilier d'entreprise en France couverts par BNP Real Estate (en Md€)



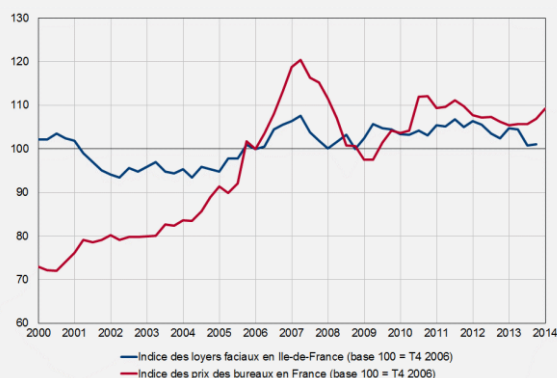
Source : BNP Real Estate.

Graphique 19 - Indice des prix immobilier commercial en France, par secteur d'activité (base 100 = 2003)



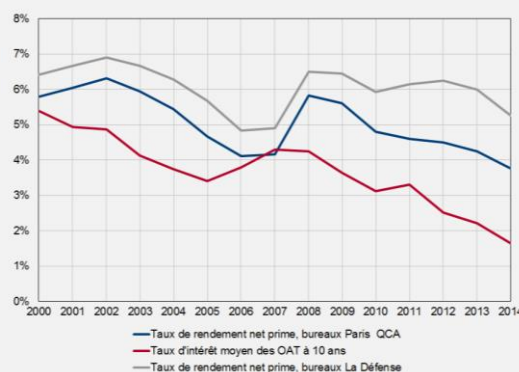
Sources : BCE, Investment Property Database.

Graphique 20 - Indice des prix des bureaux en France (valeurs d'expertise) et des loyers faciaux en Île-de-France (base 100 = T4 2006)



Sources : BCE, IPD, Immostat, CBRE.

Graphique 21 - Taux de rendement net des actifs « prime » des bureaux à Paris et La Défense et taux d'intérêt annuel moyen des OAT 10 ans



Sources : BCE, IPD, Immostat, CBRE.

À ce stade, les risques pour la stabilité financière semblent contenus

Les expositions des principales banques françaises sur les professionnels de l'immobilier (en France et à l'étranger) sont stables depuis 2010 autour de 180 Md€, tandis que les encours restent concentrés sur les investisseurs et sociétés foncières (regroupant près de 45 % des encours) et, d'un point de vue géographique, sur les résidents (pour plus de deux tiers) selon l'enquête de l'ACPR sur les professionnels de l'immobilier. En augmentation de 2004 à 2010, les encours déclarés « grands risques »²³ liés aux professionnels de l'immobilier se sont stabilisés entre 2010 et 2013, et ne constituent par ailleurs que 5 % des grands risques *corporate* à fin 2013²⁴. En ce qui concerne la qualité des expositions bancaires, les taux d'encours douteux s'est de nouveau réduit en 2014 alors que le taux de provisionnement s'est stabilisé autour de 37 %, à son plus haut niveau depuis 2008. Enfin, la revue du portefeuille « *Commercial Real Estate* » des banques françaises dans le cadre de la revue des actifs de la BCE (AQR) n'a pas mis en évidence de sous-évaluation manifeste du risque sur les expositions « France ».

Les compagnies d'assurance françaises sont de plus en plus directement exposées au marché de l'immobilier dans son ensemble et les investissements immobiliers comptent pour une part importante des plus-values latentes des assureurs. Cependant, selon des tests de résilience réalisés par l'ACPR (janvier 2013), l'impact d'une baisse de 25 % des prix de l'immobilier sur les ratios de solvabilité resterait limité.

La connaissance et la surveillance du marché immobilier d'entreprise doivent être approfondies

L'examen du marché de l'immobilier d'entreprise fait ressortir un besoin d'informations supplémentaires. Les données disponibles, principalement fournies par des opérateurs privés, n'offrent qu'une couverture limitée à certains segments de marché et ne permettent pas, à l'heure actuelle, de dresser une cartographie précise du parc existant ni de mener une analyse conjoncturelle sur l'ensemble du marché. Des discussions ont ainsi été engagées avec les différents acteurs en charge de la production de données afin d'identifier les travaux en cours et les pistes d'amélioration envisageables dans ce domaine. Ainsi, l'enquête de l'ACPR sur le financement des professionnels de l'immobilier sera enrichie à compter de juin 2015. Par ailleurs, la collecte d'information auprès des sociétés d'assurance devrait évoluer pour permettre une collecte des données sur les expositions du secteur plus fine.

²³ Un « grand risque » est un risque sur un client, ou un groupe de clients, qui excède 10 % des fonds propres de l'établissement prêteur. La somme des grands risques ne peut pas dépasser huit fois les fonds propres et aucun grand risque ne peut excéder 25 % des fonds propres de l'établissement prêteur. Ces grands risques sont soumis à des exigences de *reporting* détaillé auprès du superviseur.

²⁴ Source : ACPR, remises sur les Grands Risques.

B.2. Entreprises

Le taux de marge des SNF progresse en 2013, pour la première fois depuis 2010...

Le taux de marge des entreprises non financières (rapport de l'excédent brut d'exploitation -EBE- sur la valeur ajoutée) a entamé un timide rebond en 2013 à 22,7 % contre 21,9 % en 2012 d'après des données collectées et exploitées de la Banque de France²⁵. Il reste néanmoins très largement inférieur à son niveau d'avant crise (26,7 % en 2007). L'amélioration est à mettre au compte d'une hausse de l'EBE (+5,1 % entre 2012 et 2013, après un recul de -8,1 % entre 2011 et 2012) supérieure à celle de la valeur ajoutée.

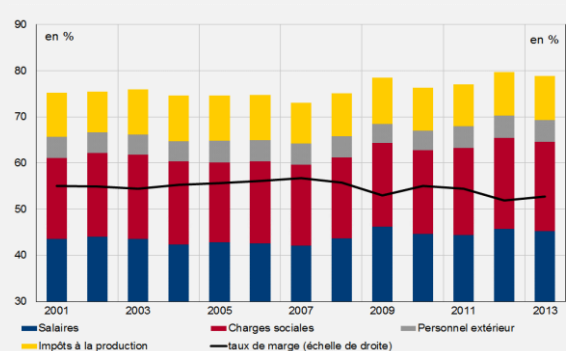
En 2014, selon les données de la comptabilité nationale²⁶, le taux de marge des sociétés non financières s'est maintenu. Malgré le soutien apporté par le CICE, la progression du taux de marge a été pénalisée par la stagnation des gains de productivité et par le dynamisme des salaires réels, en raison notamment de la surprise à la baisse sur l'inflation.

...ce qui entraîne une reprise du taux d'autofinancement et du taux d'épargne, notamment pour les PME

La rentabilité financière nette des entreprises²⁷ rebondit nettement en 2013 (+5,9 % après +4,4 %) en lien avec une hausse importante de la capacité nette d'autofinancement (+20,4 % après -20,9 %) après deux années de repli. L'évolution ventilée par taille d'entreprise est cependant contrastée : la rentabilité financière augmente pour les PME (8 % à 9,3 %) et les grandes entreprises (3 % à 5,5 %), alors qu'elle continue de diminuer pour les ETI (4,7 % après 5,2 % en 2012 et +8,5 % en 2011). Dans ce contexte, en se limitant aux entreprises qui investissent, le taux d'autofinancement (autofinancement / investissements) repart à la hausse en 2013 (+72,4 % contre +66,3 % en 2012). Par ailleurs, le taux d'épargne se stabilise pour l'ensemble des entreprises (+14,2 %), mais accélère pour les PME et ETI, respectivement de 11,5 % à 13,2 % et de 13,8 % à 14,5 %.

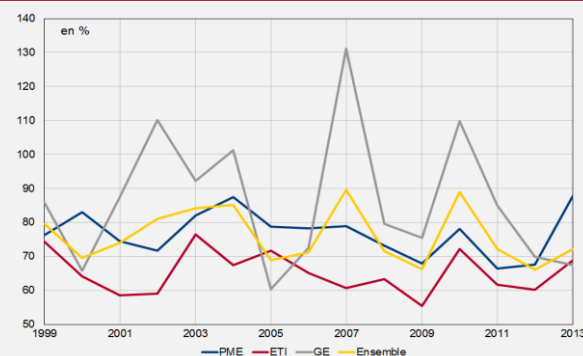
Pour 2014, les données de la comptabilité nationale signalent un investissement des sociétés non financières plus dynamique en 2014 qu'en 2013 (+ 1,7 % après + 1,2 %). La progression de l'épargne étant plus forte, le taux d'autofinancement progresse, pour la deuxième année consécutive.

Graphique 22 - Taux de marge des entreprises



Source : Banque de France (données FIBEN).
Dernier point : 2013.

Graphique 23 - Évolution du taux d'autofinancement



Source : Banque de France (données FIBEN).
Dernier point : 2013.

²⁵ Données de bilan des entreprises françaises recensées dans la base FIBEN, soit environ 250 000 bilans, qui permettent d'actualiser l'appréciation de la situation financière des PME-ETI à fin 2013.

²⁶ Une analyse comparative des données de comptabilité d'entreprises (données FIBEN) et de comptabilité nationale (données INSEE) fait apparaître certaines différences conceptuelles. Le calcul du taux de marge fait intervenir un excédent brut d'exploitation (EBE) au numérateur et une valeur ajoutée (VA) au dénominateur. Or, la VA et l'EBE issus de la statistique d'entreprises sont rehaussés par les estimations faites par les comptables nationaux de l'activité dissimulée par certaines entreprises afin d'obtenir une estimation plus juste du niveau exact de l'activité, ce qui accroît mécaniquement le taux de marge. Par ailleurs, certains retraitements peuvent également affecter les évolutions (cf. rapport l'Observatoire du financement des entreprises, portant sur la situation économique et financière des PME – janvier 2014).

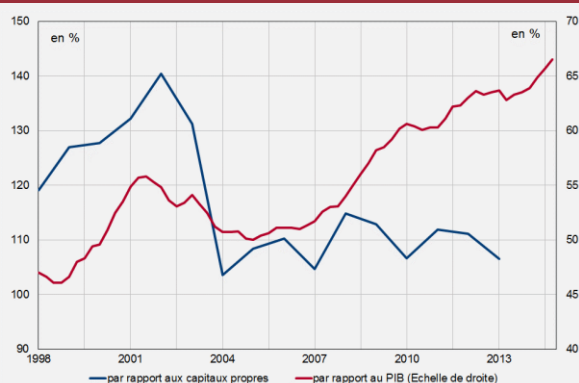
²⁷ La rentabilité financière nette est égale à la capacité d'autofinancement nette rapportée aux capitaux propres.

Mesuré par rapport à la valeur ajoutée, le taux d'endettement accélère sur la période récente

L'endettement des sociétés non financières a accéléré en 2014 (encours de 1 354 Md€ fin décembre 2014, en hausse de +5,1 % en glissement annuel après +1,7 % fin 2013). Porté par une hausse de l'endettement bancaire et plus récemment obligataire des entreprises, il s'établit autour de 65 % du PIB en 2014.

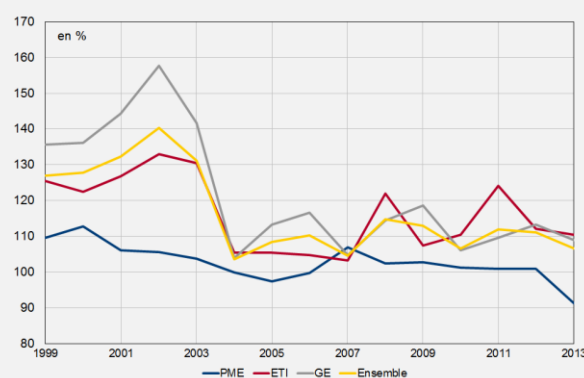
Cette hausse de l'endettement ne s'est cependant pas accompagnée d'une augmentation du levier (endettement financier / capitaux propres). Ainsi, en 2013, pour la 2^e année consécutive, le taux d'endettement recule (baisse cumulée de cinq points sur deux ans) pour atteindre 107 % des capitaux propres. Ce mouvement est généralisé, mais il est plus marqué pour les PME (taux d'endettement à 91 % des capitaux propres, en baisse de 10 points par rapport à 2012).

Graphique 24 - Taux d'endettement mesuré par rapport au PIB et aux capitaux propres



Source : Banque de France. Dernier point : 2013 (données FIBEN), 2014 T3 (comptes financiers trimestriels).

Graphique 25 - Taux d'endettement par taille d'entreprise (en pourcentage des capitaux propres)

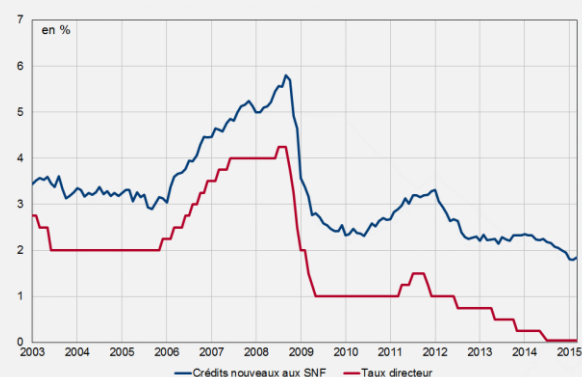


Source : Banque de France (données FIBEN). Dernier point : 2013.

Porté par la faiblesse des taux d'intérêt, le coût de financement des entreprises s'allège et compense le dynamisme de l'endettement

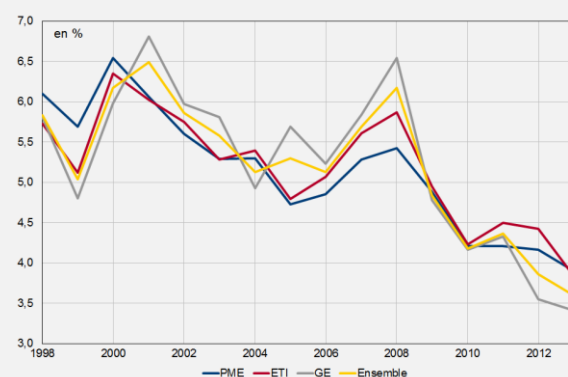
En 2014, les taux pratiqués sur les crédits aux SNF atteignent des niveaux historiquement bas (2,0 % en moyenne à fin décembre 2014, en baisse de -55 bps par rapport à janvier 2014). Cette tendance s'observe pour toutes les tailles d'entreprises et compense le dynamisme de l'endettement, permettant une baisse continue du coût de l'endettement (charges financières sur endettement financier, cf partie III-A). Ainsi, sur la période la plus récente, le coût de l'endettement s'allège pour l'ensemble des entreprises, mais plus particulièrement pour les PME et les ETI.

Graphique 26 - Taux moyen des crédits nouveaux aux SNF



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2015.

Graphique 27 - Coût de l'endettement



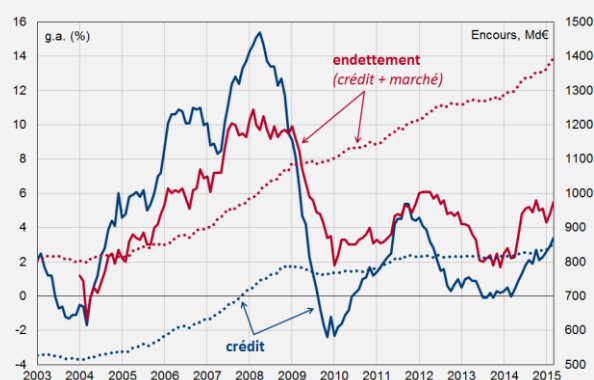
Source : Banque de France (données FIBEN). Dernier point : 2013.

De façon plus spécifique, les encours de crédits aux SNF accélèrent en 2014, en particulier les crédits de trésorerie

En 2014, dans le contexte d'une reprise économique progressive et des mécanismes du TLTRO, la distribution du crédit s'est avérée plus dynamique qu'en 2013 (encours de 838 Md€ fin 2014, croissance +2,2 % contre +0,2 % fin 2013). L'accélération a surtout porté sur les crédits de trésorerie, qui ont retrouvé une croissance positive en 2014 (+1,7 % fin 2014 contre -4,9 % fin 2013), tandis que l'évolution des crédits d'investissement s'est renforcée, passant de 2,0 % en 2013 à 2,4 %.

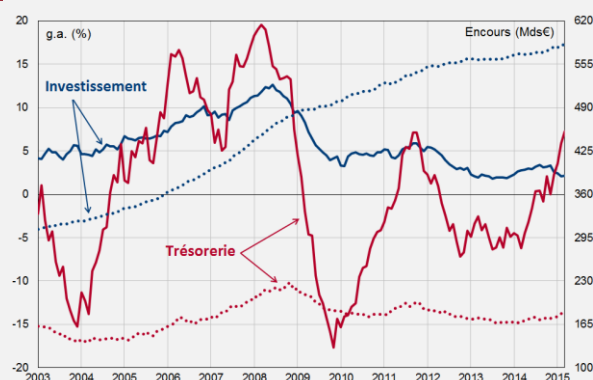
Dans l'ensemble, ces évolutions traduisent un accès au crédit favorable. En particulier, les demandes de crédit d'investissement et de trésorerie restent résilientes, tandis que leur taux d'obtention s'améliore depuis un an, notamment pour ce qui concerne les crédits de trésorerie²⁸. Au total, la France s'est ainsi distinguée d'autres grandes économies de la zone euro, qui ont subi une contraction du crédit des SNF, notamment l'Espagne (-6,7 % en 2014 après -10,1 %) et l'Italie (-2,2 % après -5,4 %).

Graphique 28 - Crédit et endettement des SNF



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2015
Note de lecture : données d'encours en pointillés (échelle de droite).

Graphique 29 - Crédits aux SNF par type de crédit

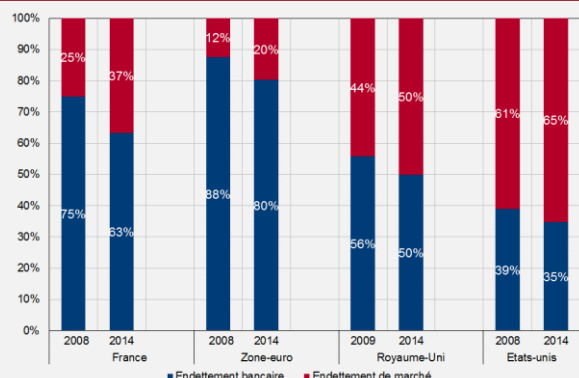


Source : Banque de France. Dernier point : mars 2015
Note de lecture : données d'encours en pointillés (échelle de droite).

Parallèlement, l'endettement de marché a été dynamique en 2014 (encours de 518 Md€ fin 2014). L'encours des titres de créance émis par les SNF a augmenté de 10,9 % en 2014, après 4,5 % en 2013 et 13,0 % en 2012. Ces évolutions surviennent suite à plusieurs initiatives (développement des placements privés notamment, cf. partie III-A), qui ont permis une hausse des émissions des ETI, confortant ainsi la diversification des sources de financements observable en France depuis 2008. Toutefois, sous l'effet de la pression concurrentielle et la baisse des coûts des ressources et des contraintes sur les bilans bancaires, les crédits accordés aux GE et des ETI ont accéléré en 2014. La substitution entre crédits et financements de marché, qui avait caractérisé l'évolution de la structure de l'endettement en 2013, semble ainsi avoir ralenti.

²⁸ L'enquête trimestrielle de la Banque de France, reposant sur un échantillon de plus de 30 000 PME, fait ressortir un accès au crédit de trésorerie en nette amélioration en 2014. Cette évolution efface notamment la dégradation observée fin 2013 et début 2014 (au 4^e trim. 2014, 79 % des PME ont obtenu la totalité du montant demandé ou au moins 75 % contre 68 % au 4^e trim. 2013). L'accès au crédit d'investissement reste par ailleurs très satisfaisant : 93 % des demandes sont largement satisfaites (après 92 % au trim. précédent).

Graphique 30 - Évolution de l'endettement des SNF en France et en comparaison internationale



Sources : BCE, Bank of England, Federal Reserve.

Graphique 31 - Financement des GE et des ETI (flux cumulés sur 12 mois)



Source : Banque de France. Dernier point : mars 2015.

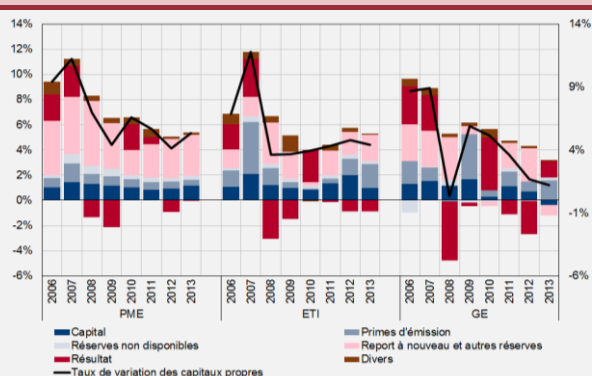
Maillon essentiel du financement des entreprises en croissance, le financement en fonds propres, notamment externe, bénéficie d'un redressement confirmé en 2014

Le financement en fonds propres continue à se redresser pour l'ensemble des entreprises en 2013, mais à rythme ralenti (+2,6 % en 2013 après +2,8 % en 2012 et 4 % en 2011). Cette évolution masque d'importantes divergences : la croissance annuelle apparaît en effet plus dynamique pour les PME (+5,6 % après -0,6 %) que pour les ETI (+1,2 % après +8 %) et les GE (+1,5 % après +1,7 %). Pour les PME et ETI, la mise en réserve et le report à nouveau jouent un rôle plus important dans le renforcement des capitaux propres que le résultat. Cette pratique, déjà observée avant la crise, avait permis une forte résilience des fonds propres.

Par ailleurs, l'activité de capital investissement se redresse depuis 2013, retrouvant des niveaux de collecte proches de ceux d'avant-crise. Les chiffres de l'AFIC²⁹ montrent en effet que la collecte de fonds par des sociétés de gestion françaises de capital-investissement a de nouveau progressé, atteignant 10,1 Md€ pour 2014, après 8,2 Md€ en 2013 et 5 Md€ en 2012. Ce dynamisme s'explique tant par le retour d'investisseurs étrangers que par un soutien public croissant depuis plusieurs années.

Dans le sillage de la hausse des levées de fonds, les investissements ont affiché une forte progression en 2014, à 8,7 Md€ (+35 % par rapport à 2013), soit un niveau qui n'avait plus été observé depuis 2011. La hausse est notamment significative dans les activités de capital développement (+43 %) et de capital transmission (+43 %), alors que les montants investis en capital innovation ont été stables (-2 %).

Graphique 32 - Évolution des capitaux propres



Source : Banque de France (FIBEN). Dernier point : 2013.
Note : Divers recouvrent les subventions d'investissement, les provisions réglementées et les écarts de réévaluation.

Graphique 33 - Évolution des investissements dans l'activité de capital investissement



Source : AFIC. Dernier point : 2014.

