

ÉVALUATION

des

RISQUES

du

SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

Juin 2016

SOMMAIRE

1. SYNTHÈSE : ÉVALUATION DES RISQUES ET DES VULNÉRABILITÉS DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS	3
2. LES RISQUES LIÉS À L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE ET MACRO-FINANCIER	8
2.1. Perspectives de croissance et d'inflation en France	8
a. L'activité a déjà rebondi en France en 2015, tirée par la demande interne	8
b. L'inflation serait faible en 2016 puis remonterait graduellement en 2017 et 2018	10
c. Les aléas sur les perspectives d'activité seraient orientés à la baisse	10
2.2. Impact d'un « Brexit » sur l'activité et le commerce britannique et européen	11
a. Les canaux de transmission des effets d'un « Brexit »	11
b. L'impact d'un « Brexit » à court-moyen terme	12
c. Impact possible d'un « Brexit » sur les banques françaises	13
2.3. Risques liés aux pays émergents	14
a. Description des facteurs déclencheurs des scénarii envisagés	14
b. Scénarii de ralentissement simultané des grands émergents et effets de diffusion aux économies avancées	14
c. Exposition du système financier français aux émergents	15
2.4. Risques liés à l'environnement de taux bas	17
a. Environnement prolongé de taux bas ou négatifs sur les banques, les sociétés d'assurance et les gestionnaires d'actifs	17
b. Dérèglements des marchés financiers dans le contexte de taux bas ou négatifs	19
2.5. Faiblesse des prix des matières premières	23
a. Le choc sur les producteurs affecte les institutions et les marchés financiers	24
b. Les risques pour le système financier français sont en repli	25
2.6. Risques liés à la montée de l'endettement des entreprises non-financières	27
a. L'endettement large des sociétés non financières (SNF) françaises constitue un point de vigilance	27
b. Typologie des SNF françaises endettées	30
c. Analyse des grands risques « corporate » dans les bilans bancaires	32
2.7. Risques liés aux prix immobiliers	32
a. Reprise du marché de l'immobilier résidentiel	32
b. Surévaluation du marché de l'immobilier commercial	34
3. LES RISQUES DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES	38
3.1. Soutenabilité des modèles d'activité des banques	38
a. Les modèles d'activité des banques françaises sont soumis à de multiples menaces	38
b. Les banques françaises poursuivent les ajustements entrepris, intensifiant de l'usage du numérique, réduction des coûts, diversification des revenus	39
3.2. Hausse des exigences réglementaires	40
a. État des lieux sur les exigences prudentielles en capital et liquidité des grandes banques françaises	40
3.3. Les risques opérationnels dans les banques	42
a. La transformation digitale	42
b. L'externalisation de fonctions sensibles	43
c. La lutte contre les cyberattaques	44
3.4. Réallocation des portefeuilles des gestionnaires d'actifs	45
a. Les souscripteurs d'OPC non monétaires, à la recherche de rendement, s'orientent vers les fonds diversifiés et les fonds d'actions	45
b. L'allongement de la durée de vie des placements et l'exposition à des secteurs plus risqués augmente la vulnérabilité des fonds	46
c. L'afflux sur les monétaires traduit un certain attentisme des investisseurs et un arbitrage en faveur de la liquidité	47

4. RISQUES POUR LES MARCHÉS FINANCIERS**4.1. Risques liés à la liquidité des marchés financiers**

- a. Le niveau moyen de liquidité des marchés obligataires apparaît satisfaisant, malgré une divergence d'évaluation entre les indicateurs de marché et la perception des acteurs 49
- b. Les inquiétudes portent sur les questions de bifurcation et de fragilité de la liquidité 50

4.2. Un nouveau régime de liquidité induit par des facteurs structurels et conjoncturels

- a. Une évolution divergente entre offre et demande de services de tenue de marché 51
- b. Un effet incertain des évolutions technologiques 52
- c. Le rôle majeur des politiques monétaires non conventionnelles 54

1. Synthèse : Évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier français

Les risques pesant sur la stabilité financière en France restent maîtrisés dans un environnement macroéconomique et financier globalement dégradé.