²⁹ Association française des investisseurs pour la croissance

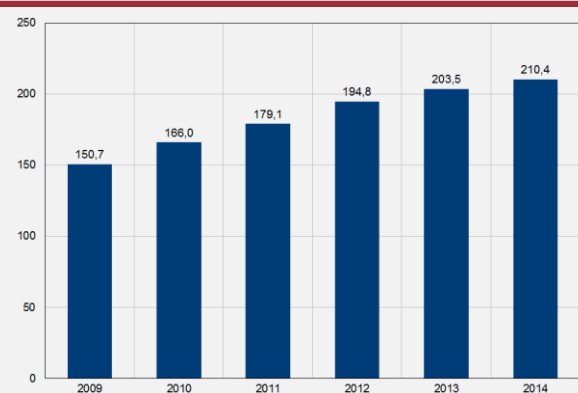
C. Agents financiers

C.1. Banques

Les banques françaises ont poursuivi l'augmentation de leurs fonds propres...

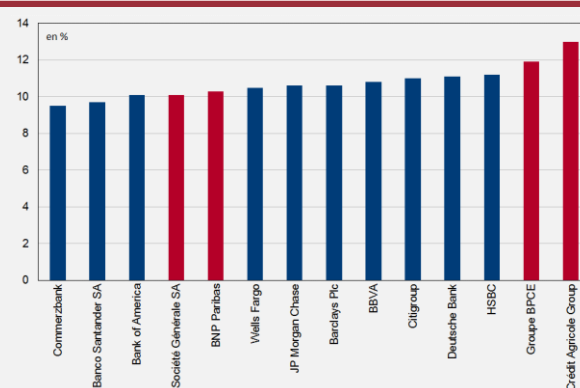
En 2014, les banques françaises ont poursuivi l'augmentation de leurs fonds propres. En amont de l'entrée en vigueur des exigences de capital de Bâle 3, les principales banques françaises vérifient déjà l'exigence de ratio CET1 de 9 %, avec des ratios de solvabilité Bâle 3 *fully loaded* compris entre 10 et 13 % fin décembre 2014 pour les principales banques françaises. Cette hausse est principalement due à une augmentation des fonds propres, et dans une moindre mesure à une baisse des emplois pondérés. Le positionnement des banques françaises reste favorable en comparaison internationale, leur ratio *Core Tier 1* moyen étant supérieur à la médiane des banques européennes en 2013.

Graphique 34 - Évolution des fonds propres CET1 des principales banques françaises (en Md€)



Source : SNL Financial, chiffres pour les quatre principaux groupes bancaires français (BNPP, SG, GCA, BPCE)

Graphique 35 - Ratio de solvabilité (CET1, Bâle 3 complet)



Source : publications officielles et communiqués de presse des banques, au 31 mars 2015.

Les banques françaises ont également amélioré leur ratio de levier, et se situent à cet égard au même niveau que leurs principales concurrentes européennes (entre 3,5 et 5 % pour les quatre principales banques françaises). Le ratio de levier des banques françaises, comme celui des banques européennes, apparaît plus faible que celui des banques américaines, mais cela est en partie dû à des différences de règles comptables³⁰ et reflète des différences structurelles de financement de l'économie³¹. Les priorités affichées par leurs plans stratégiques respectifs à horizon 2016 et 2017 sont le développement de leurs cœurs de métier, le renforcement des synergies au sein des groupes et la poursuite de la consolidation de leur bilan. L'expansion de la taille des bilans intervenue au cours de la décennie 2000 notamment suite aux opérations d'acquisition de filiales à l'étranger apparaît peu probable.

... et amélioré leur situation de liquidité

La crise a révélé certaines fragilités structurelles du secteur financier français, en particulier la dépendance des banques françaises au refinancement de marché notamment à court-terme et en dollars. La dépendance au refinancement de marché s'est accrue avant la crise en raison du dynamisme des crédits, notamment le crédit immobilier, tandis que les compétences des banques françaises dans

³⁰ Les règles comptables aux États-Unis (US GAAP) autorisent beaucoup plus largement les compensations entre postes d'actif et de passif que les règles européennes (IFRS), permettant aux banques américaines d'afficher des totaux de bilans plus faibles que leurs concurrentes européennes.

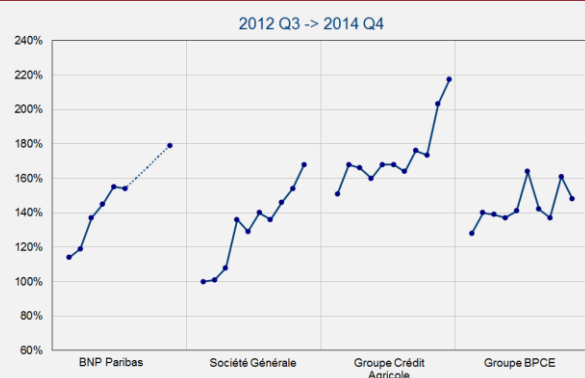
³¹ La part du financement désintermédié est bien plus importante aux États-Unis qu'en Europe. De plus, les agences gouvernementales (Fannie Mae, Freddy Mac...) permettent aux banques américaines de titriser une part importante de leurs crédits, et donc d'alléger leurs bilans.

certaines activités de financement généralement réalisées en dollar (financement de projet par exemple) les avaient conduites à développer ces activités sans nécessairement disposer d'un passif stable en dollar.

Les banques françaises ont entrepris de limiter leur recours aux marchés *wholesale* de court terme en dollars, en réduisant la taille de leur bilan (*deleveraging*) via une diminution des activités non stratégiques et en favorisant l'allongement des maturités de leur passif. Enfin, elles ont commencé à réduire leur ratio de prêts sur dépôts tout en maintenant une progression des encours de crédit, en intensifiant leurs efforts de collecte de dépôts (notamment auprès des entreprises).

Le ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR), qui a pour objectif de favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité, est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2015. L'exigence minimale est actuellement fixée à 60 % et évoluera annuellement pour atteindre 100 % au 1^{er} janvier 2019. Les principales banques françaises vérifiaient d'ores et déjà cette exigence de 100 % fin décembre 2014 (ratio compris entre 100 et 120 %).

Graphique 36 - Actifs liquides (en % de la dette de court terme)



Sources : publications officielles et communiqués de presse des banques.

Graphique 37 - Ratio prêts sur dépôts de la banque de détail

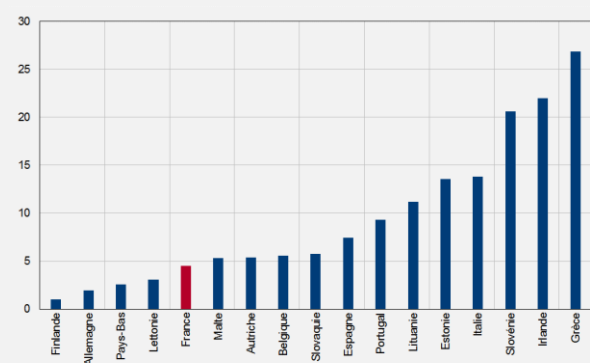


Source : Banque de France, dernier point mars 2015.

Le bilan des banques françaises reste de bonne qualité

La qualité des actifs bancaires est restée stable en France depuis la crise. Après avoir connu une hausse en 2008-2009, le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux entreprises non financières s'est stabilisé autour de 2 %. Le taux net d'encours dépréciés sur les crédits aux ménages connaît lui une lente progression tendancielle : il est aujourd'hui de 1,7 %, après avoir baissé jusqu'à 1,1 % pré-crise. Ce taux d'encours dépréciés est faible en comparaison européenne.

L'évaluation complète des banques et les stress tests conduits en amont de l'entrée en vigueur du mécanisme de supervision unique ont permis une véritable comparabilité de la situation des banques européennes. Ils ont confirmé l'appréciation positive de la qualité du bilan des banques françaises et démontré la résilience des banques françaises dans un scénario de crise économique. En France, 13 groupes bancaires, représentant plus de 95 % des actifs du système bancaire français ont été concernés par cet exercice. L'évaluation des actifs a fait ressortir un impact parmi les plus faibles des banques de la zone euro (-0,2 pt, contre -0,4 pt en moyenne pour l'ensemble des banques concernées) sur le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 « *common equity tier 1* – CET1 » des banques françaises au 31 décembre 2013. Par ailleurs, dans le scénario le plus défavorable (adverse), les banques françaises se comparent très favorablement avec leurs pairs européens : l'impact moyen est de 231 points de base à l'horizon de fin 2016. En tenant compte des deux impacts (évaluation des bilans et stress adverse), les banques françaises afficheraient un ratio CET1 agrégé de 9 % à fin 2016 (contre 8,5 % en moyenne pour l'ensemble des banques européennes), soit un niveau très supérieur au seuil de 5,5 % retenu pour exiger des plans de recapitalisation.

Graphique 38 - Taux d'encours dépréciés (en % des crédits)

Source : BCE, juin 2014.

Graphique 39 - Taux net de créances douteuses

Source : Banque de France.

L'amélioration de la rentabilité du secteur est un des principaux défis des années à venir

La rentabilité des banques françaises, tout comme celle de leurs homologues européennes, est affectée par la situation conjoncturelle et le nouvel environnement réglementaire. L'environnement macrofinancier, marqué d'une part par des taux bas et l'aplatissement de la courbe des taux qui pèsent sur les marges de transformation, et d'autre part par une demande de crédit certes plus dynamique en France que dans d'autres économies européennes mais qui reste néanmoins encore relativement atone, pèse sur la rentabilité de l'activité bancaire. Des facteurs plus structurels, notamment la concurrence domestique, le renforcement des exigences prudentielles et des coûts de fonctionnement encore élevés en dépit des efforts entrepris, peuvent aussi expliquer la faiblesse de la rentabilité.

Le rendement des fonds propres des principales banques françaises s'est établi à 4,5 % (6,2 % hors éléments exceptionnels) en 2014 contre 4,9 % pour les banques européennes et 6,8 % pour les banques américaines. Il reste en deçà du coût du capital estimé des banques (autour de 8 % pour les banques françaises).

Les enjeux de rentabilité affectent particulièrement la banque de détail, malgré la mise en œuvre de plans de réduction des coûts de fonctionnement. La structure du coût des dépôts, très liée au taux du livret A et donc relativement rigide à la baisse, pèse en particulier sur la marge nette d'intérêt. Les coefficients d'exploitation des réseaux français se maintiennent à des niveaux supérieurs à ceux observés en moyenne pour les réseaux des banques américaines ou de la zone euro. Dans ce contexte, la poursuite des transformations en cours apparaît probable (numérisation, évolution des réseaux, développement des activités d'assurance et de gestion d'actifs).

C.2. Sociétés d'assurance

Des bonnes performances sur l'année 2014...

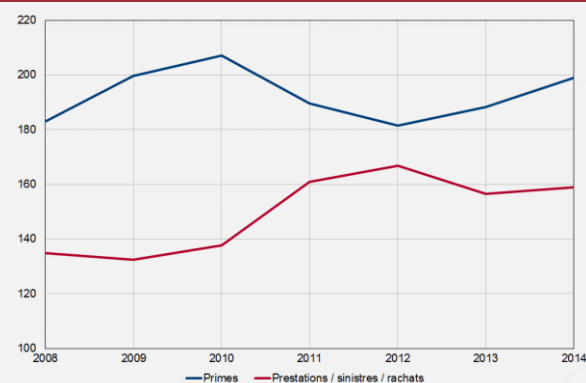
Malgré un environnement macroéconomique difficile (cf. supra), le secteur français de l'assurance a relativement bien traversé l'année 2014 au regard de ses bonnes performances. D'une part, le chiffre d'affaires de l'assurance française a ainsi progressé de 6 % par rapport à l'année précédente, l'ensemble des primes s'établissant ainsi à 199 Md€ en 2014. D'autre part, le montant des prestations, sinistres et rachats est resté stable sur 1 an et s'établit à 159 Md€ en 2014.

L'assurance de personnes a largement contribué à la croissance des primes l'année dernière (+7 % par rapport à 2013 pour atteindre 148 Md€). Cette hausse est principalement tirée par le marché de l'assurance-vie et celle de la capitalisation qui jouissent encore d'une forte attractivité comparativement aux autres supports d'épargne. Les primes sur ces deux segments ont ainsi atteint 128 Md€ en 2014, soit 86 % de l'ensemble assurances de personnes. Avec des prestations et rachats en légère diminution sur un an (-1 %), la collecte nette en assurance-vie continue de se redresser et atteint 21 Md€, niveau qui reste cependant largement en-deçà de ceux de 2010 (51 Md€ de collecte nette). Le segment de la santé et accidents progresse légèrement (+2 % à 20 Md€) mais moins vite que les prestations et rachats (+3 %).

L'assurance non-vie voit ses primes brutes croître modérément (+1,5 %) et atteindre 51 Md€ en 2014. Cette progression est attribuée à un effet prix plus qu'à un effet volume. Cependant, l'année 2014 a été marquée par une dynamique de la sinistralité contrastée suivant les segments de marché : celle-ci a augmenté pour l'automobile et les catastrophes naturelles, notamment du fait d'une fréquence en hausse de sinistres. C'est par contre le phénomène inverse qui s'est produit pour l'assurance habitation.

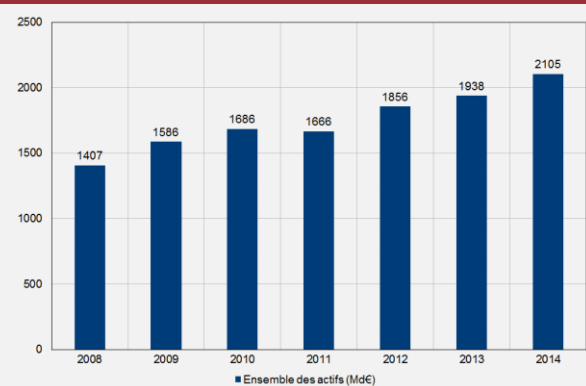
Du côté de leurs placements, les assureurs français voient la valeur de leurs actifs croître fortement en 2014 (+9 %). Les plus-values latentes, notamment obligataires, ont bondi de 68 % sur l'année écoulée. En ce qui concerne la solvabilité du secteur, l'assise de fonds propres des groupes français reste globalement à des niveaux corrects que ce soit avec l'approche en Solvabilité I ou II. Avec pour objectif d'évaluer la résilience des assureurs en anticipation de Solvabilité 2, les stress tests menés par le superviseur européen de l'assurance et des fonds de pension EIOPA ont de plus permis de montrer que la grande majorité des organismes européens (près de 85 %) et en l'occurrence l'ensemble des groupes français participants³² respectaient leurs exigences de capital fin 2014.

Graphique 40 - Primes et prestations versées par les sociétés d'assurance (affaires directes, Md€)



Source : FFSA.

Graphique 41 - Placements des assureurs (Md€)



Source : FFSA (encours en valeur de marché)

... mais des risques et défis significatifs liés à l'environnement de taux bas

L'environnement de taux bas en place depuis plusieurs années continue de représenter un défi significatif pour le secteur de l'assurance, en particulier dans l'assurance-vie (voir III.A). Les assureurs

³² 11 au total, et ce en prenant en compte les mesures du paquet « branches longues ».

français ont poursuivi à travers diverses stratégies leur adaptation à cet environnement qui est prévu pour durer étant donné les perspectives macroéconomiques et d'inflation.

Bien qu'il puisse entraîner dans un premier temps des plus-values sur les portefeuilles historiques d'actifs (cf. supra), le faible niveau des taux d'intérêt observé au cours de ces dernières années contribue néanmoins à la tendance baissière du taux de rendement des placements, mettant sous pression les marges financières des assureurs, sauf ajustement de la rémunération des passifs. La performance moyenne des placements n'a cessé de se dégrader depuis 2007 en perdant presque 2 pts³³. Cette tendance pèse in fine surtout sur les activités classiques des fonds Euros (avec une rémunération servie aux clients en baisse de 0,3 pt par rapport à 2013).

Pour soulager la pression sur les marges financières, le secteur s'est notamment appuyé au cours de l'année sur une diversification de son portefeuille d'activités. Les assureurs français se sont orientés par exemple vers des activités à plus fortes marges comme la santé-prévoyance ou les contrats en unités de compte (UC) en épargne qui permettent en plus aux assureurs de faire porter le risque de taux sur les assurés. La collecte brute en supports unités de compte a significativement progressé par rapport à l'année précédente (+29,7 % à 21,4 Md€ en 2014). Par ailleurs, la répartition des cotisations entre supports euros et supports unités de compte est passée de 86 % / 14 % en 2013 à 83 % / 17 % en 2014.

Du côté du passif des assureurs, la baisse des taux d'intérêt a permis à de nombreux acteurs de renforcer leur niveau de fonds propres en procédant à des émissions de dettes subordonnées à des conditions de taux historiquement favorables. Cependant, l'environnement de taux bas a au final plutôt pesé négativement sur la solvabilité des assureurs. Bien qu'étant favorable au ratio de Solvabilité I via les plus-values latentes, le faible niveau des taux d'intérêt a conduit à la dégradation du ratio Solvabilité 2 pour la plupart des groupes français du fait de la compression des marges financières anticipées pour le futur et la baisse de la capacité d'absorption des pertes par les assurés (nonobstant le caractère pour l'instant purement informatif des ratios communiqués).

Graphique 42 - Rendements moyens de l'assurance vie pour les fonds en euros et des titres souverains français



Sources : AFT, FFSA.

Note : TEC en moyenne annuelle, rendement des fonds net des frais de gestion, avant prélèvements sociaux.

³³ Le rendement des placements est défini par le rapport entre, d'une part, les produits financiers nets de charges financières, et d'autre part, la valeur nette comptable des placements (hors UC). Celui-ci est passé de 5,50 % en 2007 à 3,62 % en 2013 (dernier chiffre connu). Source : ACPR

C.3. Gestion d'actifs

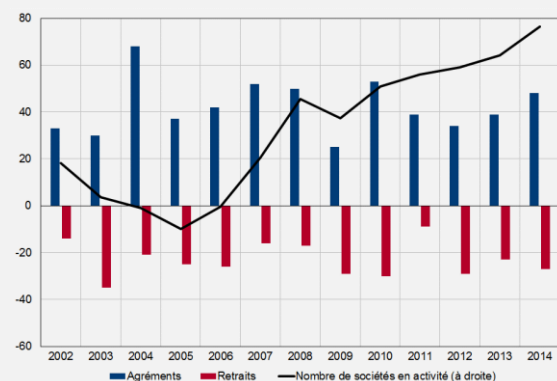
L'industrie française de la gestion d'actifs se redresse en 2014...

L'industrie de la gestion d'actifs a continué de croître en 2014. Le rythme de création brute de sociétés de gestion de portefeuille (SGP) est reparti à la hausse avec 48 agréments délivrés par l'AMF l'année dernière contre 39 en 2013. En 2014, les retraits d'agrément sont stables par rapport à l'année précédente (21 retraits contre 23). Au total, 634 SGP étaient en activité en France fin 2014 (plus haut historique depuis le des années 2000). En parallèle, le secteur a continué de se réorganiser et de se consolider comme en 2013 à la faveur de changements dans la structure de groupes financiers par exemple ou du rapprochement entre plusieurs SGP.

Le dynamisme du secteur se reflète aussi dans les encours totaux sous gestion qui a progressé en 2014. Alors que les actifs gérés par les SGP françaises avaient très légèrement reculé entre 2012 et 2013, ceux-ci progressent de 4,2 % en 2014 pour atteindre 2 971 Md€. Ce rebond est à mettre sur le compte d'une forte contribution de la gestion collective (+6,3 % à 1 527 Md€ en 2014) par rapport à la gestion sous mandat (+2 % à 1 444 Md€).

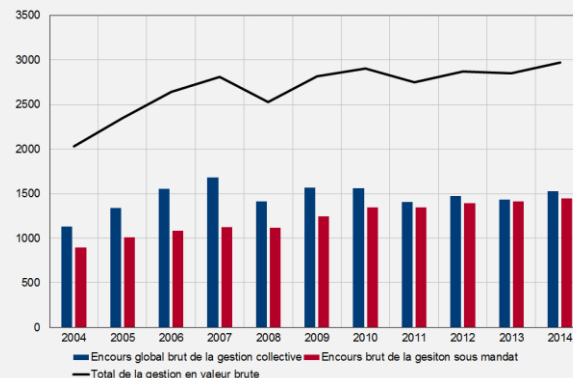
L'encours d'actif brut des organismes de placement collectif (OPC) relevant des directives UCITS IV et AIFM (c'est-à-dire les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) et les fonds d'investissement alternatifs (FIA)³⁴) a progressé de 3,6 % pour atteindre 1 222 Md€ fin 2014. Cette croissance est essentiellement due à l'activité des OPCVM (+6 %) tandis que les FIA ont maintenu leur encours constant après une chute en 2013. L'encours des OPC actions et obligations s'est nettement accru (+8,6 % à 303 Md€ et +13,9 % à 246 Md€ respectivement). Reflétant en partie les allocations opérées par les assureurs, la part des OPC actions dans l'encours agrégé progresse d'1,1 pt pour s'établir à 24,8 % fin 2014 tandis que la part des OPC obligations progresse aussi (+1,8 pts). En ont profité les organismes axés sur les actions françaises, de la zone euro et de l'UE. Cette évolution traduit notamment une croissance des prix d'actifs. À noter que les OPC diversifiés ont également continué leur progression et représentent à présent 25,2 % de l'encours total (+0,9 pt en 2014). Les OPC monétaires et à formule voient par contre leur encours ainsi que leur part dans le secteur diminuer en 2014 (-3 pts et 0,7 pt respectivement).

Graphique 43 - Dynamique de la création des sociétés de gestion depuis 2002



Source : AMF.

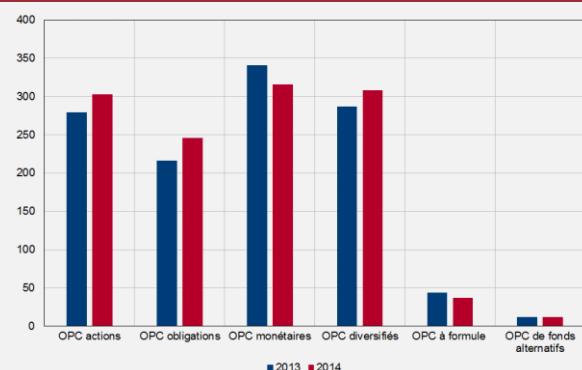
Graphique 44 - Évolution des actifs bruts gérés par les SGP françaises (en direct ou par délégation, en Md€)



Source : AMF.

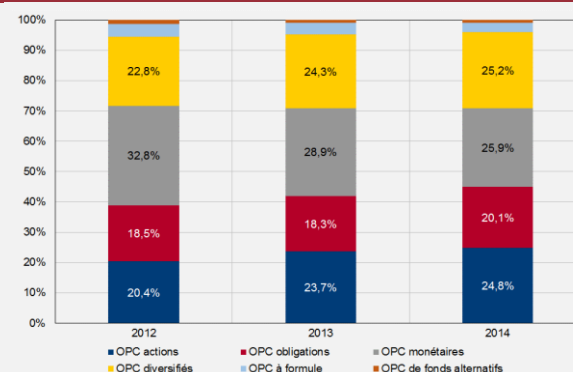
³⁴ Les chiffres dans ce paragraphe sur les FIA incluent les FCPE, les FIA dédiés et non dédiés (hors gestion spécialisée).

Graphique 45 - Évolution des encours des OPC français entre 2013 et 2014 répartis par catégorie (en Md€)



Source : AMF.

Graphique 46 - Évolution de l'allocation des encours d'OPC par type de fonds (% de l'ensemble des encours en fin d'année)



Source : AMF.