Cette évaluation tient tout d'abord compte de l'amélioration des conditions macroéconomiques en France et dans la zone euro. Ainsi, selon les projections macroéconomiques pour la France effectuées dans le cadre de l'Eurosystème, la croissance du PIB s'établirait à 1,4% en moyenne annuelle en 2016, en légère accélération par rapport à 2015. La reprise se consoliderait par la suite, le PIB augmentant de 1,5% en 2017 et 1,6% en 2018. La croissance française bénéficierait du regain d'activité dans la zone euro, notamment favorisée par la politique monétaire accommodante de la BCE. Cette amélioration s'inscrit cependant dans un environnement économique mondial très faible d'après le Fonds monétaire international (FMI), pour qui le PIB mondial ne devrait s'accroître que de 3,1 à 3,2% en 2016 et de 3,5% en 2017. Malgré les politiques monétaires accommodantes, la demande mondiale, qu'il s'agisse de la consommation ou de l'investissement, est en berne, notamment dans les pays émergents, dans un contexte de volatilité financière, de faiblesse des prix des matières premières et d'incertitude liée aux divergences de politiques monétaires au sein des pays avancés.

L'aversion au risque, qui a guidé les marchés financiers en début d'année et entraîné une très forte volatilité, semble résorbée mais les marchés demeurent tendus et très sensibles aux informations économiques de court terme. De nombreux opérateurs évoquent en particulier des problèmes d'illiquidité sur certains marchés (repos, dette des entreprises) et observent des anomalies durables sur certains prix (comme par exemple la persistance de *swap spreads* inférieurs aux taux des obligations souveraines). Enfin, l'encours de titres souverains à rendement négatif a gonflé pour atteindre près de 10 000 milliards de dollars (mds USD) dans le monde¹, notamment porté par l'introduction de taux négatifs au Japon.

Le marché des matières premières reste quant à lui toujours marqué par un déséquilibre entre une offre abondante et une demande faible, mais les cours pétroliers sont remontés à des niveaux compris entre 45 et 50\$. Cette remontée devrait contribuer à alléger les tensions exercées sur les pays producteurs et les institutions financières exposées au secteur pétrolier et plus généralement énergétique.

Dans cet environnement dégradé, caractérisé par un très faible niveau des taux d'intérêt que l'on anticipe durable en zone euro, les institutions financières françaises maintiennent des performances financières solides. Les 6 grandes banques françaises voient leur résultat net part du groupe (RNPG) progresser à 23,7 milliards d'euros (mds EUR) en 2015, tandis que leur ratio de fonds propres CET1 agrégé a augmenté de 0,5 point de pourcentage (pp) pour atteindre 12,5%, et que leur ratio de levier agrégé dépasse désormais le seuil de 4%. La baisse de rendement liée à la faiblesse des taux d'intérêt, ainsi que la hausse des exigences réglementaires, les poussent à mettre en place des stratégies compensatoires afin de maintenir un résultat positif, en augmentant et diversifiant notamment leurs activités (produits d'assurance, gestion d'actifs, services innovants, hausse des volumes de crédit, etc.), en réduisant leurs coûts (fermeture d'agences, réductions des effectifs ou vente d'activités non stratégiques) ou en trouvant de nouvelles sources de revenus (hausse des commissions ou facturation des dépôts des entreprises). Le chiffre d'affaires des organismes d'assurance a quant à lui enregistré une croissance de 3,4% en 2015, cependant l'environnement de taux d'intérêt bas impose une grande vigilance à moyen terme envers le secteur de l'assurance vie. Malgré des réallocations de portefeuilles visant à rechercher plus de rendement, la performance globale moyenne des fonds monétaires a baissé en rythme annuel sur 2015 et est même devenue négative début 2016. La performance des fonds monétaires quant à elle diminue, mais offre encore un rendement nominal et réel légèrement positif.