... mais la poursuite de l'environnement de taux bas présente des risques auxquels certains acteurs sont particulièrement exposés

Les évolutions récentes constatées au sein de l'industrie masquent en réalité des fragilités localisées concernant certains segments d'activité. Le faible niveau des taux d'intérêt couplé au *search for yield* des investisseurs pourrait entraîner une baisse de leur demande pour ceux des OPC qui ne parviendraient plus à répondre à leurs exigences de rendement. Mais ce phénomène pourrait également pousser les OPC à aller plus loin dans le spectre de duration et de risque de crédit afin de capturer plus de rendement, ce qui pourrait favoriser une augmentation des risques au bilan des fonds. La mise en place des *reporting* trimestriels prévue par la directive AIFM à partir de septembre 2014 permet d'observer les éventuelles déformations de duration et de risque de crédit des portefeuilles gérés en France.

Les OPC monétaires et à formule sont en particulier mis sous pression du fait de la poursuite de l'environnement de taux bas. Avec un taux négatif pour la facilité de dépôt de la BCE et une partie des taux monétaires en territoire négatif (de l'EONIA à l'Euribor 1 mois en 2014), les fonds monétaires de court terme peuvent difficilement fournir des rendements positifs à leurs souscripteurs. En parallèle d'éventuels changements opérés par les assureurs dans leur allocation ainsi que l'arbitrage potentiel avec les dépôts bancaires réalisé par les trésoriers *corporate*, l'environnement de taux bas pourrait contribuer *in fine* à un basculement de la demande des investisseurs vers d'autres classes d'actifs aux rendements plus positifs. Les OPC monétaires apportent toutefois encore une diversification du risque et une duration courte qui peuvent rassurer les investisseurs. Dans le cas des fonds à formule, le nouvel environnement rend les offres de garantie de capital à 100 % ou à des niveaux légèrement inférieurs (80 % ou 90 %) difficilement tenables. Ces fonds présentent ou offrent ainsi de moins en moins de telles garanties, ce qui diminue nettement leur attrait.

Cela se traduit ainsi concrètement par une décollecte importante des deux classes d'OPC qui se poursuit depuis quelques années. Ces derniers ont subi une chute relativement importante de leur encours en 2014 (-7,3 % et -15,9 % respectivement). De plus, la part des monétaires dans l'encours total s'est réduit de 4 pts durant l'année 2014 pour s'établir à 25,9 % (-0,7 pt à 3,0 % pour les fonds à formule). Dans cet agrégat, les OPCVM monétaires de court terme ont affiché une baisse marquée des actifs sous gestion en 2014 (-25,7 %) après une année 2013 tout aussi difficile (-26 %). La situation est similaire chez les FIA où les fonds monétaires de court terme ont vu leur encours d'actifs accélérer leur chute en fondant de 31,2 % au cours de l'année 2014 (-24,9 % en 2013). À noter, les évolutions du côté des fonds monétaires standards sont dans le sens opposé sur l'année écoulée.

Cette décollecte et la possible attrition de ces segments posent question compte tenu de la fonction qu'ils assurent pour les marchés courts en matière de financement de l'économie. En effet, les fonds monétaires constituent un outil important de la gestion des excédents de trésorerie des entreprises (avec les dépôts bancaires) et exercent un rôle de financement à court terme pour les institutionnels, les établissements financiers et les administrations. En Europe, les fonds monétaires détiennent 22 % des titres de créances à court terme émis par les administrations et les entreprises et 38 % des créances à court terme émises par les banques.

Ch.3 Dossiers thématiques

A. Risques associés à l'environnement de taux d'intérêt bas

A.1. L'environnement de taux bas est adapté au contexte macroéconomique et propice aux ajustements des acteurs non financiers, mais est porteur de risques pour le système financier

L'économie mondiale évolue actuellement dans un environnement de taux d'intérêt bas. Dans le contexte d'une reprise de la croissance assez faible et d'une inflation très inférieure à leur objectif, les banques centrales des économies avancées mènent une politique monétaire accommodante (taux directeurs pratiquement nuls voire négatifs, accroissement de la taille des bilans des grandes banques centrales, assouplissement quantitatif – *quantitative easing*) conduisant à des taux courts proches de zéro tandis que sur des maturités plus longues, on observe des rendements obligataires nominaux faibles dans une perspective historique avec un aplatissement de la courbe des taux.

Du point de vue des agents non financiers, cet environnement joue un rôle *a priori* positif : il facilite le désendettement des acteurs enclins à réduire leur charge de dette, donne des marges de manœuvre aux entreprises en détendant leurs coûts de financement et rend le financement de nouveaux investissements plus aisé. L'effet global de cet environnement sur les agents non financiers est cependant plus difficile à mesurer, car il modifie aussi leurs comportements.

Concernant les ménages, les mouvements de divergence des rendements ont favorisé les placements liquides et sans risque (notamment l'épargne réglementée et l'assurance-vie), pendant qu'en matière de crédit on observe un double mouvement de désendettement d'une partie des emprunteurs réduisant leur charge d'intérêt, et de progression de l'endettement chez une partie des nouveaux emprunteurs d'autre part, dans un contexte de polarisation des comportements des emprunteurs³⁵.

De manière analogue, l'environnement de taux bas a permis de contenir la charge de la dette des entreprises, mais a également contribué à l'évolution de leurs modes de financement, dont une part croissante est apportée par le marché, notamment pour les entreprises de taille intermédiaire. Si ce contexte de taux donne des marges de manœuvre utiles pour mener à bien des ajustements efficaces, il existe néanmoins un risque que certaines entreprises utilisent ce répit pour reporter les ajustements nécessaires. Ce comportement pourrait conduire à une situation de fragilité accrue des entreprises.

Cet environnement de taux bas affecte aussi fortement les intermédiaires financiers et les marchés. Comme dans le cas des agents non financiers, il a contribué positivement à certains ajustements (à titre d'exemple, la structure de passif des banques a évolué sous l'influence à la fois, d'une collecte de dépôt qui a correspondu à une demande des ménages pour une épargne plus liquide³⁶, et de l'aplatissement de la courbe des taux qui a pu faciliter l'allongement de la maturité du refinancement de marché). Néanmoins, un environnement de taux durablement bas est porteur de plusieurs risques pour le système financier, qu'il convient de surveiller.

³⁵ Les meilleurs risques tirent parti des conditions de crédit exceptionnelles tandis que les pratiques risquées dans la population de primo-accédants, comme le surfinancement ou des taux d'effort élevés, tendent à se réduire.

³⁶ Même si l'organisation institutionnelle de la collecte d'épargne française a joué sur l'allocation effective de ces dépôts au bilan des banques.

A.2. Risque de rentabilité

La faiblesse des taux d'intérêt dégrade la marge d'intérêt net des banques

Le taux directeur affecte la rentabilité des banques principalement par le biais de la marge nette d'intérêt, qui est égale à la différence entre le rendement des prêts à l'actif et le coût de refinancement à leur passif ajusté du coût du risque³⁷. En effet, la baisse des taux se répercute plus rapidement et plus fortement sur le taux des crédits octroyés que sur les taux des dépôts, réduisant ainsi les profits liés à la transformation de maturité réalisés par les banques.

Une étude empirique récente (Genay et Podjasek, 2014³⁸) montre qu'aux États-Unis une augmentation du taux directeur de 1 point est associée à une augmentation de la marge nette d'intérêt (entre 0,3 et 1,5 point selon la taille de la banque)³⁹. Dans un contexte européen, Clayes et Vander Venet (2008)⁴⁰ estiment qu'une hausse d'un point du taux d'intérêt réel de court terme augmente la marge nette d'intérêt de 0,1 point environ, que ce soit pour les banques d'Europe occidentale ou orientale (ayant rejoint l'Union européenne). Pour un échantillon de banques de 80 pays, Demirgüç-Kunt et Huizinga (1999)⁴¹ trouvent des résultats un peu plus bas (entre 0,03 et 0,04 point suivant les spécifications économétriques).

En France, ce phénomène est renforcé par la structure des dépôts. En effet, le coût des dépôts des ménages est très lié au taux du livret A (notamment les livrets fiscalisés, les livrets ordinaires et les dépôts à terme de moins de deux ans) dont le mode de fixation s'éloigne parfois des déterminants usuels de la rémunération de ces placements relativement courts et connaît une relative rigidité à la baisse. De plus, la rémunération des dépôts à vue et des dépôts à terme de maturité supérieure à deux ans est relativement inerte (elle a connu une baisse progressive et continue de 3,8 % au début des années 2000 à 2,8 % aujourd'hui). Au total, le coût moyen de la ressource « ménages » pour les banques est assez stable, proche de 2 %, et relativement peu influencé par la politique monétaire.

À l'inverse, notamment sous l'effet de la concurrence (entre banques et avec le marché obligataire), les banques répercutent de façon plus marquée l'évolution des taux de marché dans les taux des prêts aux agents non financiers. De plus, étant donné la forte baisse des taux depuis 2013, les banques font face à d'importants rachats de crédits externes ou demandes de renégociations de leurs propres clients⁴². Si, à court terme, ces rachats et renégociations peuvent avoir un effet positif transitoire sur la rentabilité des banques qui peuvent enregistrer un surcroît de revenu ponctuel (pour les banques qui voient partir leurs clients, ces opérations donnent lieu à des pénalités de remboursement anticipé⁴³ tandis que les banques qui accueillent de nouveaux clients ou acceptent de revoir les conditions financières des prêts qu'elles ont déjà accordés enregistrent des frais de dossiers sur les crédits rachetés à la concurrence, frais de renégociation sur les crédits en portefeuille...), à plus long terme, ces rachats et renégociations induisent une baisse du taux moyen des crédits à l'habitat au bilan, baisse d'autant plus rapide que les taux atteignent des niveaux bas. Enfin, compte tenu de la faiblesse des taux des nouveaux crédits, les banques seront vraisemblablement engagées sur des durées plus longues, les emprunteurs n'ayant plus d'incitation à renégocier leur crédit en cas de stabilité ou de hausse des taux.

³⁷ La marge brute d'intérêt est traditionnellement positive à partir du moment où les instruments à l'actif sont de maturité plus longue que les instruments au passif de la banque. Le coût du risque sert ensuite à couvrir les risques de taux, de crédit et de liquidité supporté par la banque.

³⁸ "What is the impact of a low interest rate environment on bank profitability?" (Genay et Podjasek, 2014)

³⁹ Toutefois, l'amplitude d'une telle augmentation dépend aussi théoriquement de la part des crédits à taux fixes et variables. Les banques distribuant majoritairement des crédits à taux variables (par exemple en Italie) verraient *a priori* un effet plus fort important sur leurs marges nettes d'intérêt par rapport à celles accordant plutôt des prêts à taux fixes.

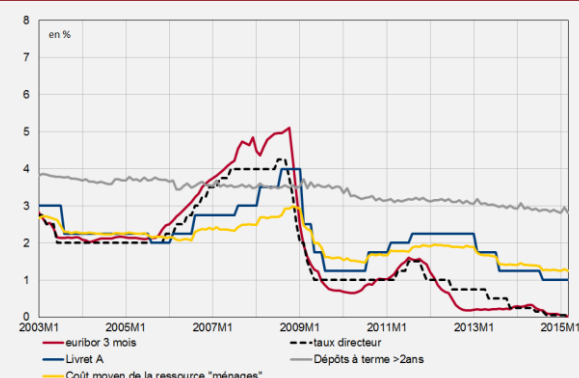
⁴⁰ "Determinants of bank interest margins in Central and Eastern Europe: A comparison with the West" (Clayes et Vander Venet)

⁴¹ "Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence" (Demirgüç-Kunt et Huizinga, 1999)

⁴² Après avoir atteint un pic début 2014 en flux cumulés sur 12 mois à près de 28 Md€ et 20 % de la production, les rachats de crédits externes ont reflué avant de progresser de nouveau rapidement fin 2014.

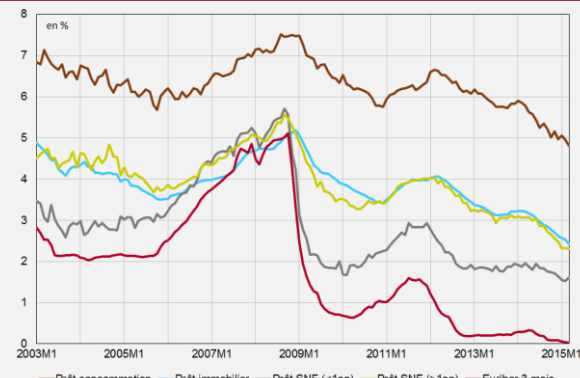
⁴³ Cet effet est cependant compensé pour la banque initiale par le coût de débouclage de sa couverture de taux, qui peut dépasser largement les pénalités de remboursement anticipé (l'article R312-2 du code de la consommation limite cette indemnité à six mois d'intérêts, dans la limite de 3 % du capital restant dû).

Graphique 47 - Coût des dépôts des ménages



Source : Banque de France.

Graphique 48 - Taux des prêts aux agents non financiers



Source : Banque de France.

À moyen terme, un environnement de taux d'intérêt bas persistant met sous pression la rentabilité et plus généralement le business model du secteur de l'assurance

L'ensemble des assureurs présentent à leur actif une part importante de titres obligataires (près de $\frac{3}{4}$ de leur portefeuille après mise en transparence des OPCVM) de sorte que, dans un premier temps, un mouvement de baisse des taux augmente le niveau des plus-values latentes obligataires sur les portefeuilles historiques, même si celles-ci ne peuvent pas être redistribuées aux assurés, même en cas de cession des titres avant leur maturité. De plus dans un cadre réglementaire où le passif des assureurs est évalué via un simple amortissement comptable (comme Solvabilité I), une meilleure valorisation du portefeuille d'actifs conduit, toute chose égale par ailleurs, à une augmentation des fonds propres de l'assureur.

Passé cet effet initial positif, le risque que fait peser l'environnement de taux bas sur la rentabilité des assureurs va dépendre de trois facteurs :

- l'activité considérée : assurance-vie ou non-vie qui impliquent des business model distincts avec des conséquences différentes face à l'environnement de taux bas ;
- l'écart de durée entre l'actif et le passif : lorsque la durée des actifs d'un assureur est plus courte que son passif, celui-ci devra réinvestir une partie de son portefeuille avant que les polices d'assurance n'arrivent à maturité ;
- l'écart entre les rendements des investissements et les taux garantis aux assurés : plus cet écart se resserre, plus il sera difficile pour l'assureur de servir les taux qu'il a garantis à ses assurés, tout en gardant par ailleurs une marge financière suffisante pour couvrir le coût de sa gestion et la rémunération de ses fonds propres.

L'assurance non vie (dommages aux biens, responsabilité, santé) est généralement capable de s'adapter à un environnement de taux bas au prix d'une augmentation des primes. En effet, cette activité, qui se concentre plutôt sur des produits à échéance relativement courte dont l'objectif est de protéger contre des événements adverses (en particulier, elle ne promet pas un rendement à ses assurés), tire son résultat de la combinaison de deux sources de profit :

- les résultats techniques (composante principale du résultat total), qui sont la différence entre le montant des primes payées par l'assuré et le montant des prestations et frais payés par l'assureur ;
- les résultats financiers, c'est-à-dire les produits du placement des primes avant leur utilisation pour payer les sinistres.

Passé le premier effet positif (appréciation des actifs déjà investis, *cf. supra*), une baisse des taux d'intérêt se traduit par une baisse des produits financiers. Pour maintenir un niveau de rentabilité constant, les entreprises sont donc amenées à accroître leur résultat technique par une augmentation des tarifs et/ou une plus grande sélection des risques ainsi qu'un effort de maîtrise des coûts. Suivant les

pressions concurrentielles sur leurs marchés respectifs, ces mécanismes leur permettent d'atténuer leur exposition aux taux d'intérêt.

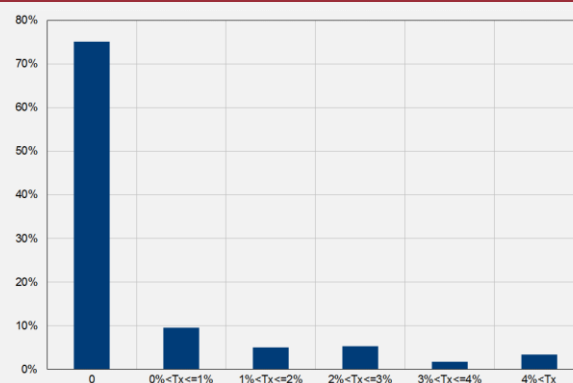
L'assurance vie est potentiellement plus exposée aux risques posés par l'environnement de taux bas mais, comparativement à d'autres marchés européens, le marché français reste robuste. À la différence de l'assurance non vie, l'assurance vie (dans laquelle les primes versées ont une nature économiquement proche de celle d'une épargne) est plus sensible à de niveaux de taux d'intérêt faibles. Les écarts de duration entre l'actif et le passif et entre les rendements des placements et les taux promis aux assurés sont les principaux déterminants de la vulnérabilité des assureurs vie face à un environnement de taux bas. En effet, leurs engagements au passif sont généralement plus longs que ceux à l'actif avec un écart de duration potentiellement important. Combinés à des garanties de taux souvent proposés dans leurs produits, les assureurs vie devront ainsi, au gré des échéances des titres obligataires actuellement en portefeuille, réinvestir une partie de leur portefeuille dans des actifs qui ne leur permettront pas de servir aux assurés les taux garantis ou des taux suffisamment attractifs.

Sans possibilité de compenser la faiblesse du résultat financier par une amélioration de leur résultat technique, les rendements décroissants générés par le portefeuille d'actifs pèsent sur la rentabilité des assureurs dont la marge financière destinée à couvrir leurs frais de gestion et la rémunération de leur fonds propres se réduit, pouvant, à plus long terme, conduire à des pertes et *in fine* affecter la solvabilité des assureurs vie. D'un point de vue prudentielle, cette dégradation se matérialise *via* deux canaux (dans la cadre Solvabilité 2) : d'une part, un alourdissement des passifs correspondant à un effet d'actualisation, (dont l'ampleur est généralement supérieure à celle de l'appréciation des actifs, étant donné la duration plus élevée du passif) et, d'autre part, une réévaluation de l'exigence de capital (du fait d'une capacité d'absorption des chocs futurs réduite lorsque le rendement financier de l'actif se rapproche du plancher des garanties).

Les stress tests menés par EIOPA en 2014 ont montré qu'un nombre important d'organismes européens verrait leur solvabilité se dégrader en situation de stress. C'est notamment le cas dans un scénario de taux bas prolongé dit « à la japonaise » (environ -100 pb à 20 ans, prolongé sur 60 ans) où presque un quart des organismes ne couvriraient plus leur exigence de capital (SCR). Le marché français semble, sur ce scénario de taux bas prolongé, être plus résilient que l'échantillon européen. Les résultats doivent cependant être considérés avec prudence, la qualité des données transmises par les organismes participants, ainsi que les hypothèses retenues (notamment la longueur de l'horizon de projection et le traitement asymétrique de certains flux d'actifs par rapport à ceux de passifs⁴⁴), pouvant être hétérogènes. Enfin, les spécificités juridiques nationales peuvent également rendre les comparaisons difficiles.

Néanmoins, le marché français moins exposé que d'autres marchés européens à ces risques. En particulier, la réglementation mise en place au début des années 1990 a limité fortement les garanties de taux et les contrats à taux garantis souscrits antérieurement disparaissent progressivement. En termes d'encours total, moins de 20 % des encours d'assurance vie (soit un encours d'environ 200 Md€) garantissent un taux supérieur au taux actuel de l'OAT (contre un encours total des contrats en Euros de plus de 1 200 Md€). *In fine*, les assureurs vie français sont peu exposés au risque d'insolvabilité rapide qui proviendrait d'une situation de taux d'intérêt durablement bas mais verraient néanmoins leur

Graphique 49 - Répartition des encours de provisions mathématiques selon le taux technique en 2014



Source : ACPR.

Note : Le taux technique est le rendement financier minimum sur lequel s'engage un assureur pour un contrat d'assurance (taux minimum garanti).

⁴⁴ Les résultats de cet exercice de stress tests EIOPA 2014 sont détaillés dans une publication de l'ACPR disponible sous le lien suivant : <http://acpr.banque-france.fr/etudes/analyses-et-syntheses.html>.

rentabilité se dégrader progressivement nécessitant probablement une transformation de leur modèle d'activité.

La gestion actions, diversifiées ou alternative, résiste mieux assez bien à un l'environnement de taux bas tandis que la gestion monétaire et, dans une moindre mesure, l'activité de taux, sont exposées

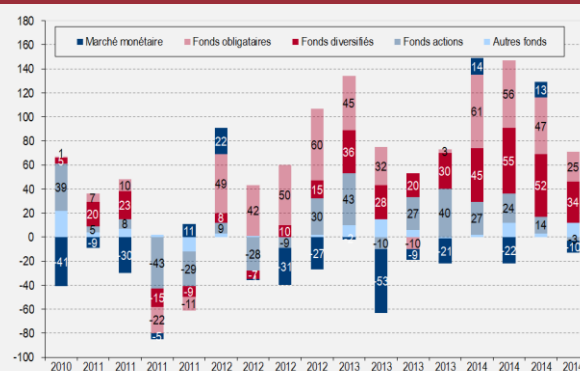
L'environnement de taux bas est devenu le principal sujet de préoccupation des investisseurs et des gestionnaires. La recherche de rendement (*search for yield*) a en effet impliqué une diversification croissante vers de nouvelles classes d'actifs alternatives, comme le marché de la dette *high yield* ou les marchés émergents.

Au niveau de la gestion collective, l'engouement des gestionnaires pour les classes d'actifs ayant fait preuve d'un certain dynamisme s'est souvent traduit par une augmentation des encours sur ces segments. Ainsi, les fonds actions et diversifiés⁴⁵ ont bénéficié de flux de souscriptions importants depuis 2012. Plus globalement, les encours totaux ont été particulièrement dynamiques en Europe (en particulier au Royaume-Uni, au Luxembourg et en Irlande, qui représentent les places les plus dynamiques en matière d'offre de fonds de gestion et traditionnellement mieux positionnées sur les sous-jacents actions). *A contrario*, les fonds monétaires ont subi un mouvement de décollecte.

En France, la tendance est différente : compte tenu de la prépondérance de fonds monétaires (les fonds monétaires domiciliés en France représentent 35 % du marché européen) et plus largement des fonds exposés aux taux d'intérêt et d'une activité de fonds actions moins développée (en raison notamment d'une demande de la clientèle institutionnelle française plus orientée vers les produits de taux), les encours sous gestion collective ont progressé de 6,3 %.

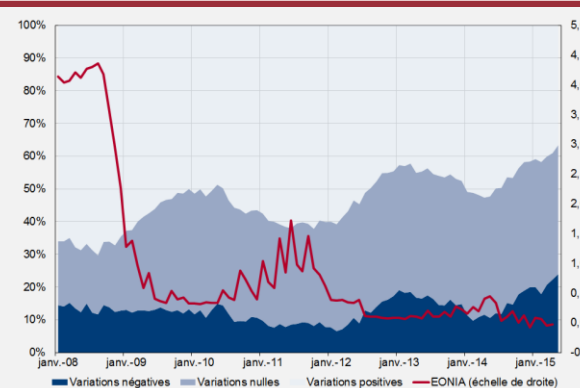
Si les autres fonds ont soit tiré avantage des évolutions de marché⁴⁶, soit été en mesure d'en limiter l'impact⁴⁷, la faiblesse des taux d'intérêt a des effets négatifs significatifs sur les fonds monétaires qui ne disposent pas de marges de manœuvre comparables à celles des fonds obligataires et diversifiés pour réduire leur exposition au risque de taux. La performance des fonds monétaires (qui visent un rendement proche de l'Eonia), s'est fortement dégradée à mesure que le niveau de l'Eonia diminuait. Un bon indicateur de ce fait stylisé est l'évolution du nombre de fonds présentant au moins une performance quotidienne nulle ou négative. La part de ces fonds s'est effectivement fortement accrue depuis 2012 et apparaît négativement corrélée avec l'Eonia.