Enfin, le marché de l'immobilier résidentiel se stabilise en France, tandis que le dynamisme du marché de l'immobilier commercial se maintient. Les prix de l'immobilier commercial s'inscrivent toujours dans une tendance haussière, notamment sur le secteur des locaux commerciaux et dans une moindre mesure pour les bureaux en Ile de France. La baisse des taux d'intérêt a pu favoriser la hausse des prix, malgré la compression des rendements locatifs. Au total, les principaux risques du système financier français classés par ordre d'importance décroissant sont les suivants.

¹ Source : FitchRatings

1. Risque macroéconomique : reprise modérée en France exposée aux risques relatifs aux conséquences du référendum sur le « Brexit » (climat financier, cours de l'euro, échanges commerciaux) et au risque de ralentissement des économies émergentes.

Le risque macroéconomique reste prédominant, notamment en raison de la faiblesse des perspectives économiques mondiales, avec une demande en-deçà de sa dynamique d'avant crise dans la plupart des pays avancés et des pays émergents qui traversent une période d'ajustement macroéconomique, dans un contexte de volatilité financière, de faiblesse des prix des matières premières et d'incertitude liée aux divergences de politiques monétaires des pays avancés.

Pour autant, les signes d'amélioration de la conjoncture en France et en Europe se confirment ainsi que le scénario de reprise modérée de l'activité. Ce scénario de reprise est conditionné à très court terme par l'issue du référendum britannique sur un « Brexit » et ses éventuelles conséquences économiques et financières. Si le Royaume-Uni décide, le 23 juin prochain, de sortir de l'Union Européenne, l'impact commercial et macroéconomique serait conséquent pour l'économie britannique selon les estimations disponibles. La dépréciation anticipée de la livre sterling dans un scénario de sortie aurait un effet négatif sur la compétitivité prix des exportations de la zone euro. Étant donné l'importance de la place de Londres dans le système financier, une sortie du Royaume Uni de l'UE pourrait affecter à terme les banques françaises mais une réallocation des activités financières en Europe pourrait se dessiner. Au-delà des canaux de transmission macroéconomiques directs, et des éventuels effets de débordement financiers, les coûts politiques d'une remise en cause du processus d'intégration en Europe ainsi que les éventuels effets domino sur les préférences d'intégration et de gouvernance d'autres États membres ou régions européens existent mais sont difficiles à quantifier.

L'endettement des sociétés non financières (SNF) en France, potentiellement encouragé par l'environnement de taux bas, est un point de vigilance pour la stabilité financière. En effet, la France est le seul des grands pays européens où l'accroissement de cet endettement ne montre pas de signe d'inflexion. Par ailleurs, une comparaison de la part des crédits bancaires dans l'endettement total des entreprises en zone euro montre un mouvement de désintermédiation beaucoup plus prononcé en France que dans les autres pays depuis 2008. L'endettement en titres de créance des SNF françaises est bien plus élevé que celui des autres grands pays de la zone euro, et le seul à avoir augmenté sur la période récente, avant la stabilisation observée en 2015. Pour l'essentiel, cette progression provient des grandes entreprises qui ont accès au marché obligataire.

2. Risque lié à l'environnement de taux d'intérêt bas: risque de correction abrupte des primes de risques sur les actifs obligataires ; pression sur la rentabilité des banques et des assurances ; hausse de l'endettement des ménages et des entreprises ; accroissement du risque de taux par la durée anticipée de l'environnement de taux bas et l'extension du territoire des instruments à taux négatifs.

Du fait du scénario de reprise modérée de l'activité en Europe, nous n'anticipons pas de modification de l'environnement de taux bas en France à court terme. Dans ce contexte, le comportement de certaines institutions financières, à la recherche de rendements, peut être porteur de risques pour la stabilité financière. Bien que ces stratégies ne semblent pas encore être significatives chez les banques, assureurs et fonds d'investissement français, les risques associés sont néanmoins attentivement suivis et analysés.