Graphique 50 - Évolution de la collecte européenne par catégorie de fonds de gestion collective (en milliards de dollars)



Source : AMF.

Graphique 51 - Part des fonds monétaires présentant des variations quotidiennes nulles ou négatives (gestion collective française)



Source : AMF.

⁴⁵ Les fonds diversifiés sont généralement exposés aux actions pour 50 % de leur actif.

⁴⁶ Augmentation de la demande pour les fonds actions, possibilité de réallocation dynamique des fonds diversifiés.

⁴⁷ Dans le cas des fonds obligataires, augmentation des maturités, sous-pondération des titres d'État et augmentation des positions en dette privée, voire en actions ou dans des fonds de gestion alternative dans les limites autorisées. S'agissant des fonds à formule, l'environnement de taux bas conduit mécaniquement à une diminution du nombre de fonds créés, puisqu'il

Dans ces conditions, les gérants ont réagi par des mesures de réduction des frais de gestion et la mise en œuvre d'une stratégie de concentration visant à supprimer les fonds non rentables, ou à fusionner certains fonds. Cependant, le prolongement de cette tendance est susceptible de menacer la pérennité de ce segment. L'adaptation des gestionnaires de fonds monétaires à l'environnement de taux bas demeure difficile et n'est pas exempte de risques pour les souscripteurs. En 2011, l'AMF a ainsi demandé aux gestionnaires de fonds monétaires de mentionner plus explicitement dans leurs documents commerciaux le risque de perte en capital.

A.3. Risque de mauvaise fixation des prix

Le mouvement de recherche de rendement induit un risque de mauvaise fixation des prix croissant

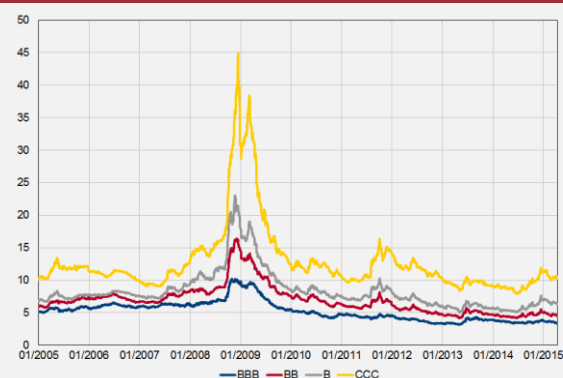
Dans ce contexte relativement apaisé, de liquidité abondante et de maintien des taux d'intérêt à un niveau historiquement faible, les investisseurs ont recherché de meilleurs rendements afin d'honorer leurs objectifs de performance, alors même que l'environnement économique et un regain de tension géopolitique pourraient favoriser un retour de l'aversion au risque. Cette situation a contraint de nombreux acteurs à modifier leurs stratégies d'investissement, impliquant une adaptation de leurs modes de financement, et a induit des révisions de l'arbitrage rendement/risque des portefeuilles (*search for yield*). Ces évolutions traduisent la volonté des investisseurs ou des gérants de capturer, dans la mesure du possible, les primes de liquidité, de maturité, voire de risque.

D'un point de vue général, ce mouvement de *search for yield* conduit à une compression des primes de risque (*spreads*) sur de nombreux segments de marchés. Sur certains segments, l'amplitude du mouvement de contraction des *spreads* a été telle que la performance s'est vue déconnectée de l'évolution des fondamentaux. Ce mouvement est susceptible de créer des distorsions de marché voire de conduire à une mauvaise allocation du capital. Tandis que les investisseurs institutionnels s'intéressent à des investissements moins liquides et/ou plus risqués, et que cet intérêt est potentiellement à l'origine de mouvements procycliques avec une augmentation des encours alloués à ces actifs à la suite d'une évolution de prix à la hausse, parallèlement on observe une désaffection pour les fonds monétaires, alors que ces fonds constituent un outil traditionnel de la gestion de la trésorerie des entreprises, mais également une source de financement à court terme majeure pour certains acteurs financiers ou institutionnels.

À titre d'exemple, selon les participants de marché, le fort engouement pour le marché des titres obligataires à haut rendement (*high yield*) s'est traduit par une demande sensiblement supérieure à l'offre, entraînant une forte compression des primes de risques. La possible déconnexion entre la valorisation des titres *high yield* et les risques structurels qu'ils présentent en termes de crédit et de liquidité oblige à s'interroger sur un risque de mauvaise fixation des prix (*mispricing*) important. En analysant l'évolution des *spreads* de dérivés de crédit (*credit default swap*, CDS), il ressort que l'écart de perception du risque de défaut entre, d'une part, les CDS *corporates* bien notés (indice CDX IG) et d'autre part, les CDS *corporate high yield* (indice CDX HY) s'est fortement réduit au cours des années 2012 et 2013.

est plus difficile dans ce contexte de structurer des fonds avec une garantie de capital ou offrant un revenu attractif. En 2013 selon l'AMF, seulement 95 fonds à formule ont été lancés contre une moyenne de 150 entre 2005 et 2010.

Graphique 52 - Indice de rendement des titres high yield



Source : Barclays.

Graphique 53 - Indice de CDS Corporate investment grade et high yield



Source : Reuters.

Au-delà du mispricing, le retour de pratiques risquées

Le *search for yield* est susceptible de contribuer non seulement à l'augmentation d'un risque de *mispricing* sur un certain nombre de segments de marché, mais plus globalement à une plus grande complaisance de la part des investisseurs vis-à-vis des produits risqués et complexes. La baisse de vigilance des participants de marché se traduit notamment par des comportements moins sélectifs et moins regardants sur la complexité des produits et des risques, le rendement des titres étant devenu le principal critère d'investissement. *A contrario* une plus grande sélectivité de la part des investisseurs interviendra en cas de fortes tensions sur les marchés et se matérialisera par des ventes désordonnées de ces titres, alors que les risques qu'ils recouvraient n'avaient pas été suffisamment appréhendés par leurs détenteurs.

L'évolution des standards de crédit sur le marché du *high yield* et le développement rapide de produits complexes comme les CoCos (obligations convertibles en actions à des conditions fixées contractuellement, *contingent convertible bonds*) sont deux exemples de réapparition dans le marché de pratiques risquées.

Alors que les investisseurs se sont intéressés aux obligations *high yield* pour leur rendement attractif (comparativement aux obligations d'entreprises notées *investment grade* et aux obligations souveraines), les émissions sur les marchés européens ont fortement progressé en 2013 et 2014, atteignant 110 Md€ en 2014 après 66 Md€ en 2012⁴⁸. Malgré ces volumes d'émission considérables, la confrontation entre une demande dynamique et une offre peu élastique a conduit à un resserrement substantiel des *spreads high yield* jusqu'à des niveaux jugés injustifiés par certains spécialistes de ce marché, les risques structurels de certains titres (risque de défaut, risque de liquidité) n'étant pas reflétés selon eux dans les prix. En réaction au dynamisme de la demande, et au-delà de la compression des *spreads*, on observe une réduction du nombre moyen de clauses de sauvegarde (*covenants*) par transaction ainsi que l'augmentation d'émissions *covenant-lite* traduisant une augmentation du risque de crédit moyen des nouvelles émissions. Ainsi, les prêts à clauses allégées (*covenant-lite*) ont atteint 16 % des émissions first-lien en Europe en 2014, alors qu'il n'y en avait pas eu en 2013. Aux États-Unis, 48 % des émissions first-lien étaient *covenant-lite* en 2014, cette proportion ayant quasiment doublé depuis 2013⁴⁹.

L'engouement pour les CoCos est un autre exemple de développement rapide d'un produit complexe répondant aux exigences de rendement des investisseurs. Ces titres obligataires à haut rendement caractérisés par un seuil contractuellement spécifié en-dessous duquel, le principal est réduit ou converti en capital CET1 ont connu une forte croissance : les montants émis ainsi que le nombre d'opérations

⁴⁸ Source : AFME

⁴⁹ Source : Xtract Research

ont été multipliés par 3 entre 2011 et 2013, (33 Md EUR d'émissions en 2013 contre 11 Md EUR en 2011)⁵⁰.

Le lancement en janvier 2014 d'un indice Merrill Lynch, premier indice dédié à la performance des CoCos participe à la transformation de ce marché de niche en une classe d'actifs à part entière, alors que la complexité du profil de risque de ces produits fait largement consensus au sein des experts. La plupart du temps, les CoCos semblent se comporter comme des obligations *high yield* tandis qu'ils présentent un risque de pertes substantielles en cas d'atteinte du seuil de conversion. À cet égard, la compréhension des CoCos par les investisseurs reste incertaine.

La complexité du produit combiné à l'intérêt marqué des investisseurs a incité plusieurs autorités (la Banque d'Angleterre et l'AMF) à mettre en garde contre le risque de sous-estimation par les souscripteurs des risques associés à ces titres (par exemple, la probabilité d'absorption des pertes bancaires par ces instruments). L'AMF a mis en avant également la diversité du type de clauses utilisées (clause automatique ou discrétionnaire ; déclenchement à l'initiative de la banque ou du superviseur) et du mécanisme d'absorption des pertes (conversion en actions ou application d'une décote et/ou report ou annulation du versement du coupon). Le 31 juillet 2014, les trois régulateurs européens du secteur financier (ESMA, EBA, EIOPA) ont alerté dans un communiqué commun sur la nécessité d'une évaluation adéquate des risques que présentent les CoCos et ont souligné la difficulté qu'une telle analyse pouvait représenter pour des investisseurs *retail*. Le régulateur anglais est allé plus loin encore en interdisant pour un an à compter du 1^{er} octobre 2014 la vente de CoCos aux investisseurs particuliers.

A.4. Risques liés à la normalisation

L'ensemble de ces fragilités est susceptible de se matérialiser à l'occasion d'une remontée des taux. Deux scénarios sont envisageables : soit une normalisation des taux dans le contexte d'un affermissement de la reprise et d'une amélioration plus globale de la situation macroéconomique soit une remontée des taux induite plutôt par une remontée des *spreads* dans le cadre d'un épisode de tension par exemple. Le premier scénario est probablement anodin, même s'il nécessiterait une vigilance de la part des autorités micro et macroprudentielles. Le second est en revanche plus préoccupant, en particulier dans la mesure où il s'accompagnerait une fragilisation d'acteurs financiers comme non financiers.

Banques

Du point de vue des banques, l'ampleur du risque dépendra de leur capacité à encaisser des moins-values liées au risque de taux non couvert et de la dynamique conjointe du rendement des actifs d'une part, de la remontée du coût du passif d'autre part.

Sociétés d'assurance

L'impact d'une hausse brutale des taux sur les entreprises d'assurance non-vie est ambigu. L'effet dépendra principalement du changement opéré dans la maturité des actifs durant la période de taux bas et de combien de temps aura préalablement duré la période de taux bas (aura-t-elle été suffisamment longue pour que les titres obligataires historiques à coupons élevés arrivent à maturité et nécessitent des réinvestissements dans un environnement de taux bas). Ces acteurs pourront alors se retrouver avec des moins-values latentes dans le cas d'un actif de maturité longue, ce qui affectera négativement leur solvabilité⁵¹. Dans le cas opposé des acteurs qui auraient gardé un actif de courte maturité, ils pourront alors profiter rapidement des rendements plus élevés du marché.

⁵⁰ L'absence de standardisation du marché rend difficile l'interprétation des données. En effet, suivant la définition retenue d'un CoCo, les données sur les encours peuvent varier fortement, si on considère une définition restrictive de CoCos éligibles aux nouvelles normes de Bâle III/CRD4 ou bien une définition plus lâche et moins précise (« AT1 and T2 bail-in bonds »).

⁵¹ À noter que ce n'est toutefois pas le cas dans le cadre de la réglementation actuelle (Solvabilité 1) : tant que les moins-values sont latentes elles n'affectent pas la solvabilité.

Une hausse des taux peut aussi avoir un impact positif sur le passif des assureurs. Dans le cadre d'une réglementation prudentielle « *market-based* », comme Solvabilité 2, le marché de l'assurance-vie bénéficie de la dévalorisation du passif en cas de remontée rapide des taux d'intérêt. Toutefois, si l'incapacité à servir des taux analogues aux taux de marché sur les contrats historiques entraîne une décollecte (les assurés cherchant à réorienter leur épargne vers des supports plus réactifs) ou une réallocation au sein du secteur (placements auprès d'assureurs plus « performants » ou cherchant à compenser un début de décollecte avec une politique commerciale agressive) et une vague de rachat⁵², la cession des actifs est susceptible de cristalliser les moins-values latentes. Cet effet sera d'autant moins maîtrisable par les assureurs que la remontée des taux sera rapide⁵³ et les surprendra (s'ils avaient plutôt anticipé un maintien des taux bas et allongé la maturité de leurs actifs en conséquence, ces rachats interviendraient à un moment où ils seraient aussi soumises à de fortes moins-values latentes dans leur bilan). L'effet sera renforcé, dans une réglementation « *market-based* », par l'obligation de rembourser les contrats à la valeur de rachat, assimilable au coût historique, devenu supérieur à la valeur économique effective. Son ampleur dépendra également de la proportion des assurés qui seront incités à conserver leur contrat d'assurance-vie compte tenu de la fiscalité applicable sur les rachats.

D'après les stress tests menés par EIOPA en 2014, l'hypothèse d'une remontée et d'inversion de la courbe des taux (+250 pb à 5 ans) aurait un impact modéré sur les organismes d'assurance européens. Près de 20 % des entités participantes à l'exercice ne couvriraient pas leur exigence de capital. Cet impact est plus faible que celui du scénario de prolongement de taux bas où le chiffre avoisinait 25 %⁵⁴. L'inversion de courbe des taux a plutôt un effet positif sur les assureurs dont les actifs sont de longue durée, effet qui contrebalance celui sur le passif qui croît. D'autres facteurs clés comme l'anticipation de vague de rachat liée à des mouvements conjoncturels de marché ou la politique de partage des bénéfices avec les assurés doivent aussi être gardés à l'esprit afin de mieux apprécier l'impact réel d'un tel scénario.

Enfin, le basculement des assurés vers des supports unités de comptes (UC)⁵⁵ et des fonds euro-croissance (qui pourrait avoir un impact macroéconomique significatif pour le financement de l'économie) serait de nature à réduire l'exposition des assureurs à une remontée rapide des taux (en transférant une large partie de ce risque vers les ménages, dont il importera néanmoins de contrôler les conséquences) et pourrait ainsi être encouragé, au-delà des autres impacts favorables attendus en terme de marge et de besoin de fonds propres.

Marchés

Sur les marchés, la remontée des taux pourrait conduire à des sorties importantes sur les segments récemment investis dans le cadre d'une recherche de rendement généralisée. Ces sorties s'avèreront d'autant plus pénalisantes pour les investisseurs, que ces segments étaient par nature peu liquides mais aussi que le rôle et la capacité des banques à contribuer à la tenue de marché (*market making*) sur les marchés secondaires pourrait avoir probablement structurellement diminué (voir *infra*).

⁵² La garantie du capital et l'option de rachats permanente qui sont incluses dans les engagements en Euros exposent le marché français à ce risque.

⁵³ Pas de possibilité de lissage des rendements au cours du temps.

⁵⁴ Comme indiqué plus haut, ces résultats sont à interpréter avec prudence, compte tenu des hypothèses retenues, notamment la longueur de l'horizon de projection et le traitement asymétrique de certains flux d'(actifs par rapport à ceux de passifs). L'ACPR continue de suivre avec attention les questions liées à la persistance d'un environnement de taux bas.

⁵⁵ Il convient cependant de noter que la plus part des contrats d'assurance vie multi-supports prévoient des possibilités d'arbitrages qui laissent l'opportunité aux assurés, quand bien même l'assureur aurait réussi à les faire basculer sur des supports en unités de compte, de revenir par la suite sur le fonds euros, notamment quand les marchés se retourneront.

B. Risques liés à la liquidité de marché

Depuis la crise, le financement de l'économie en France et en Europe tend à se diversifier en s'orientant davantage vers le financement de marché et en s'appuyant sur certains pans de la gestion d'actifs en forte croissance. Si cette mutation du financement en dettes des entreprises trouve ses origines dans une combinaison de facteurs réglementaire (renforcement de la réglementation bancaire) et conjoncturel (maintien de conditions monétaires très accommodantes), le mouvement généralisé de *search for yield* et la montée en puissance des fonds communs de placement et des ETF (*exchange-traded funds*) ont fortement accéléré cette tendance. Le rôle croissant des marchés et de ces entités du *shadow banking* dans l'intermédiation du crédit, incite à une vigilance accrue de la part des régulateurs.

En effet, les participants de marché font état d'une altération récente de la liquidité sur le marché secondaire des obligations d'entreprise, qui contraste fortement avec le dynamisme des émissions observées sur le segment primaire. Cette évolution s'explique par des changements de nature diverses (migration des échanges sur plateformes électroniques pour certaines classes d'instruments, attitude face au risque, modifications réglementaires, environnement prolongé de taux bas notamment) qui ont contraint les teneurs de marché à réduire leur offre de liquidité sur les titres par nature les moins liquides, au premier rang desquels figurent les obligations d'entreprise. De surcroît, les conditions de marché particulièrement favorables ont conduit à une faible rotation des échanges de titres. La déconnexion apparente entre la compression des primes de risque sur le marché primaire dans un contexte de recherche de rendement (*search for yield*) et le déficit de fournisseurs de liquidité sur le marché secondaire, pose la question de l'exposition des marchés obligataires à des épisodes sans doute plus fréquents de volatilité et de la liquidité des obligations. L'année 2014 ainsi que le début de l'année 2015 ont été marqués par des épisodes de volatilité pouvant être interprétés comme les premiers résultats tangibles de cette évolution structurelle de la liquidité.

B.1. Des fragilités sont apparues sur les marchés obligataires qui rendent le système financier vulnérable en cas de tensions

Un marché est considéré comme liquide lorsqu'il existe de façon continue des vendeurs et des acheteurs prêts et disposés⁵⁶. La liquidité⁵⁷ de marché est essentielle pour assurer l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers. Elle permet en effet une fluidité maximale ainsi qu'un coût minimal pour chaque transaction financière, favorisant ainsi une allocation optimale des risques et du capital. En revanche, sa raréfaction peut avoir des conséquences négatives, voire systémiques. Compte tenu du regain récent de volatilité observée sur les marchés financiers, une éventuelle altération de la liquidité pourrait amplifier leurs réactions, notamment à des nouvelles macroéconomiques ou à des mesures de politique monétaire (comme le relèvement anticipé des taux de la *Federal Reserve*). Suite à la crise financière, la situation est devenue très contrastée selon les classes d'actifs :

- Les marchés actions sont restés globalement liquides, en dépit d'une certaine érosion des volumes moyens de transaction, sous l'effet du développement des systèmes de négociation à haute fréquence.
- La liquidité des marchés obligataires souverains semble être revenue à son niveau d'avant-crise pour les principaux pays développés (au sein de la zone euro, notamment Allemagne et France). L'épisode de volatilité du 15 octobre 2014 observé sur les obligations du Trésor américain a toutefois démontré que même un actif réputé liquide n'était pas à l'abri d'un assèchement brutal de liquidité.

⁵⁶ Définition donnée dans MIFID II de marchés liquides.

⁵⁷ La liquidité de marché se mesure selon 4 critères :

- L'immédiateté, qui mesure la rapidité avec laquelle un ordre rentré dans le carnet génère une transaction ;
- La profondeur du marché, qui mesure la capacité à traiter de larges volumes de transaction sans variation significative du prix ;
- L'étroitesse de la fourchette de prix acheteur-vendeur (*bid-ask spread*) ;
- La résilience du marché, qui mesure la capacité à absorber de larges volumes sans générer de variations de prix durables.

- En revanche, les instruments les moins liquides à l'instar des obligations d'entreprise ont subi une détérioration notable de leur liquidité, en comparaison avec les conditions de marché antérieures à 2008.

Cependant, il n'existe pas aujourd'hui à proprement parler de crise de liquidité dans la mesure où les assèchements sont de très courtes durées, avec un retour aux niveaux antérieurs rapides. Mais on observe des signes de fragilités qui rendent le système financier potentiellement vulnérable. Les primes de liquidité, censées refléter le risque d'illiquidité auquel les investisseurs s'exposent sur le marché secondaire en cas de revente de l'actif, sont très basses. Ces signes semblent attester d'une situation satisfaisante. Mais dans le même temps, on observe des signes tangibles de difficulté des opérateurs à passer des ordres de taille importante et les épisodes de forte volatilité du 15 octobre 2014⁵⁸ et du 15 janvier 2015⁵⁹ ont démontré qu'en cas de tensions, des marchés apparemment très liquides pouvaient s'assécher brutalement. Il semble donc que les flux stables aient renforcé certaines dimensions de la liquidité de marché alors que des dimensions structurelles comme la profondeur de marché se soient détériorées. Ce phénomène s'apparente à une illusion de liquidité, situation qui pourrait se détériorer en cas de tarissement des flux.

B.2. L'environnement de taux bas entretient une sous-évaluation des primes de risque

Le *search-for-yield*, en poussant les participants de marché à basculer leur portefeuille massivement sur des actifs plus longs et plus risqués, contribue à la dégradation de la liquidité de marché. Ce basculement conduit les investisseurs à adopter en grand nombre des positions unidirectionnelles (acheteuse par exemple) dans les nouvelles classes d'actifs dans lesquelles ils investissent. Ce phénomène favorise les marchés primaires mais ne profite pas aux marchés secondaires où les transactions sont devenues plus difficiles étant donné que le nombre de participants de marché désireux de prendre les positions opposées (vendeuses par exemple) est comparativement faible. Cela se voit notamment à travers l'activité sur les marchés d'obligations *corporate* où la déconnexion entre segment primaire et secondaire est la plus frappante. La profondeur de marché semble notamment avoir diminué ces dernières années.

Mais l'environnement de taux nourrit également cette dégradation de la liquidité de marché via son impact sur les teneurs de marché ou *market-makers*. En plus d'autres facteurs plus structurels (réévaluation des risques posés par cette activité, recentrage de la clientèle ciblée etc.), la compression des primes de risques sur les marchés financiers affectent négativement une partie des revenus des *market-maker*. Le resserrement des spreads *bid-ask* réduit mécaniquement la marge tirée de l'achat et de la vente d'un titre par un *market-maker*. Toute chose égale par ailleurs, le couple rendement/risque met sous pression dans une telle situation le maintien d'une telle activité dans le business model des banques.

En dégradant l'activité sur certains marchés secondaires comme celui des obligations *corporate*, l'environnement de taux complique l'appréciation adéquate du risque de liquidité et donc des prix de certains actifs qui est beaucoup plus difficile à réaliser que sur des marchés secondaires très actifs comme celui des obligations souveraines. En entravant cette évaluation, l'environnement de taux peut en réalité amplifier tout choc négatif qui frapperait les marchés financiers. Si cet éventuel choc pousse les investisseurs à déboucler leurs positions et à vendre à la hâte leurs actifs, le manque de liquidité sur les marchés secondaires et la difficulté de valorisation associée pourraient amplifier les ajustements de prix et par conséquent le choc initial.

⁵⁸ En quelques secondes, le taux des bons du Trésor américain a perdu 37 points de base. Cet épisode n'a pas eu de conséquences graves. Il serait lié à l'homogénéité des anticipations des investisseurs, au développement du trading à haute fréquence automatisé.

⁵⁹ L'abandon par la Banque National Suisse du cours plancher du franc Suisse (à 1,20 euro) a entraîné une forte appréciation de la devise. Cette décision et la hausse du franc suisse ont entraîné une chute des cours de l'indice suisse SMI (du fait de l'impact pour les exportateurs suisse les plus importants. Certains courtiers, comme FXCM, ont ainsi été mis en difficulté.

B.3. Le repli des activités de tenue de marché a entraîné un phénomène de bifurcation et une fragmentation des marchés

Selon le rapport du CGFS (*Committee on the Global Financial System*) sur la tenue de marché⁶⁰, les *market makers* auraient eu tendance à se focaliser de plus en plus vers les activités requérant moins de capital et de surface financière, ce qui aurait conduit à un effet de concentration de la liquidité sur les titres souverains et certaines obligations d'entreprise⁶¹, et inversement à une réduction des titres les moins liquides, au premier rang desquels figurent les obligations d'entreprise.

Il en résulte un phénomène de « bifurcation » qui se traduit par un écartement plus rapide des fourchettes de prix sur les instruments les moins liquides lors d'épisodes de tensions comme celui observé mi-2013 aux États-Unis (épisode du « *tapering* », été 2013).

Cette évolution est visible dans la baisse des taux de transactions sur les marchés des obligations d'entreprise (*turnover ratio*, montants échangés sur le marché secondaire par rapport au stock total de titres). Selon le rapport du CGFS, sur l'ensemble des transactions, la part des obligations d'entreprises américaines ayant un taux de transactions de 50 % (i.e. la somme des volumes de transaction représente au moins 50 % de l'encours de titres) est passée de 20 % à 5 % entre 2007 et 2013.

On observe également des signes de fragmentation des ordres sur les marchés obligataires. Mais cette fragmentation est à la fois un symptôme et une réponse des investisseurs à la diminution de l'offre de liquidité par les teneurs de marché. Les intervenants sont en effet conscients que de gros volumes ne peuvent plus être traités par blocs et adaptent leurs stratégies en combinant fragmentation spatiale (i.e. des demandes de prix sont formulées à plusieurs banques / *brokers* et les ordres sont exécutés par plusieurs plateformes le cas échéant) et une fragmentation temporelle (l'exécution d'un ordre se fait sur une période plus longue qu'auparavant). Ce constat peut toutefois également être le signe d'une évolution du marché obligataire semblable à celle qu'a vécu le marché actions il y a quelques années, en particulier pour les titres négociés de manière électronique, comme par exemple les bons du Trésor américain. Les marchés actions sont en effet les marchés sur lesquels les ordres sont les plus fragmentés.

B.4. Les changements réglementaires ont pu contribuer aux évolutions des comportements des teneurs de marché

Les teneurs de marché montrent une plus grande aversion au risque

La baisse de la profondeur de marché est à mettre en regard d'une évolution du modèle d'activité des teneurs de marché (traditionnellement des banques d'investissement et des courtiers), qui consentent moins à assumer le risque d'inventaire⁶² par rapport à la période pré-crise.

Les teneurs de marché traditionnels ont changé leur façon de conduire leur activité depuis la crise comme en témoigne la très nette baisse des stocks de titres de dettes des « négociants principaux » américains (*primary dealers*)⁶³. Sur le marché secondaire des obligations d'entreprise, les stocks détenus par ces négociants ont chuté de 75 % entre 2008 et 2013⁶⁴. Leur modèle a évolué, d'un modèle de « principal » traditionnel où le teneur de marché exécute immédiatement la demande de transaction et détient les titres jusqu'à ce que l'autre partie de la transaction soit trouvée, vers un modèle d'exécution simultanée des deux versants de l'échange qui permet de minimiser la prise de risque et l'impact de l'activité de tenue de marché sur leur bilan. D'autres approches, recensées dans le cadre des travaux du CGFS, témoignent de ces évolutions de stratégies comme une approche plus sélective visant à privilégier le maintien

⁶⁰ CGFS, Paper No 52, *Market-making and proprietary trading : industry trends, drivers and policy implications*, Novembre 2014

⁶¹ Par exemple, alors que l'entreprise General Electric a émis plus de 900 souches d'obligations, seules 50 d'entre elles sont fréquemment traitées SEC, D.M. Gallagher, *The importance of the SEC's rulemaking agenda – You are what you prioritize*, Octobre 2014.

⁶² L'inventaire des teneurs de marché leur permet de prendre des positions pour faciliter les transactions de leurs clients. Le risque d'inventaire est lié au risque de perte de valeur de ce stock d'actifs.

⁶³ Petit groupe d'intervenants sur lesquels la *Federal Reserve Bank* de New York s'appuie pour réaliser ses opérations.

⁶⁴ SEC, D.M. Gallagher, *Remarks to the Georgetown University Center for Financial Markets and Policy Conference on Financial Markets Quality*, septembre 2014

d'accords commerciaux favorables pour les clients les plus importants. Un certain nombre de Spécialistes en Valeurs de Trésor (SVT, teneurs de marché de la dette de l'État français), ont également adapté leurs pratiques.

Selon l'étude SESFOD⁶⁵ de la BCE publiée en décembre 2014, les banques anticipent une baisse de leur activité de tenue de marché en 2015, principalement sur les obligations sécurisées (*covered bonds*) et les marchés d'obligations d'entreprise financières et non-financières. De plus, 40 % des banques interrogées ont répondu qu'elles disposaient d'une capacité « très limitée » ou « limitée » à assurer leur rôle de tenue de marché en période de *stress* sur les marchés obligataires d'entreprise quel que soit le profil de risque considéré (*investment grade* et *high yield*).

Il convient toutefois de nuancer les comparaisons avec la situation pré-crise, caractérisée par une liquidité pour partie artificielle, associée à une sous-évaluation des risques portés par les bilans bancaires. En outre l'évolution des montants d'inventaires peut aussi être liée aux restrictions imposées aux activités de négociation pour compte propre si une part significative des inventaires servait pré-crise à ces opérations.

Cette évolution structurelle correspond pour partie à une conséquence indirecte des réformes réglementaires mises en œuvre ces dernières années

Les réformes qui étaient nécessaires en vue d'améliorer la résilience du secteur bancaire à long terme ont produit à court terme des effets non désirables, en contraignant les banques à réduire leurs activités de tenue de marché :

- les ratios de solvabilité et de levier, dont le renforcement ou l'introduction étaient indispensables, permettent d'exiger des montants de capital nécessaires pour absorber en partie les pertes éventuelles sur ces activités. Le LCR (*liquidity coverage ratio*, exigence de couverture des besoins de liquidité) et le NSFR (*net stable funding ratio*, ratio structurel de liquidité à long terme) traitent la liquidité du point de vue microprudentiel en s'assurant que l'établissement soit en mesure d'une part de faire face à ses exigences de liquidité en cas de tension de marché grâce à un coussin d'actifs liquides (le LCR) et d'autre part d'équilibrer ses sources de financement et ses exigences de financement de façon plus structurelle (le NSFR). La définition des actifs liquides pour le LCR conduit par ailleurs les banques à détenir en priorité des titres de dette souveraine au détriment des inventaires d'obligations d'entreprise ;
- le nouveau cadre prudentiel de Bâle 3 impose également une augmentation des fonds propres réglementaires relatifs au portefeuille de négociations (*trading book*) qui passe par la mise en place d'une charge de capital complémentaire pour prendre en compte le risque de crédit. Ce dispositif de gestion du risque additionnel vient notamment renchérir les coûts relatifs à la détention des instruments financiers sensibles au risque de crédit à l'instar des titres obligataires d'entreprise. Ces évolutions prudentielles ont ainsi conduit à une augmentation du coût des activités de tenue de marché pour les banques aussi bien en termes de capital mobilisé qu'en raison du renchérissement des refinancements correspondants (les ratios de liquidité et de levier renchérissent le refinancement par le marché du *repo*, et le coût de portage des stocks de titres). En complément, certaines réglementations de marché génèrent des contraintes de collatéral supplémentaires qui pèsent aussi sur cette activité.

Afin de préserver leur rentabilité, les banques se sont engagées dans un processus d'optimisation de leur bilan et de leur coût en capital, qui s'est traduit par une réallocation du capital en réduisant les activités associées aux exigences en capital les plus marquées, à l'instar des activités de tenue de marché et la négociation pour compte propre.

Des aspects conjoncturels ont pu également influencer sur la révision du *business model* de la tenue de marché : alors que les volumes et la volatilité chutent, et que les spreads se compriment, l'activité de tenue de marché sur les marchés secondaires devient moins rentable et les banques préfèrent réallouer leurs ressources et leur capital à des activités qui le sont plus.

⁶⁵ "Survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and OTC derivatives markets", Dec 2014.

De manière plus générale, certaines réformes bancaires ont pu avoir une incidence sur la tenue de marché, que ce soit la séparation stricte (« *ringfencing* ») des activités bancaires au Royaume-Uni ou l'interdiction des activités de négociation pour compte propre aux États-Unis ou leur cantonnement dans une filiale dédiée et capitalisée de manière autonome en France (l'impact sur l'activité de tenue de marché de la réforme américaine ou de la réforme française est néanmoins plus limité car elle introduit des règles renforcées de contrôle de la tenue de marché mais ne limite pas cette activité).

B.5. Malgré leur importance croissante, les autres participants de marché ne peuvent se substituer aux teneurs de marché usuels

Les ETF peuvent fournir de la liquidité en temps normal, mais peuvent agir comme transmetteurs de tensions en cas de difficulté

La forte croissance des actifs sous gestion des fonds négociés en bourse (ETF⁶⁶ – *Exchange-Traded Funds*) dans le monde (la majorité étant aux États-Unis) a été favorisée par l'environnement de taux d'intérêt bas et le resserrement des *spreads* de crédit. À noter qu'en France, la croissance de ces fonds est restée modérée. Les ETF améliorent le processus de découverte des prix en fournissant un prix de marché sur des portefeuilles d'actifs parfois faiblement liquides.

L'animation des ETF sur le marché primaire est réservée aux participants autorisés (*authorised participants*) qui sont chargés de créer et de rembourser les parts d'ETF. Ces participants qui regroupent généralement les plus importants *market makers* n'ont pas l'obligation d'accepter les demandes de remboursement, en particulier, lorsque leurs limites de risque d'autorisées ont été atteintes.

Or en cas de pression vendeuse en particulier dans le cas d'ETF indexés sur des actifs faiblement liquides, la fourniture continue de liquidité devient plus coûteuse et plus risquée pour les participants autorisés, qui transmettent les tensions sur leur liquidité de financement aux marchés dont l'ETF réplique la performance *via* le mécanisme de création / rachat de parts, qui implique de réaliser des transactions sur le marché répliqué⁶⁷. Les porteurs de parts sont alors exposés à la décote des actifs dont la performance est répliquée par l'ETF.

Les gestionnaires d'actifs⁶⁸ ne sont que des canaux de transmissions des choix d'allocation des investisseurs.

Les gérants agissent dans le cadre de mandats d'investissement qui leurs sont confiés par leurs clients. Ils sont donc mandatés par leurs investisseurs qui continuent de porter les risques de valorisation et de liquidité des actifs, indépendamment du véhicule d'investissement choisi. Les volumes d'échange générés par des décisions d'allocation tactique des gérants sont de second ordre par rapport aux volumes générés par des ordres clients. La constitution des expositions comme leur dénouement sont donc essentiellement l'expression des préférences des investisseurs.

Bien qu'ils aient les carnets d'ordre et la surface financière (*via* leurs fonds) pour apporter de la liquidité au marché, il n'est pas certain que les gestionnaires de fonds aient la capacité à assurer la fourniture de fourchettes de prix comme le feraient les teneurs de marché. Ce rôle ne correspond pas à leur mandat et les incitations qui en découleraient devraient être analysées. Par ailleurs, ce rôle nécessite un savoir-faire technique et opérationnel qui n'est *a priori* pas le leur. Au vu du changement radical de modèle d'activité qu'induirait in fine une telle évolution, il n'est pas possible de considérer que ces acteurs constituent un relai naturel dans la tenue de marché.

⁶⁶ Un ETF est un type de fonds de placement en valeurs mobilières reproduisant les performances d'un indice boursier (un « fonds indiciel »), d'un actif ou d'une stratégie et négociable en bourse.

⁶⁷ En cas de pression vendeuse de la part des souscripteurs de parts d'ETF, le prix de ces derniers passent alors en dessous de la valeur liquidative du fond. Afin de réduire cet écart, les AP récupèrent les parts et les rendent à l'émetteur de l'ETF en échange d'un panier de titres dont la performance est répliquée par le fond. Ce panier est alors vendu sur le marché, contribuant ainsi à répandre la pression vendeuse sur le marché répliqué.

⁶⁸ On ne considère ici que les gestionnaires de fonds vanille uniquement, les acteurs de type *hedge funds* sont donc exclus.

B.6. L'impact potentiel sur la liquidité de marché des évolutions réglementaires mérite d'être apprécié plus finement

Les teneurs de marché jouent un rôle crucial, d'une part pour la stabilité financière en assurant l'efficacité des marchés financiers, d'autre part pour le financement de l'économie en créant un climat de confiance pour les investisseurs, à même de favoriser le développement des marchés financiers. Compte tenu du repli de l'activité de tenue de marché et l'absence de relais efficient assurés par d'autres intervenants à ce stade, les régulateurs doivent rester particulièrement vigilants aux risques liés à une réduction de la liquidité.

Les tensions observables sur la liquidité de marché, les épisodes de volatilités et les comportements moutonniers pourraient amplifier l'impact des ajustements de taux, de prix ou d'allocation d'actifs. Plusieurs types de chocs sont aujourd'hui possibles : un ajustement non anticipé de la politique monétaire américaine et donc une hausse des taux, une dégradation de la situation macroéconomique ou géopolitique, ou même des chocs sectoriels pourraient conduire à des révisions brutales de l'appétit pour le risque des investisseurs. Les ajustements de portefeuille pourraient conduire à des séquences de volatilité forte et, potentiellement, à des ventes forcées (*fire sales*) alimentant une chute des prix. La demande plus forte pour la liquidité associée aux épisodes de ventes forcées et son effet sur les prix pourraient se propager entre classes d'actifs et entre institutions financières.

À l'avenir, les exigences de transparence pré et post-négociation de la directive MiFID II et du règlement MiFIR devraient permettre une amélioration du processus de formation des prix (en limitant les volumes exécutés de façon non transparente) pour les investisseurs et une meilleure appréhension du risque, y compris de liquidité pour les investisseurs, les intermédiaires et les superviseurs. Dans la mesure où ces nouvelles exigences n'entreront en vigueur qu'en 2017, il est encore difficile à ce stade d'en évaluer les conséquences sur la liquidité de marché. Cependant certains acteurs de marché, notamment côté vendeur (*sell-side*), ont alerté sur la difficulté accrue de tenir des positions d'ampleur dans un environnement de négociation plus transparent, notamment s'agissant des informations à dévoiler post-transactions. En ce sens, la détermination des seuils de liquidité et le calibrage des dérogations à la transparence dans les normes techniques de réglementation et d'exécution⁶⁹ constitue encore une étape importante afin de parvenir à un arbitrage satisfaisant entre les objectifs d'amélioration de la transparence et de préservation de la liquidité. Concernant spécifiquement les instruments obligataires, la solution envisagée à ce stade dans les RTS consiste dans un premier temps à les segmenter en classes d'obligations (souveraines/d'entreprise, seniors/subordonnées, financières/non financières...) et dans un second temps de distinguer au sein de chaque classe des obligations liquides et illiquides, en fonction d'un seuil de taille d'émission.

La séparation structurelle des activités bancaires et les projets d'exigences de liquidité macroprudentielles appliquées au secteur bancaire pourraient également influencer à terme sur la capacité des teneurs de marché traditionnels à fournir de la liquidité, alors que certaines mesures pourraient améliorer la capacité des autres acteurs à maintenir leur contribution à liquidité en cas de tensions sur les marchés.

Une évaluation de l'effet des évolutions réglementaires sur la liquidité de marché serait une source d'information précieuse pour la conception des réglementations futures mais aussi dans l'optique d'une éventuelle révision du calibrage des réglementations.

⁶⁹ RTS (*Regulatory Technical Standards*) et ITS (*Implementation Technical Standards*) forment des normes techniques contraignantes. Les autorités européennes sont mandatées par les directives ou règlement européens pour en assurer la rédaction dans le cadre du mandat défini. Ils permettent de définir précisément des aspects spécifiques, afin d'assurer une mise en œuvre harmonisée des exigences. Ces textes sont d'application directe, sans transposition.

C. Le financement de l'immobilier résidentiel en France⁷⁰

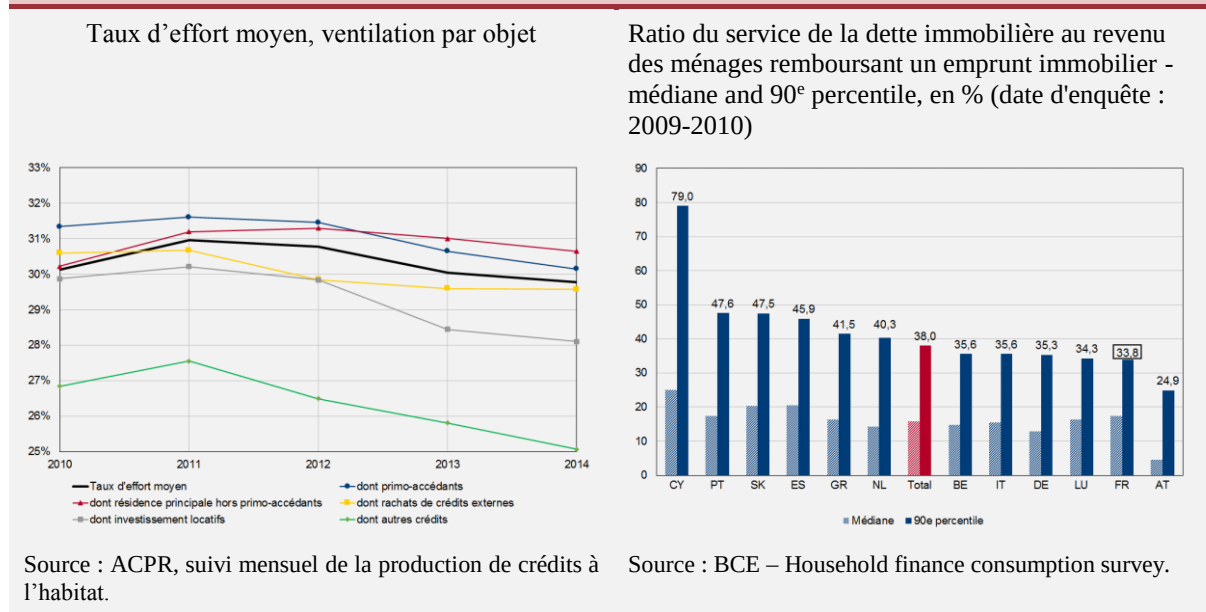
Les crédits immobiliers distribués en France représentent une masse importante du bilan des banques françaises (environ 27 % du total des crédits à la clientèle⁷¹ au 31 décembre 2014) et jouent un rôle clef dans leur modèle économique, en particulier pour de l'activité de détail. Souvent utilisés comme produit d'appel et accordés à des taux compétitifs, les prêts immobiliers permettent de nouer une relation privilégiée avec la clientèle, d'élargir la base de leurs dépôts (domiciliation de leurs revenus dans leurs comptes, autres produits d'épargne bancaire) et de développer d'autres sources de revenus au sein de la banque de détail et des autres lignes de métier, comme l'assurance.

C.1. Des atouts à préserver

Des politiques d'octroi de prêts centrées sur la solvabilité de l'emprunteur

En France, la décision d'octroi repose principalement sur une appréciation du montant des charges récurrentes de l'emprunteur (intégrant le remboursement de ses prêts) en proportion de ses revenus lors de l'octroi. Le bien immobilier est alors envisagé comme une garantie supplémentaire et secondaire par rapport à la solvabilité du client. Ainsi, cette approche conduit à une pratique qui limite généralement la charge générée par le service de la dette au tiers du revenu. Les ménages français présentent ainsi un ratio de service de la dette structurellement faible et parmi les plus bas en Europe. Ils font aussi moins fréquemment face à une charge de la dette immobilière élevée que les autres ménages emprunteurs européens dans la même situation. En outre, la législation française ne permet pas de situation de défaut de paiement « stratégique » de la part de l'emprunteur, le Code civil (art. 2028 et 2029) permettant au créancier de saisir l'ensemble des biens et/ou revenus de l'emprunteur pour être remboursé.

Graphique 54 - Taux d'effort des ménages emprunteurs à l'octroi



Une prévalence des prêts à taux fixe

Couplée à la politique d'octroi, la prévalence des prêts à taux fixe en France constitue également un facteur d'atténuation des risques en faisant porter le risque de taux par les banques plutôt que par les ménages et en limitant l'impact des hausses de taux pour les ménages emprunteurs et en rendant

⁷⁰ Chiffres ACPR 2014 provisoires ; les chiffres définitifs seront publiés dans l'Analyses et Synthèses sur le Financement de l'habitat en 2014, à paraître en juillet prochain (cf. <http://www.acpr.banque-france.fr/etudes/analyses-et-syntheses.html>).

⁷¹ Crédits à la clientèle hors établissements de crédit, toutes zones géographiques confondues.