Pour les banques françaises, l'environnement de taux bas constitue un point de vigilance essentiel, celles-ci présentant une forte dépendance aux revenus d'intérêt liés à leur activité de crédit. La faiblesse des taux d'intérêt incite les banques à réallouer leurs portefeuilles vers des actifs à rendement plus élevé mais aussi plus risqués, dans des proportions faibles pour l'instant, et pourrait les pousser à augmenter leur prise de risque dans l'octroi de crédit. Les vagues de renégociation et de rachats de crédit immobiliers au cours des dernières années impliquent en outre que les portefeuilles bancaires sont essentiellement constitués de prêts à taux fixes proches de minima historiques, ce qui pèserait sur les marges bancaires en cas de remontée des taux d'intérêt.

La faiblesse des taux d'intérêt fait également peser un risque de soutenabilité sur le modèle d'activité des organismes d'assurance. Certains ont déjà fait évoluer leur modèle en privilégiant la vente de contrats en unités de compte transférant les risques financiers vers l'assuré, tandis que l'on constate une très légère augmentation de la part des investissements en obligations d'entreprises non financières en 2015 et une hausse de la durée des actifs de 1%, qui pourraient entre autres être liés à un comportement de recherche de rendement.

Dans un environnement de taux d'intérêt bas, les souscriptions de parts d'organisme de placement collectif se caractérisent par une réorientation nette vers les fonds diversifiés et les fonds actions, offrant de meilleures perspectives de retour sur investissement. Les gestionnaires d'actifs, à la recherche de rendement, intensifient leurs placements vers des titres plus longs et émis par des émetteurs non-résidents de la zone euro et à profil

de risque plus élevé (émetteurs privés en particulier sociétés non financières). Malgré ces réallocations de portefeuilles, la performance globale moyenne des fonds non monétaires a baissé en rythme annuel sur 2015 et est même devenue négative début 2016 (-5,3% en mars 2016). La durée de vie résiduelle moyenne des titres de créance des OPC non monétaires continue d'augmenter (6,7 années fin 2015 contre 6,4 fin 2014 et 5,5 fin 2013) exposant ces fonds au risque d'une remontée brutale des taux longs. Les dépréciations importantes subies par les fonds obligataires et diversifiés au 2ème trimestre 2015 suite à la hausse des taux longs illustrent ce facteur de risque. Plus généralement, l'environnement de taux bas en zone euro pourrait remettre en cause le leadership européen de la gestion monétaire française, incitant les investisseurs à se déplacer vers des devises à taux positifs.

3. Risque de marché: réévaluation des primes de risque, volatilité des prix des matières premières générant un risque sur les portefeuilles, risque de volatilité financière associée aux résultats du référendum britannique sur le « Brexit ».

Après un fort épisode de volatilité en début d'année, impactant fortement des valeurs liées au secteur de l'énergie mais également les valeurs bancaires, les marchés financiers ont retrouvé un calme relatif mais les signes de nervosité sont patents. Le risque principal pour les marchés financiers européens serait une remontée plus forte que prévue des taux directeurs américains, entraînant dans son sillage les taux européens en dépit du découplage conjoncturel, à l'instar de l'épisode du « taper tantrum » de 2013. L'écart de taux d'intérêt pourrait également entraîner une décollecte massive des fonds européens en faveur des fonds américains, impliquant une baisse du prix des actifs européens et une dépréciation supplémentaire de l'euro face au dollar. En tout état de cause, il semble légitime de s'attendre à de nouveaux épisodes de volatilité élevée des marchés européens dans les mois à venir dans la perspective du référendum sur le « Brexit ».