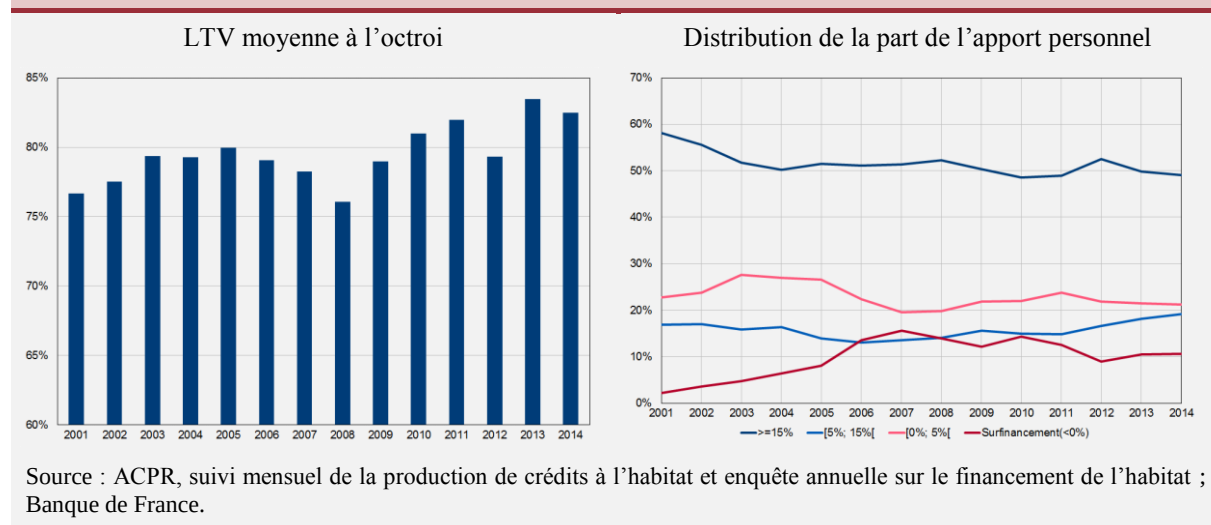
prévisible la charge de leurs futurs remboursements. À fin 2014, les prêts à taux fixe représentaient 92 % de la production et 85,5 % de l'encours des prêts à l'habitat des banques françaises. Sur la faible part de prêts à l'habitat commercialisés à taux variables, la majorité est accompagnée de conditions « protectrices » (mensualités fixes, plafond (« cap ») sur les taux d'intérêt) si bien que les crédits à taux variable « sec », i.e. sans « cap », ne concernent qu'une part marginale de la production en France (0,9 % en 2014). Dans d'autres pays, les produits les plus répandus en matière de financement à l'habitat sont soit un prêt à taux fixe sur une période initiale définie (par exemple sur les cinq premières années) et ensuite variable comme en Allemagne et aux Pays-Bas, soit un prêt à taux variable comme c'est le cas en Espagne et en Italie⁷².

Les années 2000 ont cependant été marquées par un allongement des maturités et des rapports entre les montants empruntés et la valeur des biens (loan-to-value ratio, LTV)⁷³ élevés

La durée moyenne à l'octroi s'établit aux alentours de 17,5 ans début 2015. Elle a connu une forte hausse au cours des années 2000, passant de l'ordre de 14 ans en 2001 à près de 19 ans en 2008 avec la diffusion croissante de maturités très longues (au-delà de 25 ans). Elle est depuis revenue autour de 17 ans, notamment du fait du recul de ce type de maturités dans la production réalisée.

Parallèlement, le marché du crédit à l'habitat français présente un niveau de LTV à l'octroi relativement élevé : la LTV moyenne à l'octroi était de 82,8 % en 2014 (81,3 % si l'on exclut les rachats de crédits externes, qui biaisent en partie les calculs⁷⁴), contre 80 % en Allemagne, 67 % en Italie et 57 % en Espagne en 2013⁷⁵. Sur les encours, la quasi-totalité des prêts étant amortissables et à taux fixe, la LTV s'inscrit toutefois à un niveau sensiblement inférieur. À partir des LTV moyennes à l'octroi observées depuis 2001, de l'évolution des prix de l'immobilier et des taux d'intérêt des crédits au niveau agrégé, elle pouvait être estimée à 52,6 % fin 2014.

Graphique 55 - LTV moyenne des crédits à l'habitat aux particuliers

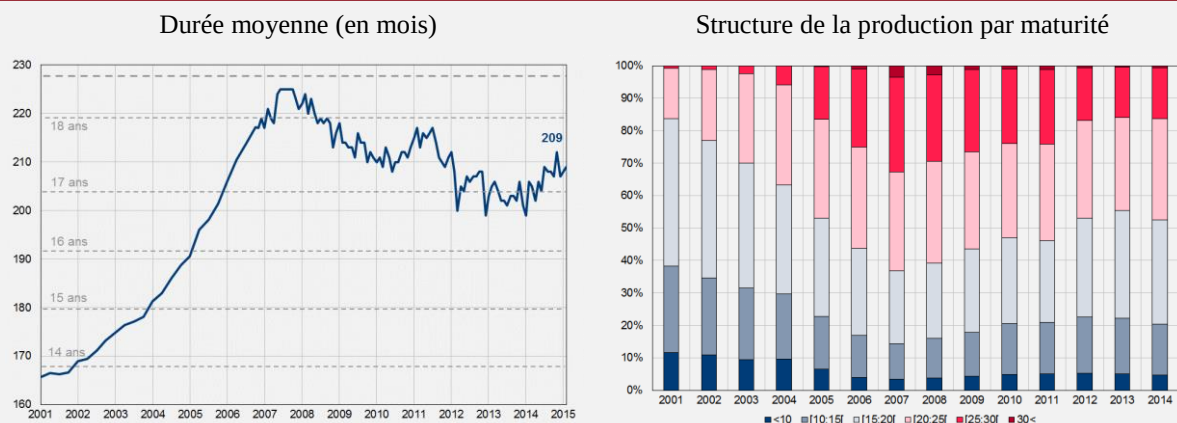


⁷² Source : ACPR pour la France - *European Mortgage Federation* pour les autres pays (données sur la production au 4^e trimestre 2013).

⁷³ La *loan-to-value* à l'octroi correspond au ratio du montant du prêt principal sur la valeur d'achat du logement, hors droits de mutation et/ou d'acquisition.

⁷⁴ Les opérations de rachat de crédits externes répertoriées par les banques dans leurs systèmes informatiques présentent des niveaux anormalement élevés. Cela tient au fait que le capital restant dû sur le prêt racheté est le plus souvent inscrit en lieu et place de la valeur du bien, conduisant mécaniquement à des LTV proches de 100 %.

⁷⁵ Sources : ACPR pour la France, *European Mortgage Federation*.

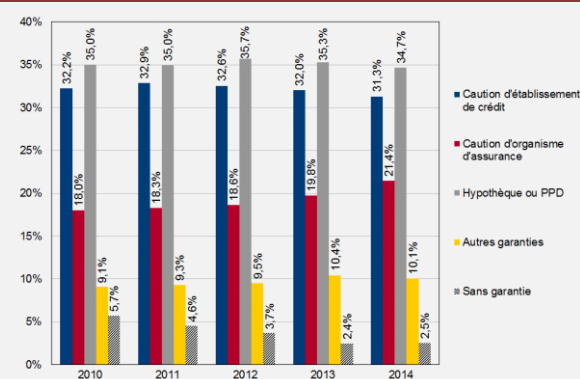
Graphique 56 - Durée moyenne de la production de crédits à l'habitat aux particuliers

Source : Observatoire Crédit Logement, (graphique de gauche : dernier point mars 2015).

L'importance du recours à la caution

En 2014, 52,7 % des prêts accordés bénéficiaient d'une caution, tandis que l'hypothèque représentait 34,7 % des garanties contractées. Le marché de la caution s'est de fait fortement développé au cours de la dernière décennie, représentant le plus souvent pour l'emprunteur une alternative moins onéreuse à l'hypothèque et nécessitant de moindres démarches administratives.

Le marché de la caution est composé de deux types d'acteurs : i) les garants externes dont Crédit Logement⁷⁶ et ii) les garants internes quasiment tous filiales des groupes bancaires⁷⁷. Il se caractérise également par sa forte concentration puisque six sociétés de cautions détiennent plus de 90 % de part de marché, Crédit Logement détenant à lui seul environ 50 % de part de marché.

Graphique 57 - Structure de l'encours par type de garantie

Source : ACPR – Enquête annuelle sur le financement de l'habitat.

Note : l'octroi d'un crédit immobilier résidentiel est conditionné, dans la quasi-totalité des dossiers, à la mise en place d'une garantie. Celle-ci peut consister en une sûreté notariale (ex : hypothèque), ou en une garantie dite financière (ex : garantie émanant d'une société de caution). Dans ce dernier cas, la société de caution garantit à l'établissement prêteur le remboursement du crédit immobilier résidentiel en contrepartie d'une prime payée par l'emprunteur.

⁷⁶ Crédit Logement est détenu par la plupart des acteurs bancaires français dont Groupe Crédit Agricole (incl. LCL), BNP Paribas, Société Générale (incl. Crédit du Nord), BPCE (incl. Crédit Foncier), Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et HSBC France.

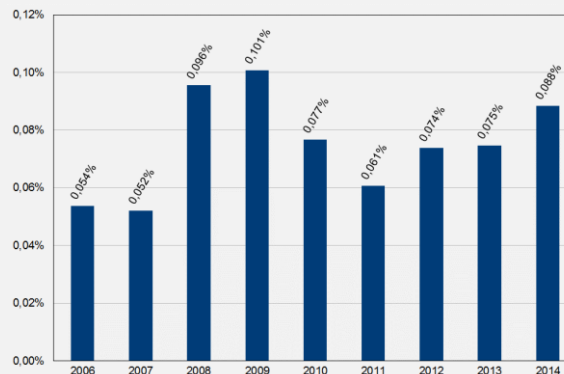
⁷⁷ À l'instar de CEGC (Compagnie Européenne de Garanties et Cautions), CASDEN (Caisse d'Aide Sociale De l'Éducation Nationale) et SOCAMI (Société de CAutionnement Mutuel Immobilière) (BPCE), CAMCA (Caisse d'Assurances Mutuelles du Crédit Agricole) (Groupe Crédit Agricole) ou encore de CMH (Crédit Mutuel Habitat) (Groupe Crédit Mutuel).

Les chiffres de la sinistralité témoignent de la robustesse du modèle français du financement de l'habitat

Parallèlement à la hausse des prix, l'endettement immobilier des ménages français a connu une progression continue sur les quinze dernières années, résultant en partie de certains facteurs risqués comme l'allongement de la maturité initiale. Comme évoqué précédemment dans la revue de la situation des ménages, l'endettement des ménages français paraît toutefois soutenable.

Avec un niveau de sinistralité toujours contenu, la France est le pays en Europe qui présente le taux d'impayés (0,1 % fin 2014) le plus faible sur ce type de prêts (plutôt de l'ordre de 0,5 % en Allemagne, proche de 1,5 % au Royaume-Uni, en Espagne ou en Italie)⁷⁸. Le coût du risque supporté par les banques sur les prêts à l'habitat s'est ainsi toujours établi en-dessous de 0,1 % de leur encours de prêts à l'habitat sur les dix dernières années, soit niveau modéré en comparaison avec d'autres types de crédit ou avec la sinistralité qui a pu être observée à l'étranger sur les prêts à l'habitat.

Graphique 58 - Coût du risque (rapporté à l'encours moyen)



Source : ACPR – Enquête annuelle sur le financement de l'habitat.

Allocation des risques liés au financement de l'habitat

Compte tenu des caractéristiques présentées, les risques associés au financement de l'habitat sont alloués de la manière suivante dans le modèle français :

Risque de prix immobilier : la politique d'octroi fondée sur la solvabilité de l'emprunteur plutôt que sur la valeur du bien protège les banques des évolutions de prix immobiliers. La probabilité de défaut des emprunteurs étant peu sensible à l'évolution des prix de l'immobilier, les risques pour le secteur financier en cas de retournement du marché immobilier sont donc limités.

Risque macroéconomique (revenu des ménages) : un retournement macroéconomique, entraînant une hausse prolongée du chômage, pourrait avoir un effet important sur la sinistralité. Une partie de ces pertes seraient absorbées par les organismes de cautionnement.

Risque de taux : ce risque est essentiellement porté par les banques, plus équipées pour y faire face et se couvrir. Les ménages sont protégés des hausses de taux mais peuvent tirer parti des mouvements de baisse, ce qui contribue à leur faible sinistralité.

Risque de liquidité : ce risque, inhérent à l'activité de transformation d'une banque, est porté par les banques, qui sont les plus équipées pour le gérer.

⁷⁸ Impayés de plus de 90 jours non contentieux, source : Fitch « *Global Housing and Mortgage Outlook – 2015* ».

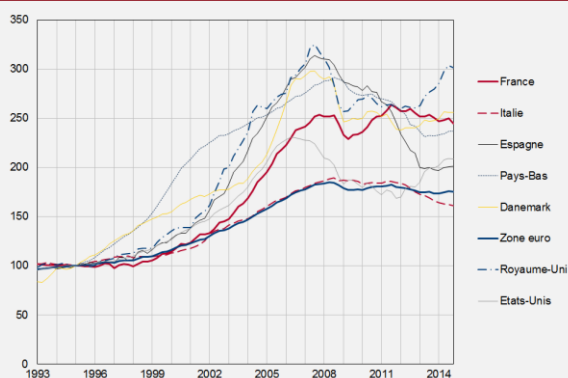
C.2. Des points d'attention

Le niveau des prix immobilier reste un sujet de préoccupation, mais ne semble pas être en tant que tel un facteur de risque pour la stabilité financière

Après une période de fort dynamisme entre 1999 et 2007 et entre 2009 et 2011, le marché immobilier résidentiel connaît depuis le début de la crise un atterrissage progressif caractérisé par une contraction significative des volumes et une baisse plus mesurée des prix. Cette dernière contraste avec les corrections de prix plus marquées observées dans d'autres pays européens ayant connu un dynamisme similaire sur les prix dans les années 2000.

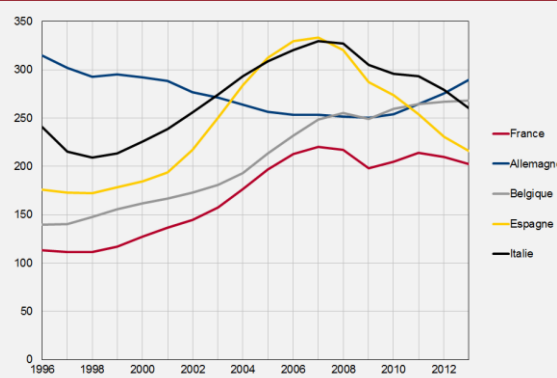
La surévaluation possible des prix immobiliers du marché résidentiel français fait l'objet d'une préoccupation forte au sein des instances nationales comme internationales. À titre d'exemple, les études menées par la BCE en 2014⁷⁹ et la Commission européenne en 2013⁸⁰ suggèrent que la surévaluation des prix immobiliers se situerait entre 10 % et 25 %⁸¹, incitant à prendre en compte l'hypothèse d'un retournement plus sévère du marché que la correction des prix d'environ 6 % observée en France dans l'ancien entre 2012 et 2014 (soit 2,1 % en moyenne en rythme annuel).

Graphique 59 - Indice des prix immobiliers résidentiels, 100=1995T1



Sources : Banque centrale européenne, S&P/Case-Shiller.

Graphique 60 - Ratio prix sur loyer (nombre de loyers mensuels égalisant les prix d'actifs immobiliers)



Source : M. Dujardin, A. Kelber, A. Lalliard (2015), « Surévaluation et rentabilité des biens immobiliers en zone euro : l'apport des données en euros par mètre carré », Bulletin de la Banque de France, 1^{er} trimestre 2013, n°199.

En l'état actuel, et même en retenant la fourchette haute des estimations, la surévaluation des prix n'apparaît pas être un facteur de vulnérabilité majeur pour le système financier français. D'une part, le ratio moyen entre l'encours restant des engagements immobiliers et la valeur des biens financés apparaît protecteur, la LTV moyenne sur l'encours est estimée (voir supra) à 52,6 % à fin 2014. D'autre part et plus fondamentalement, les normes d'octroi de crédits des banques en matière de financement de l'habitat décrites précédemment, qui conditionnent l'acceptation d'un dossier de crédit à l'analyse de la solvabilité de l'emprunteur tendent à déconnecter les évolutions de prix sur le marché immobilier du risque pris par les banques⁸². De fait, la solvabilité des bénéficiaires de prêts à l'habitat en France apparaît beaucoup plus dépendante des conditions macroéconomiques, notamment du marché de

⁷⁹ BCE, *Financial Stability Review*, Novembre 2014.

⁸⁰ « *Assessment of House Price Dynamics* », LIME Working Group, 2013.

⁸¹ L'étude réalisée par P. Antipa et R. Lecat sur données françaises en tenant en compte d'un ensemble de variables macroéconomiques (modèle à correction d'erreur) estimait que les prix immobiliers se situaient 21 % au-dessus de leur niveau d'équilibre au 3^e trimestre 2012, soit avant la phase d'ajustement actuelle. Cf. « Bulle immobilière » et politique d'octroi de crédits : enseignements d'un modèle structurel du marché français de l'immobilier résidentiel », Pamfili Antipa et Rémy Lecat, Revue de l'OFCE n°128 - Ville et logement, pp 163-187.

⁸² Cette déconnection est d'autant plus forte que la faiblesse des effets richesse en France tend à limiter les impacts macroéconomiques d'une baisse des prix de l'immobilier.

l'emploi, que du prix des actifs immobiliers. Enfin, le ratio prix sur loyer français, calculé à partir de séries en euros par mètres carrés, apparaît relativement faible par rapport à ses voisins européens (Allemagne, Belgique, Espagne, Italie) sur la période 1996 – 2014, contrairement à ce qu'indique le même ratio calculé sur la base de séries en indices comme cela est généralement le cas faute de données. Ce ratio, régulièrement utilisé pour évaluer le risque de surchauffe dans le secteur immobilier, mesure à la fois l'opportunité relative, pour un occupant, d'acheter ou de louer son logement et, de façon indirecte, la rentabilité d'un placement locatif. La forte hausse du ratio prix-sur-loyers en France depuis 1996 pourrait ainsi provenir en partie de son niveau initialement modeste.

Malgré certaines critiques, l'utilisation de modèles internes pour le calcul des risques pondérés (RWA) immobiliers des banques françaises paraît satisfaisante

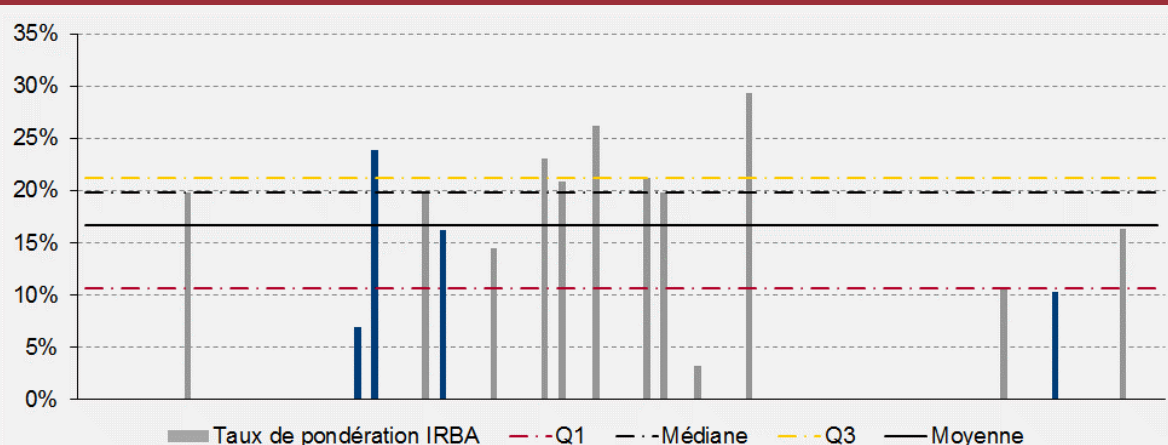
Une très large part des risques pondérés (RWA) sur les crédits à l'habitat des banques françaises distribués dans l'Hexagone est calculée au travers de modèles internes validés par l'ACPR (méthode avancée ou IRBA). Le faible niveau de ces pondérations, en comparaison internationale, ainsi que l'hétérogénéité entre banques, ont pu conduire à des craintes d'observateurs extérieurs sur une éventuelle sous-évaluation du risque en modèle interne.

En 2014, l'évaluation complète des actifs bancaires et l'exercice de stress test réalisés par la BCE a permis une véritable comparabilité de la situation des banques européennes. Il a confirmé la bonne qualité du bilan des banques et l'absence de sous-estimation des risques : l'évaluation des actifs a fait ressortir une correction parmi les plus faibles des banques de la zone euro (-0,2 pt, contre -0,4 pt en moyenne pour l'ensemble des banques concernées) sur le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 « *common equity tier 1 – CET1* » des banques françaises au 31 décembre 2013⁸³.

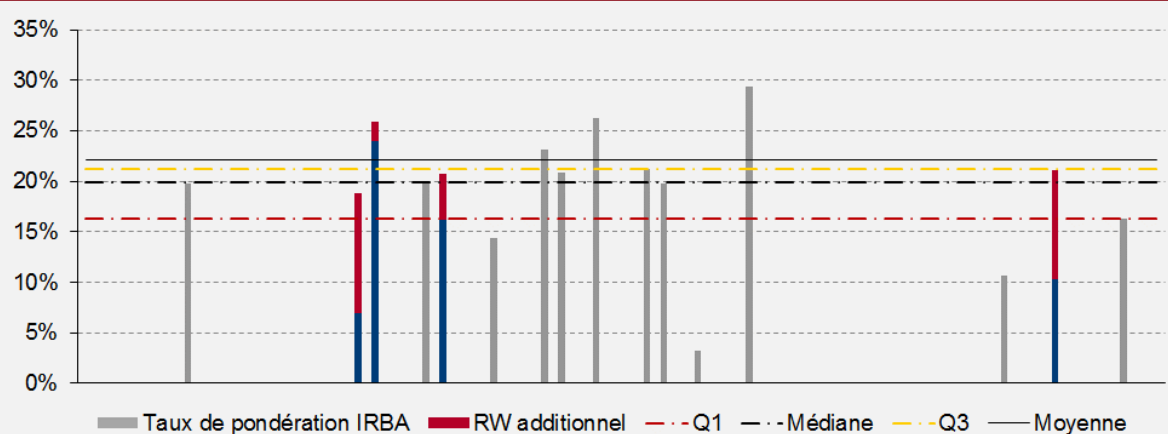
Par ailleurs, si les taux de pondération des crédits à l'habitat des banques françaises traités en IRBA sont effectivement très hétérogènes, il convient de rappeler qu'une partie des crédits bénéficie de la garantie Crédit Logement. Cette garantie a un impact sur le coût en fonds propre des crédits immobiliers pour les banques concernées : dans la mesure où les banques sont actionnaires de Crédit Logement, elles sont tenues de déduire de leurs fonds propres le montant de leur participation (capital + prêts participatifs) au sein de l'établissement dès lors que cette dernière excède 10 %. Au total, pour les quatre groupes bancaires français couverts par *Transparency exercise* de l'EBA de 2013, qui détiennent tous une participation de plus de 10 % dans Crédit Logement, le taux moyen de pondération des crédits à l'habitat traités en IRBA s'établit à 16,64 % contre 23,93 % pour leurs concurrentes étrangères. Cependant, la prise en compte du coût que représente la participation dans Crédit Logement modifie sensiblement le positionnement des banques françaises : en ajoutant à leurs risques pondérés sur les crédits à l'habitat le montant de leur participation dans Crédit Logement, pondérée à 1250 %⁸⁴, le taux de pondération moyen des crédits à l'habitat des banques françaises progresse à 22,12 %, un niveau comparable à la moyenne européenne.

⁸³ L'exercice de stress test considérait pour la France un choc important du marché de l'immobilier composé d'une correction de 30 % des prix de l'immobilier, d'une hausse de 2 point de pourcentage du chômage. Ce choc conduisait en moyenne environ à un doublement des probabilités de défaut et à une hausse de 50 % des pertes en cas de défaut. L'exercice de stress test a montré une bonne capacité d'absorption du système bancaire à ce choc.

⁸⁴ Une déduction des fonds propres étant équivalente à une pondération à 1250 %.

Graphique 61 - Taux de pondération des crédits à l'habitat en France (juin 2013)

Source : *Transparency exercise* de l'EBA ; calculs ACPR. Les taux de pondération n'ont été calculés que pour les banques de l'échantillon qui ont déclaré avoir des crédits à l'habitat en France, les banques françaises sont représentées en bleu.

Graphique 62 - Taux de pondération des crédits à l'habitat en France (juin 2013) après retraitement de la participation des banques françaises dans Crédit Logement

Source : *Transparency exercise* de l'EBA ; calculs ACPR. Les taux de pondération n'ont été calculés que pour les banques de l'échantillon qui ont déclaré avoir des crédits à l'habitat en France, les banques françaises sont représentées en bleu.

Enfin, l'ACPR veille à ce que des choix prudents soient faits dans les modèles internes. Ainsi, il convient de noter que le traitement des prêts cautionnés est plus conservateur en France que ce que prévoient les textes : à l'occasion de l'entrée en vigueur de CRD4/CRR, une disposition nationale a été maintenue afin de maintenir les exigences de fonds propres des prêts cautionnés traités en modèle avancé (IRBA) à un niveau aussi élevé que sous Bâle II.

Suite à la crise et compte tenu des réformes prudentielles, l'activité de crédit à l'habitat doit évoluer...

Le modèle économique des banques en matière de financement de l'habitat apparaît en revanche remis en partie en question suite à la crise et par la mise en œuvre de Bâle III. Si les exigences en fonds propres

des prêts à l'habitat n'ont pas été relevées par CRD4/CRR pour le calcul du ratio de solvabilité, les ratios de liquidité⁸⁵ d'une part et le ratio de levier d'autre part imposent de nouvelles contraintes.

En effet, alors que la dynamique des encours de crédits immobiliers avant la crise a été associée à un recours croissant à des refinancements de marché, les normes de liquidité limitent désormais une telle dynamique. Du point de vue du ratio de liquidité à court terme (LCR), les engagements immobiliers ne sont pas éligibles au numérateur du LCR (celui-ci ne pouvant être constitué que d'actifs cessibles), même si les obligations sécurisées et les titrisations de crédits immobiliers le sont. Du point de vue du ratio de liquidité à long terme (NSFR), avec une maturité résiduelle de 15,4 ans (au 31 décembre 2014), ils entraînent un besoin important en ressources longues (65 % de la valeur de l'engagement si l'actif bénéficie d'une pondération de 35 % en méthode standard pour le ratio de solvabilité). Par ailleurs, ils constituent une part importante des bilans de certaines banques, au moment où celles-ci vont se retrouver sous la contrainte du ratio de levier.

... dans le sens d'une gestion attentive du risque de taux

La très grande majorité des crédits à l'habitat distribués en France est aujourd'hui à taux fixe. De ce fait, les emprunteurs ne sont pas exposés aux variations des taux, le risque de taux sous-jacent aux crédits immobiliers, en particulier le risque de hausse, étant porté par les banques. Dans ce contexte, la qualité de la gestion actif-passif des banques et de la gestion du risque de taux revêt une importance centrale.

Le modèle des prêts immobiliers à taux fixes paraît plus protecteur pour l'emprunteur, et a largement contribué à la résilience du modèle de financement immobilier français pendant la crise. Il convient de rappeler qu'un prêt, qu'il soit à taux variable ou à taux fixe, fait porter un risque de taux sur l'emprunteur. Dans le premier cas, l'emprunteur est exposé à une hausse des taux d'intérêt réel en cas de baisse du taux d'inflation : sa charge de remboursement s'accroît relativement à son revenu. Dans le second cas, l'emprunteur est au contraire perdant en cas de baisse des taux, le coût réel du service de sa dette étant alors surévalué. Les prêts à taux fixe s'imposent toutefois en pratique comme plus protecteurs pour les ménages. D'une part, si une hausse des taux implique une charge d'endettement supplémentaire pour le ménage lors d'un emprunt à taux variable, une baisse des taux n'implique qu'un « manque à gagner » pour l'emprunteur lors d'un prêt à taux fixe. Compte tenu de cette asymétrie, les prêts à taux fixe sécurisent davantage la chronique de remboursement, d'autant plus si les ménages ont tendance à sous-estimer le risque de taux en attachant une importance trop élevée au niveau initial des paiements. D'autre part, les opérations de renégociation ou rachat de créances offertes par les banques réduisent en partie le risque des emprunteurs à taux fixe, même si elles présentent certains frais (commissions, pénalités, négociation).

Du côté des banques, l'offre de prêts à taux fixes ou à taux variables est associée à des risques différents. Dans un modèle à taux fixes, la banque doit gérer le risque de taux mais celui-ci est en partie contrebalancé par la faiblesse du coût de risque de crédit supporté par les banques sur cette activité, lié à la protection des emprunteurs contre les variations de taux. À l'inverse, dans un modèle à taux variables, les banques ne portent pas de risque de taux, mais peuvent devoir supporter un risque de crédit potentiellement accru lors d'une hausse de taux.

La prépondérance des taux fixes contribue donc largement à la solidité du modèle français, mais suppose en contrepartie une gestion particulièrement attentive du risque de taux par les établissements de crédits en vue d'immuniser leur bilan. Pour l'heure, il ressort que les crédits à l'habitat donneraient systématiquement lieu à une couverture au moment de leur émission. Dans un contexte de taux bas qui favorise les opérations de renégociation ou de rachat par la concurrence, la gestion globale de ce risque doit faire l'objet d'une attention accrue.

Enfin, les réflexions en cours au Comité de Bâle sur la fixation d'une exigence de fonds propres au titre du risque de taux sur le portefeuille bancaire (IRBB) pourraient modifier le modèle économique des

⁸⁵ La réforme de Bâle III vise à améliorer la gestion du risque de liquidité par la création de deux ratios de liquidité. Le ratio de liquidité à court terme (LCR) vise à faire en sorte qu'une banque dispose d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une crise grave qui durerait 30 jours calendaires. Le ratio de liquidité à long terme (NSFR) est un ratio à un an qui vise à permettre aux banques de résister un an à une situation de crise : le montant des besoins en ressources stables doit être inférieur au montant des ressources disponibles.

banques françaises, et conduire à une modification de la répartition entre crédits à taux fixes et à taux variables. Il conviendrait de veiller à ce que ces évolutions prennent en compte la nature des risques auxquels les acteurs sont exposés en fonction du modèle en vigueur et ne remettent pas en cause les facteurs de stabilité du modèle français.

Le recours majoritaire à la caution est parfois contesté mais cette pratique a montré sa robustesse au cours du temps

L'activité de caution est aujourd'hui remise en cause. Cette spécificité française est parfois mal comprise à l'étranger. Un traitement réglementaire approprié, analogue à celui des crédits hypothécaires a néanmoins été obtenu dans CRD4/CRR⁸⁶ (les prêts cautionnés sont inclus au même titre que les crédits hypothécaires dans les portefeuilles de couverture des obligations sécurisées bénéficiant d'un traitement favorable, mais sous réserve de restrictions⁸⁷ qui peuvent sembler sévères au regard du risque) comme s'agissant de la reconnaissance comme actifs liquides des RMBS assis sur des prêts cautionnés.

Par ailleurs, la structure actionnariale exclusivement bancaire des organismes de caution est perçue comme une limite au transfert effectif des risques en dehors des banques. L'exercice de stress test mené en 2014 a toutefois souligné la solidité financière de ces institutions et leur capacité à absorber des pertes conséquentes.

Enfin, le caractère potentiellement insuffisamment concurrentiel du marché de la caution peut aussi être critiqué. L'Autorité de la concurrence a été saisie pour avis sur ce sujet, et devrait prochainement se prononcer.

Mais le crédit cautionné, qui consiste pour la banque prêteuse à s'assurer contre l'insolvabilité de l'emprunteur via la caution d'un garant (i.e. un établissement de crédit, une société de financement ou une compagnie d'assurance) présente plusieurs avantages à considérer : (i) l'organisme de caution effectue un contrôle supposé indépendant de la qualité de crédit de l'emprunteur, doublant celui effectué par le prêteur : ces pratiques ont de ce fait accru l'importance de l'analyse de la solvabilité de l'emprunteur, au travers notamment de sa capacité de remboursement (rapport des mensualités aux revenus) au détriment de la valeur du bien acquis ; (ii) en cas de défaut de l'emprunteur, la société de caution indemnise la banque (remboursement du capital et des intérêts non perçus) et, dans certains cas, prend en charge la gestion des dossiers en recouvrement à la place de l'établissement prêteur⁸⁸. La pratique de la caution a ainsi montré sa robustesse au cours du temps au travers d'une faible sinistralité et demeure, du point de vue de l'emprunteur, le mode de garantie le plus souvent le moins onéreux. Même lorsque l'organisme de caution est une filiale de l'établissement prêteur, la pratique de la caution contribue à la robustesse du système à condition qu'elle respecte des critères de solidité structurelle, notamment l'existence effective d'un deuxième contrôle indépendant de la qualité de crédit de l'emprunteur et une adéquation des fonds propres aux risques.

⁸⁶ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013

⁸⁷ Sur le rapport revenus/mensualités, la notation de l'organisme de caution et l'engagement de l'emprunteur à ne pas hypothéquer son bien.

⁸⁸ L'organisme de caution peut alors faire saisir les biens de l'emprunteur, dont le bien immobilier si celui-ci est vierge d'hypothèque (ce qui est le cas la plupart du temps car il est demandé à l'emprunteur de s'y engager lors de l'octroi du prêt).

C.3. Le développement de la titrisation pourrait contribuer à une adaptation du modèle français

Le développement d'une titrisation déconsolidante de prêts immobiliers pourrait contribuer à diversifier leurs sources de refinancement

Dans la mesure où les principales limites du modèle actuel touchent à la place que prennent les crédits immobiliers au bilan des banques et aux problématiques de liquidité (besoin de refinancement, impact du LCR et du NSFR) qu'ils génèrent, le développement de la titrisation des prêts immobiliers pourrait avoir des effets positifs : en permettant de transformer en titres liquides des portefeuilles d'actifs relativement peu liquides, la titrisation permettrait une meilleure allocation des ressources dans l'économie et une meilleure répartition du risque. Néanmoins, l'ampleur des effets positifs à attendre de la titrisation reste à déterminer.

La titrisation présente certains avantages. En effet, en permettant de transformer en titres échangeables sur les marchés des portefeuilles d'actifs non liquides, la titrisation permet une meilleure allocation des ressources dans l'économie et une meilleure répartition du risque et bénéficie à tous les acteurs. Pour les émetteurs, la titrisation permet de diversifier les sources de refinancement. De plus, elle peut permettre, sous certaines conditions, la déconsolidation de leurs créances, entraînant alors une économie de fonds propres au titre des ratios de levier et de solvabilité. Enfin, les titrisations conservées au bilan, permettent de desserrer la contrainte de liquidité en créant du collatéral pour le refinancement interbancaire ou auprès de la banque centrale. Pour les investisseurs, l'achat d'actifs titrisés leur permet de diversifier leurs expositions, de disposer de nouveaux produits en termes de rendement/risque, et de d'augmenter leur détention d'actifs liquides⁸⁹.

En rendant leurs créances plus liquides, la titrisation améliore l'accès au crédit des entreprises et des ménages. Enfin, du point de vue d'une banque centrale, la titrisation apparaît comme un instrument utile pour la mise en œuvre des politiques monétaires, en particulier des politiques non conventionnelles. Dans ce but, l'Eurosystème et plus particulièrement la BCE, a lancé fin 2014 un programme d'achat de titres adossés à des actifs (*Asset-Backed Securities*, ABS) incluant des titres adossés à des crédits immobiliers résidentiels (*Residential Mortgage-Backed Securities*, RMBS), courant sur une période de deux ans. Ce programme vise à favoriser le financement de l'économie réelle.

Cependant, la crise a montré les dangers d'une titrisation non maîtrisée, certains des produits bancaires issus de la titrisation ayant porté une part de responsabilité importante et très visible dans le déclenchement et l'extension de la crise financière. Ces excès ont mis en évidence ce qu'il fallait éviter : la diffusion à grande échelle de produits complexes, aux risques opaques et construits sur des actifs sous-jacents de qualité discutable, les conflits d'intérêts dans l'élaboration des produits et l'asymétrie d'information. Le caractère toxique attribué à certaines formes de titrisation tient donc essentiellement à la façon dont elles sont mises en œuvre et structurées, plus qu'au concept en tant que tel.

L'émergence d'un marché de la titrisation en France rencontre aujourd'hui certains obstacles

Le marché de la titrisation déconsolidante n'a pas redémarré en Europe depuis la crise, et les émetteurs, comme les investisseurs, font part d'une certaine réticence. Le recours des banques françaises à la titrisation reste jusqu'à présent modéré : les actifs des organismes de titrisation ne représentent que 3 % du total du bilan du système bancaire (contre 7 % pour l'ensemble de zone euro). Les banques ont eu tendance à conserver les titrisations dans leur bilan afin de les utiliser comme collatéral pour les opérations de refinancement.

En pratique, l'émergence d'un véritable marché des RMBS en France rencontre certains obstacles. Du côté de la demande, le traitement prudentiel de ces investissements pour les assurances (Solvabilité 2) et pour les banques (CRD4/CRR), même si ces dernières n'ont pas nécessairement vocation à constituer l'essentiel de la demande pour ce type d'actifs, constitue actuellement un frein important, y compris dans le cas de tranches senior. La réglementation financière a été réformée depuis la crise pour éviter

⁸⁹ Les émissions de tranche senior de très bonnes qualités des RMBS font partie du niveau 2B des actifs de très bonne liquidité (*High Quality Liquidity Assets*, HQLA) du LCR défini par Bâle III et repris dans l'acte délégué de la Commission européenne.

les excès observés sur les marchés, notamment avec la mise en place d'une obligation de rétention minimale au bilan (alignement des intérêts et de l'information, pour une meilleure qualité et une plus grande transparence) et de mesures pour accroître la transparence du marché (législation européenne sur les agences de notation, création de la *European DataWarehouse* qui rassemble des informations granulaires sur les prêts titrisés, etc.).

Cependant, le risque lié aux produits titrisés dépend fortement de leur structure, et peut être très différent d'un marché à l'autre. Ainsi, le niveau réel de pertes des sous-jacents de produits titrisés en Europe s'est finalement avéré modéré : les niveaux d'impayés sur les actifs titrisés dans l'immobilier en 2007 n'ont pas dépassé les 5 % dans un pays durement touché comme l'Espagne, alors qu'ils atteignaient près de 25 % aux États-Unis en 2008. Certaines évolutions réglementaires récentes ont cherché à capturer cette différence.

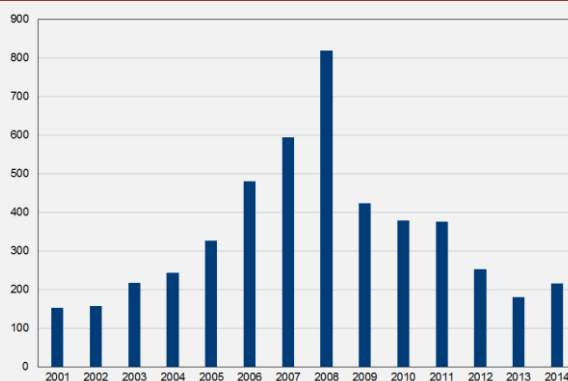
Du côté de l'offre, alors que les coûts de structuration d'une titrisation restent élevés (même si l'effort de standardisation en cours vise aussi à les réduire), l'équation économique de la titrisation est également compliquée par la mobilisation d'une part importante des crédits à l'habitat pour d'autres ressources telles que les *covered bonds*. Grâce aux sociétés de crédit foncier et de financement de l'habitat, les banques obtiennent déjà des ressources à bas coût et pour des montants importants en mobilisant via ces canaux leurs prêts (à hauteur d'environ 20 % fin 2013). Les crédits à l'habitat peuvent également servir en garantie de prêts interbancaires (dont certains sont eux-mêmes titrisés).

Enfin, des difficultés particulières à la France peuvent aussi exister : même si les banques sont tenues réglementairement de piloter la rentabilité de leurs opérations de prêts, les taux pratiqués en France par les banques sur les prêts à l'habitat et la faiblesse des marges pourraient limiter l'encours de prêts immobiliers actuellement titrisables.

D'autre part, certaines spécificités ou dispositions du marché français sont mal appréhendées par les acteurs internationaux. Ainsi, la compatibilité du droit à l'oubli⁹⁰ avec les critères d'éligibilité des tranches de titrisation au numérateur du LCR (acte délégué) doit être précisée. Dans un autre ordre d'idée, les critères utilisés par les agences de notation (LTV) sont en décalage par rapport au système français (fondé sur l'analyse de la capacité de remboursement de l'emprunteur).

Enfin, toutes les banques ne sont, à cette heure, pas encore équipées en infrastructures informatiques pour faire face aux implications opérationnelles d'une titrisation avec un transfert en pleine propriété des actifs. Les investissements de certaines banques pour développer ces compétences constituent une évolution favorable.

Graphique 63 - Émissions de titres adossés à des actifs en Europe (Md€)



Source : AFME.

Des travaux sont en cours, au niveau européen et international, pour favoriser une titrisation saine

Étant donné l'atonie du marché de la titrisation en Europe depuis la crise, un certain nombre d'organisations internationales, d'autorités Européennes et d'initiatives privées ont mis en avant l'importance de revitaliser le marché de la titrisation, et ont commencé à travailler à cet objectif. Il existe un large consensus sur l'utilité de développer une définition unifiée des titrisations saines, sans les caractéristiques problématiques des titrisations pré-crise, qui fournirait une valeur ajoutée considérable aux investisseurs en établissant des standards uniformes pour tout le marché.

⁹⁰ Au regard de la loi française, l'historique des incidents de paiement dans la base FICP est supprimé dès lors que l'incident n'existe plus (remboursement de la créance). Cette caractéristique nationale ne permet pas aux banques de vérifier l'historique sur trois ans des incidents de paiement, comme cela peut être exigé dans certains critères d'éligibilité.

Dans ce but, la *Task Force* BCBS-IOSCO a développé en 2014 les critères pour définir les titrisations qualifiées de « Simple, Transparent and Comparable » (STC) et un groupe de travail du BCBS est chargé, dans le courant de l'année 2015, d'envisager comment les prendre en compte dans le cadre bâlois.

Par ailleurs, en Europe, l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) a défini les titrisations « Simple, Standardisées et Transparentes » (SST). Comme pour les titrisations STC, les critères portent essentiellement sur la structure de la titrisation, censée permettre à l'investisseur de se faire une image fidèle des risques qu'elle comporte. Ces titrisations bénéficieraient de pondérations de risque de crédit préférentielles, et prévoiraient un processus de « *due diligence* » simplifié de la part des cédants, ce qui les rendraient de ce fait moins coûteuses qu'aujourd'hui. L'objectif de ce standard est également de rétablir la confiance des investisseurs dans ce marché. La Commission Européenne a publié le 18 février 2014 une consultation publique sur l'élaboration d'un cadre européen pour les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS), qui pourrait donner lieu à une initiative législative. Afin de redonner confiance aux investisseurs, et permettre le redémarrage de la titrisation, ces travaux doivent progresser rapidement, et couvrir l'ensemble du marché de la titrisation.

D. État des lieux du système financier parallèle en France

La crise financière mondiale de 2007-2008 a mis en évidence le rôle et l'importance de tout un système d'intermédiation financière qui s'était constitué en dehors du système bancaire traditionnel. Ce système, usuellement appelé *shadow banking system* ou système financier parallèle (SFP), recouvre une réalité économique protéiforme et évolutive, échappant dans certains pays largement à toute forme de supervision et de réglementation.

Selon la définition du Conseil de Stabilité Financière (CSF ou *Financial Stability Board*, FSB) de 2011, reprise par la Commission européenne dans son livre vert en 2012, il désigne un « système d'intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire traditionnel, susceptible de poser des risques systémiques et/ou de recourir à des arbitrages réglementaires ». Les activités d'intermédiation de crédit, dont il est ici fait état, renvoient à la collecte de fonds, dont les caractéristiques sont proches des dépôts bancaires, et qui sont utilisés pour effectuer des prêts à l'économie ou à d'autres intermédiaires financiers. Ces activités peuvent être régulées ou non et lorsqu'une réglementation est appliquée aux entités ou aux activités du SFP, elle diffère en nature ou en intensité de la réglementation bancaire.

D.1. En France, le système financier parallèle reste d'une taille limitée et est largement réglementé

Il représente un peu moins de 15 % du secteur bancaire

Suivant l'approche du CSF/FSB, le SFP en France comprend tous les intermédiaires financiers qui ne sont pas des établissements de crédit et qui réalisent des activités d'intermédiation de crédit. Une première évaluation du SFP français montre que ce dernier est beaucoup moins développé qu'aux États-Unis ou dans la zone euro prise dans son ensemble au regard de la taille du secteur bancaire traditionnel. Au troisième trimestre 2014, la taille du SFP y est sept fois moindre que celle du secteur bancaire traditionnel (1 144 Md€ pour le SFP contre 7 770 Md€ pour le secteur bancaire traditionnel), mais cette proportion est en croissance depuis 2002. À titre de comparaison, au troisième trimestre 2014, le secteur bancaire dans la zone euro, représente la majorité des actifs financiers (47 %) alors que la finance parallèle n'en représente que 33 %. Aux États-Unis, c'est la situation inverse, puisque la finance parallèle regroupe 31 % des actifs financiers contre seulement 25 % pour le secteur bancaire. La différence des tailles relatives de la finance parallèle et du secteur bancaire en Zone Euro et aux États-Unis est due aux particularités du mode de financement de l'économie caractéristique de chaque système.

Les entités françaises impliquées dans le système financier parallèle sont largement couvertes par le champ de la supervision. La quasi-totalité relèvent soit de la compétence de l'AMF lorsqu'il s'agit d'acteurs de la gestion d'actifs, de véhicules de titrisation soit de la Banque de France et de l'ACPR pour les sociétés de financement. De manière générale, elles font l'objet d'exigences réglementaires précises et d'un suivi régulier (voir *infra*). Ainsi, si elles peuvent être impliquées dans l'intermédiation de crédit sans avoir le statut d'établissement de crédit, leurs activités demeurent généralement supervisées par les autorités nationales.

Le secteur financier parallèle en France est largement réglementé

Le secteur financier parallèle comprend tous les intermédiaires financiers qui opèrent une activité d'intermédiation de crédit sans être soumis aux mêmes exigences que les banques ou intégrés dans le périmètre de consolidation d'un groupe bancaire. À ce titre, les sociétés financières soumises aux règles de Bâle 3 relatives aux établissements de crédit (transcrites dans l'Union européenne à travers la CRD4), les entreprises d'investissement et les véhicules de titrisation intégrés dans le périmètre de consolidation bancaire ne font pas partie explicitement du SFP en France. En revanche, les fonds monétaires ainsi que les fonds d'investissement (hors fonds actions) en constituent l'essentiel.

Risques traditionnellement portés par le SFP à la stabilité financière

Mandaté par le G20, le CSF a publié en octobre 2011⁹¹ un rapport identifiant les risques du SFP pour la stabilité financière et élaborant des recommandations pour renforcer la surveillance et la réglementation du SFP. Outre l'opacité qui caractérise le SFP, les principaux facteurs de risque identifiés par le CSF sont :

- la transformation d'échéances, qui consiste, pour une entité à investir dans des actifs à long terme (type crédits) en se finançant par des dettes à court terme, pose un risque de refinancement dans la mesure où l'échéance de son actif dépasse celle de son passif. Ce risque est accentué si l'entité est excessivement dépendante du financement de marché, ou de celui apporté par sa maison-mère.
- la transformation de liquidité que réalise une entité qui finance des actifs illiquides (souvent de long terme) par des passifs liquides expose cette entité à l'incapacité de faire face à des chocs de liquidité. Elle devient alors exposée au risque de fuite⁹². Ce risque est particulièrement marqué pour les fonds monétaires.
- le recours à l'effet de levier: un recours excessif à l'effet de levier revêt un caractère procyclique et peut amplifier des phénomènes de fuite et de ventes forcées d'actifs pour payer les demandes de rachats.

Entités réalisant une intermédiation de crédit mais non comprises dans le champ du SFP en France

- Les sociétés financières

Les sociétés financières rentrent habituellement dans le champ du SFP d'après la définition du CSF en raison des activités de financement qu'elles opèrent. En France, cependant, les sociétés financières sont exclues du champ du SFP en raison de leur statut d'établissement de crédit qui prévalait avant l'application de CRR. Depuis l'entrée en vigueur du règlement européen n°575/2013 (« CRR »), les sociétés financières ne peuvent plus se prévaloir du statut d'établissement de crédit en France. En effet, selon le règlement européen d'application directe, un établissement de crédit est « une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables ET à octroyer des crédits ».

La prise en compte du texte européen en France a donné naissance à deux statuts possibles pour les sociétés financières : les établissements de crédit spécialisés, qui demeurent dans le champ du CRR, ou les sociétés de financement, dont le cadre prudentiel est très proche de celui prévu par la CRD4, à l'exception principalement des exigences de liquidité.

- Les entreprises d'investissement

Les entreprises d'investissement⁹³ en France ont été instituées par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 en remplacement des sociétés de bourse, maisons de titres, et agents des marchés interbancaires. Elles sont souvent le prolongement des activités de marché des banques d'investissement en France et sont pour la plupart consolidées au niveau de leur groupe bancaire.

À fin septembre 2014, les entités consolidées au niveau du groupe bancaire représentent un encours de 270 milliards d'euros soit 91 % de l'encours total des entreprises d'investissement. La taille des actifs non consolidés faisant partie du SFP atteint ainsi 26 milliards d'euros.

- Les véhicules de titrisation dédiés

Pour mémoire, la titrisation est une technique de réorganisation de l'actif d'une entité économique. Elle vise à transformer en titres financiers des actifs peu liquides (créances, prêts, etc.) figurant au bilan d'une

⁹¹ http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf

⁹² Le phénomène de « fuite » inclut les risques de rachat par les investisseurs (ex. fonds monétaires) ainsi que le risque de refinancement par les contreparties

⁹³ Les entreprises d'investissement sont les personnes morales dont la profession habituelle et principale est de fournir des services d'investissement, c'est-à-dire les intervenants spécialisés sur un ou plusieurs des métiers suivants : réception et transmission d'ordres, négociation d'instruments financiers, gestion de portefeuille, prise ferme et placement d'instruments financiers (actions, obligations, actions de SICAV, parts de FCP...).

entité économique. Pour ce faire, les actifs en question sont cédés en pleine propriété à un véhicule *ad hoc* qui émet, en contrepartie des titres (souvent adossés à des actifs, on parle alors d'ABS pour « *asset backed securities* » ; lorsque ces titres sont adossés à des prêts immobiliers, on parle de MBS pour « *mortgage backed securities* ») pour pouvoir en financer l'acquisition. Rappelons qu'en France, le principal véhicule *ad hoc* qui permet l'émission de tranche d'ABS/MBS (Fonds Commun de Titrisation) n'a pas de personnalité morale, mais qu'il est géré par une société de gestion qui est responsable pour le véhicule. La société de gestion est supervisée directement par l'AMF.

Les véhicules de titrisation réalisent essentiellement une transformation de liquidité en rendant négociables des actifs qui ne le sont pas en tant que tels. En France, ces véhicules qui n'opèrent pas de transformation d'échéances⁹⁴ participent au refinancement bancaire via le recours à des opérations internes aux groupes bancaires concernés. Ces opérations visent parfois à créer un collatéral éligible au système de refinancement de la BCE. L'encours des actifs titrisés éligibles a atteint à fin septembre 2014, 125 Md€ sur un total de titres émis de 200 Md€.

Les titrisations servant à créer un collatéral éligible au système de refinancement n'opèrent pas de transfert de risques en dehors du système bancaire. Elles ne sont pas à ce titre comprises dans le champ du SFP. De plus, l'analyse des périmètres de consolidation révèle que ces opérations de refinancement sont toutes consolidées au niveau du groupe bancaire. L'encours de titrisation compris dans le champ du SFP est de 75 Md€ au 30 septembre 2014.

Entités faisant également partie du SFP en France

- Les fonds monétaires

Les passifs des fonds monétaires sont détenus à court terme pour des fins de gestion de trésorerie et sont couramment assimilés par leur liquidité à des dépôts bancaires. Ils financent notamment le secteur bancaire par le biais d'achats de titres à court terme, essentiellement des certificats de dépôts. Les risques liés à ce type d'entités, en particulier aux fonds monétaires à valeur constante qui n'existent pas en France, résultent de possibles mouvements de défiance qui peuvent conduire les souscripteurs à demander le rachat de leurs parts, ce qui oblige les fonds monétaires à procéder à des ventes forcées et perturber ainsi le canal de financement à court terme des banques. L'encours sous gestion des fonds monétaires atteignait 273 Md€ au 30 septembre 2014.

En France, les banques dépendent du financement des fonds monétaires français mais également étrangers notamment américains. Au troisième trimestre 2014, l'encours de certificats de dépôts émis par les banques françaises a atteint 268 Md€ dont 89 Md€ étaient acquis par des fonds monétaires français et 97 Md€ par des fonds monétaires américains. Au troisième trimestre 2013, l'encours des certificats de dépôts des banques françaises émis était de 312 Md€. Les fonds monétaires français en détenaient 104 Md€ et les fonds monétaires américains 146 Md€.

- Les fonds d'investissement

Les fonds d'investissement⁹⁵ participent aussi à l'intermédiation de crédit *via* l'achat de titres de créances ou la participation au capital s'accompagnant d'une transformation de liquidité ou d'un effet de levier (cas des fonds alternatifs). Selon l'actif sous-jacent, ils peuvent prendre la forme de fonds obligataires, fonds immobiliers, fonds diversifiés, fonds de fonds, etc. Ils peuvent aussi différer au niveau de leur stratégie d'investissement tel que c'est le cas pour les fonds alternatifs. Ils sont porteurs de risques dans la mesure où ces fonds « ouverts » offrent la possibilité aux souscripteurs de racheter leurs parts à tout moment. L'encours de ces fonds d'investissement (hors fonds actions), en croissance

⁹⁴ L'absence de transformation d'échéances est une pratique de marché, mais n'est pas imposée réglementairement.

⁹⁵ Les fonds d'investissement désignent les organismes communs de placement visés à l'article L.124-1 du code monétaire financier. Ils prennent la forme soit d'OPCVM s'ils sont soumis à la directive UCITS IV soit de fonds d'investissement alternatifs (FIA), la majorité étant alors dans le champ de la directive AIFM.

régulière durant la période récente due à la valorisation des fonds obligataires⁹⁶, a atteint 770 Md€⁹⁷ à fin septembre 2014.

Ces deux types de fonds (fonds monétaires et fonds d'investissement) sont régulés *via* leurs sociétés de gestion qui sont soumises à une obligation d'agrément, à des règles de gestion des risques (conflits d'intérêts, délégation, valorisation...) et à des obligations de transmission de données détaillées à l'Autorité des Marchés Financiers sur leurs investissements, leurs expositions et leurs éventuels leviers (gestion alternative).

D.2. Le système financier parallèle ne pose pas aujourd'hui de risques majeurs en France

Les fonds d'investissement français sont déjà soumis à une réglementation répondant aux risques spécifiques du système financier parallèle

Les fonds d'investissement font l'objet d'une réglementation permettant de répondre aux risques identifiés par le Conseil de stabilité financière et qui est en ligne avec les outils préconisés par ce dernier. Dès lors, aucune exigence réglementaire supplémentaire n'est à ce stade proposée par le CSF compte tenu des contraintes que la réglementation française prévoit déjà.

Risque de transformation de liquidité

La réglementation actuelle prévoit, tant au niveau européen qu'au niveau national, un ensemble de mesures, dont le contenu varie selon les catégories de fonds visées.

La directive OPCVM prévoit notamment des ratios d'investissement et des contraintes sur les actifs éligibles limitant les possibilités d'investissement dans des actifs peu liquides. Elle impose en outre de manière générale une obligation de gestion des risques permettant de mesurer le risque associé aux positions et la contribution de celles-ci au profil de risque général du portefeuille.

En réponse à la crise financière de 2007-2008, la directive AIFM répond également aux risques de liquidité posés par les fonds d'investissement alternatifs (FIA) en soumettant leurs gestionnaires à une obligation du suivi et de gestion du risque de liquidité, qui doit être adaptée à la stratégie des FIA gérés, et de leur politique de remboursement. La directive prévoit également des exigences en termes de simulations de crise (« *stress testing* »), dans des conditions normales et exceptionnelles, qui permettent d'évaluer le risque de liquidité de chaque FIA géré.

Au niveau national, des contraintes sont prévues, notamment en termes de ratio d'investissement et de coussin de liquidité, pour assurer la liquidité du fonds. Ainsi, par exemple, les Organismes de Placement Collectifs Immobiliers (OPCI) ouverts aux investisseurs non professionnels, investis dans des actifs peu liquides, sont notamment contraints de conserver 5 % d'actifs liquides.

En outre, tous les organismes de placement collectif (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) et Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA)) sont soumis à l'obligation générale d'être en mesure d'honorer les demandes de rachat de leurs investisseurs. Les gestionnaires doivent ainsi mettre en place des procédures de gestion de la liquidité appropriées au regard de la stratégie d'investissement poursuivie, de la fréquence des rachats et du profil des investisseurs.

Ce dispositif est également complété au niveau national par différentes mesures auxquelles les sociétés de gestion peuvent recourir. En situation exceptionnelle, la réglementation française permet la création de fonds séparés pour les OPCVM ou les fonds d'investissement à vocation générale : lorsque la cession de certains actifs ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs, les actifs du fonds peuvent être transférés à un nouveau fonds (prenant la forme d'un fonds professionnel spécialisé).

⁹⁶ Les plus-values latentes enregistrées au sein des fonds obligataires sont dues au mécanisme de valorisation des obligations qui augmente quand les taux d'intérêt baissent.

⁹⁷ L'actif net de ces fonds d'investissement, qui représente la valeur des parts émises par ces fonds, atteint à la même date 770 milliards d'euros dont 275 pour les fonds UCITS (fonds OPCVM) et 495 pour les fonds non UCITS (fonds d'investissement alternatifs).

Selon le type de fonds géré, les gestionnaires peuvent également recourir à certains outils pour gérer les demandes de remboursement, comme la mise en œuvre de restrictions d'achats, de périodes d'indisponibilité ou encore de commissions de rachat. Au-delà, l'AMF a le pouvoir d'ordonner la suspension des rachats des parts ou actions de fonds dans l'intérêt des porteurs ou du public. Les sociétés de gestion sont également soumises à des règles de détention de fonds propre qui visent à limiter les risques de faillite, opérationnels et juridiques.

Risque de transformation d'échéances

Les mesures encadrant les risques de transformation de liquidité permettent également d'encadrer les risques liés à la transformation de maturité.

Risque lié à l'effet de levier

S'agissant du risque lié à l'effet de levier, les restrictions concernant le possible recours à l'effet de levier par les fonds varient selon les catégories auxquelles ces derniers appartiennent. Les OPCVM sont soumis à des contraintes portant sur leur exposition au risque global qui empêchent que les dérivés qu'ils concluent ne les exposent au-delà de la valeur nette de leur portefeuille. En revanche, l'utilisation de la méthode du calcul de la valeur en risque (VaR) peut dans certains cas, permettre un effet de levier plus substantiel.

Quant aux FIA, ils sont soumis à des exigences de transparence générales sur leur recours au levier, avec des obligations plus strictes lorsque ce dernier est substantiel. En application de ces obligations d'information, le gestionnaire doit notamment définir un niveau maximal de levier auquel il entend recourir. Dans le cadre de l'agrément d'un fonds, l'autorité de supervision apprécie cette limite, et notamment son adéquation par rapport à la cible d'investisseurs visés.

La réglementation nationale a également étendu les contraintes propres aux OPCVM en la matière à certaines catégories de FIA, avec certaines adaptations selon le type de fonds concerné.

Enfin, l'AMF peut limiter le niveau de levier auquel recourt un gestionnaire en cas de risque pour la stabilité et l'intégrité du système financier en application de la directive AIFM.

Un encadrement réglementaire spécifique est aussi prévu pour les véhicules de titrisation

En tant que véhicules de titrisation, ces derniers doivent recourir à un dépositaire et être gérés par des sociétés de gestion de portefeuille. Celle-ci a pour mission de gérer (i) la liquidité et (ii) les risques des fonds. En outre, les conditions dans lesquelles les investisseurs peuvent se désengager de leur investissement sont encadrées par les documents contractuels du fonds et limitent en général les risques de transformation de liquidité et d'échéances.

Ainsi, même si aucune exigence réglementaire spécifique n'est prévue à ce jour en France pour limiter les risques de transformation de liquidité ou de maturité ou sur le type d'actifs pouvant être titrisés, les risques liés au financement bancaire parallèle via les véhicules de titrisation sont encadrés par des exigences prudentielles applicables à leurs gestionnaires. De plus, l'obligation de rétention d'au moins 5 % du risque par l'originateur, et les contraintes prudentielles des investisseurs (bancaires ou assurantiels) limitent également les risques.

Enfin, dans le cadre des travaux sur l'Union des Marchés de Capitaux, des réflexions ont été initiées sur le régime de la titrisation de haute qualité (simple, transparente et standardisée). L'adoption des outils réglementaires pour encadrer les risques de transformation de liquidité et d'échéances pourra être approfondie.

La bonne articulation de la supervision du système financier parallèle avec les autres approches prudentielles constitue un enjeu important

Le système financier parallèle français n'échappe pas donc pas à la compétence d'un superviseur et à la réglementation. Cependant, il faut bien garder à l'esprit que malgré la couverture effective du secteur en France par la réglementation, celle-ci ne répond pas exactement aux mêmes impératifs que celle

régissant par exemple les banques. L'objectif dominant de la réglementation et supervision de l'industrie de la gestion d'actifs reste la protection des intérêts de l'investisseur, mais intègre aussi dès à présent la gestion des risques systématiques. L'enjeu en France est donc de trouver une bonne articulation entre les différentes logiques de supervision qui permette d'assurer *in fine* la stabilité du système financier français.

Tableau 3 - Règlementation des fonds d'investissement permettant de répondre aux risques identifiés par le Conseil de stabilité financière

Entités	Sociétés de gestion de portefeuille	Sociétés de financements	Entreprises d'investissement	Véhicule de titrisation
Autorité de supervision	AMF	ACPR	ACPR	AMF
Risque de transformation d'échéances	Limites de rachat : Limites pour les rachats <u>pour les fonds immobiliers</u> (art. L 214-45 du Financial français et Code monétaire. (422-134-1 du RGAMF / L 214-61-1 et L-214-45 du Code monétaire et financier et de l'Instruction 2011-23) et pour les fonds de capital investissement (FCPR, FPCI et FIP) Suspension des rachats : La directive UCITS 4 réglemente la façon dont les fonds peuvent temporairement suspendre les rachats (Art 84) La directive AIFM : pas de règles spécifiques sur le rachat Frais sur les rachats : Le RG AMF prévoit que les parts de tous les types de fonds peuvent être facturées par des frais pour les rachats. (411-22 RG AMF)	Les sociétés de financement doivent se conformer à toutes les dispositions sur les fonds propres de la CRR, avec des ajustements mineurs : <i>Grandfathering</i> est appliqué aux parts non admissibles (parts sociales) et les fonds de garantie qui ne sont pas conformes aux articles 28 et 29 CRR. - Réserves latentes et l'amortissement fiscal qui découlent des activités de crédit-bail sont éligibles au Tier 2 - Déduction des fonds propres des actifs accordées aux cadres supérieurs et principaux actionnaires	Application des exigences de fonds propres au niveau solo de la CRR (possible renonciation au niveau consolidé pour les groupes qui sont exclusivement composées des entreprises d'investissement + de traitements spécifiques tels que les fonds propres égal à 25 % des frais généraux fixes pour certaines catégories)	Livre 2 du Code monétaire et financier régle les véhicules de titrisation à travers les gestionnaires de fonds pour les risques de maturité et de liquidité : « Les sociétés de gestion doivent établir, mettre en œuvre et maintenir une politique de gestion des risques adéquate et documentée qui identifie les risques pour la gestion du fonds et ceux qui pourraient y être exposé. La politique de gestion des risques doit comprendre les procédures qui sont nécessaires pour permettre à la société de gestion de portefeuille d'évaluer l'exposition au risque de marché, de liquidité et de contrepartie, ainsi qu'à tous les autres risques » Cela implique pour les véhicules de titrisation d'éviter les actes de mauvaise gestion qui pourraient allonger la maturité des portefeuilles ou d'acheter des créances avec une forte probabilité de défaut. Les mêmes règles sont imposées par l'instruction 2012-19 du règlement général AMF
Risque de transformation de liquidité	UCITS 4 : obligation pour les gestionnaires d'être en mesure de satisfaire les demandes rachats et donc d'investir dans des instruments liquides. Directive AIFM : exigences spécifiques en matière de gestion de la liquidité, en particulier les tests de résistance (Art 16)	Les sociétés de financement resteront soumises aux exigences de liquidité du cadre national en cours : LCR et NSFR ne sont pas applicables	Application des exigences de liquidité de la CRR (possible renonciation générale en fonction de la nature des services fournis et compte tenu du principe de proportionnalité)	
Effet de levier	UCITS 4 : impose des restrictions en termes d'effet de levier Directive AIFM : deux niveaux de règles: - Les gestionnaires doivent signaler aux autorités compétentes et les investisseurs leur politique de levier financier (Art 7 et 23) - Si levier supérieur à 3, les exigences de déclaration en matière de divulgation sur le financement et des investissements sont renforcées (Art 15) : les autorités compétentes peuvent imposer des limites à l'effet de levier	Non applicable	Application des exigences de ratio de levier (avec dérogation possible au niveau solo prévues par les articles 95 (1) et 96 (1) de la CRR et au niveau consolidé pour les groupes qui sont exclusivement composés des entreprises d'investissement)	

Annexe 1 : Liste des membres

Conformément à l'article L.631-2 du Code monétaire et financier, le Haut Conseil de stabilité financière est composé de huit membres. Au 10 juin 2015, ces membres sont :

- Michel Sapin, ministre des Finances et des Comptes publics, président du HCSF
- Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
- Le vice-président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)
- Gérard Rameix, président de l'Autorité des marchés financiers (AMF)
- Patrick de Cambourg, président de l'Autorité des normes comptables (ANC)
- Agnès Bénassy-Quéré, personnalité qualifiée nommée par le président de l'Assemblée nationale
- Raphaëlle Bellando, personnalité qualifiée nommée par le président du Sénat
- Hélène Rey, personnalité qualifiée nommée par le ministre des finances et des comptes publics

Annexe 2 : Articles de loi de référence

Le Haut Conseil de stabilité financière a été créé par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013, qui a notamment modifié les articles L631-2-1 et L631-2-2 du Code monétaire et financier.

Article L631-2-1 du Code monétaire et financier

Modifié par Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014 - art. 4

« Sans préjudice des compétences respectives des institutions que ses membres représentent, le Haut Conseil de stabilité financière exerce la surveillance du système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique. À ce titre, il définit la politique macroprudentielle et assume les missions suivantes :

« 1° Il veille à la coopération et à l'échange d'informations entre les institutions que ses membres représentent, de même qu'entre ces institutions et lui-même. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et l'Autorité des marchés financiers peuvent, à cet effet, lui transmettre des informations couvertes par le secret professionnel ;

« 2° Il identifie et évalue la nature et l'ampleur des risques systémiques résultant de la situation du secteur et des marchés financiers, compte tenu, notamment, des avis et recommandations des institutions européennes compétentes ;

« 3° Il formule tous avis ou recommandations de nature à prévenir tout risque systémique et toute menace à la stabilité financière. Il peut rendre publics ses avis ou recommandations ;

« 4° Il peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, imposer aux personnes mentionnées au 1° et au 9° du A du I de l'article L. 612-2 ainsi qu'aux personnes définies à l'article L. 533-2-1 la mise en place d'un coussin contra-cyclique prévu au 1° du II de l'article L. 511-41-1 A et à l'article L. 533-2-1 ;

« 4° bis Il peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, imposer aux personnes mentionnées au 1° et au 9° du A du I de l'article L. 612-2 ainsi qu'aux personnes définies à l'article L. 533-2-1 la mise en place d'un coussin pour le risque systémique prévu au 4° du II de l'article L. 511-41-1 A et à l'article L. 533-2-1 ;

« 4° ter Il peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, prendre les mesures prévues à l'article 458 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013, à l'égard des entreprises auxquelles cet article est applicable ainsi qu'à l'égard des sociétés de financement ;

« 5° Il peut fixer, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, des conditions d'octroi de crédit par les personnes soumises au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, en vue de prévenir l'apparition de mouvements de hausses excessives sur le prix des actifs de toute nature ou d'un endettement excessif des agents économiques ;

« 6° Il peut adresser aux institutions européennes compétentes tout avis visant à recommander l'adoption des mesures nécessaires à la prévention de tout risque systémique menaçant la stabilité financière de la France ;

« 7° Il facilite la coopération des institutions représentées par ses membres pour l'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier et peut émettre tout avis à ce sujet.

« Dans l'accomplissement de ses missions, le Haut Conseil de stabilité financière prend en compte les objectifs de stabilité financière au sein de l'Union européenne et dans l'Espace économique européen. Il coopère avec les autorités homologues des autres Etats membres et avec les institutions européennes compétentes.

« Le ministre chargé de l'économie, la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, l'Autorité des marchés financiers et l'Autorité des normes comptables veillent, pour ce qui les concerne, à la mise en œuvre des décisions du Haut Conseil de stabilité financière.

« Le gouverneur de la Banque de France peut décider de rendre publique la proposition qu'il formule au titre des 4° à 5° du présent article.

« Les décisions du Haut Conseil de stabilité financière mentionnées aux mêmes 4° à 5° peuvent faire l'objet d'un recours en annulation devant le Conseil d'Etat.

« Les décisions mentionnées aux 4° et 4° bis font l'objet d'une publication.

« Un décret en Conseil d'Etat précise les conditions d'application du présent article. »

Article L631-2-2 du Code monétaire et financier

Modifié par Ordonnance n°2013-544 du 27 juin 2013 - art. 5

Modifié par LOI n°2013-672 du 26 juillet 2013 - art. 30

« Pour l'accomplissement des missions définies à l'article L. 631-2-1, le Haut Conseil de stabilité financière peut entendre des représentants des établissements de crédit, des sociétés de financement, des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurance, des mutuelles et des institutions de prévoyance.

« Le Haut Conseil de stabilité financière établit un rapport public annuel remis au Parlement.

« Le président du Haut Conseil de stabilité financière est entendu, sur leur demande, par les commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat et peut demander à être entendu par elles. »