La liquidité – c'est-à-dire la capacité d'exécution rapide d'une transaction à faible coût et avec sans impact significatif sur les prix – des marchés obligataires fait en ce moment l'objet d'une divergence de vue entre les résultats fournis par des enquêtes qualitatives auprès des intervenants et opérateurs de marché d'une part et les enseignements d'indicateurs quantitatifs traditionnels (volume, profondeur de marché, écarts *bid-ask*) d'autre part. En effet, de nombreux rapports et questionnaires ont relayé les fortes inquiétudes des acteurs de marché sur l'état de la liquidité des marchés obligataires, notamment sur le segment des obligations d'entreprise, alors même que les mesures directes de prix de la liquidité (*bid-ask spreads*) restent à des niveaux comparables à ceux observés avant la crise et les récents épisodes de stress observés n'ont pas eu de conséquences à long terme. La nature multidimensionnelle de la liquidité en fait une notion difficile à appréhender et à estimer, d'autant que sur les marchés obligataires européens, les données disponibles sont souvent de faible qualité. La multiplication des épisodes de flash crash semble indiquer une modification de nature de la liquidité sur les marchés obligataires, qui peut disparaître brusquement. Sur les marchés obligataires, la divergence entre offre et demande de services de tenue de marché (*market making*) – généralement liée aux évolutions réglementaires et technologiques – a semblé-t-il rendre la liquidité de marché plus fragile.

Les politiques monétaires non conventionnelles, au premier rang desquelles les programmes d'achat d'actifs, constituent désormais un facteur essentiel de la détermination du prix des actifs financiers et des anticipations de marché. Le rapport sur la liquidité des marchés obligataires publié au début de 2016 par le *Committee on the Global Financial System* (CGFS) montre que si ces politiques soutiennent les marchés primaires et améliorent la liquidité dans un premier temps, elles peuvent, après une phase prolongée, contribuer à réduire la liquidité des segments de marché qui font l'objet de programme d'achats, provoquer une anticipation de dégradation en phase de normalisation, et encourager le comportement moutonnier des investisseurs. Cependant, s'agissant de l'Eurosystème, le système de prêts de titres mis en place dans le cadre de ses opérations non conventionnelle est de nature à atténuer ce risque. Jusqu'à présent, les banques y ont peu eu recours.

4. Risque immobilier : dynamisme des prix de l'immobilier commercial, notamment des bureaux en Ile-de-France.

La vigilance reste de rigueur pour l'immobilier commercial, dont les prix sur certains segments atteignent des niveaux élevés, particulièrement concentrés dans le secteur de l'immobilier de bureaux en Ile-de-France, avec un écart grandissant et significatif avec le rendement de ces biens. L'existence d'un excès d'offre sur le marché immobilier commercial associé à un choc financier en cas de remontée des taux d'intérêt pourraient entraîner une chute générale des prix du secteur, qui serait susceptible de provoquer un défaut total ou partiel des détenteurs de fonds d'investissement immobiliers. À ce sujet, le Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) a publié en Avril 2016 un rapport détaillé sur l'évolution et les risques de l'immobilier commercial et lancé une consultation auprès des principaux acteurs du marché.

En dépit des premiers signes de reprise sur le marché immobilier résidentiel, celui-ci est toujours susceptible de connaître une correction notamment en cas de resserrement brutal des conditions de financement, les prix n'ayant que peu baissé suite à la hausse des années 2000. En outre, la reprise pourrait entraîner une aggravation des comportements risqués de la part des prêteurs et emprunteurs. Ainsi, si l'analyse des critères d'octroi ne fait pas apparaître d'accroissement de la prise de risque des banques en 2015, le niveau d'endettement des ménages français, bien qu'inférieur aux niveaux des États-Unis ou du Royaume Uni, est en augmentation constante sur les deux dernières années, contrairement aux autres grands pays de la zone euro.

5. Risque réglementaire pour les banques françaises : pression réglementaire induisant un ajustement des modèles d'activité et des bilans des banques françaises afin de respecter les ratios bâlois d'ici à leur mise en œuvre ; ainsi qu'aux nouvelles réformes en cours de finalisation susceptibles de causer des coûts d'ajustement supplémentaires.

La viabilité des modèles d'activité des principales banques françaises ne semble pas menacée à moyen terme. Cependant, l'environnement économique et financier pèse sur leur rentabilité, tout comme la concurrence accrue des acteurs non-bancaires dans les activités d'octroi de crédit – en particulier les fonds d'investissement – et l'émergence de fournisseurs de services financiers innovants tels que les FinTechs. Par ailleurs, la dépendance du secteur bancaire à l'informatique et le mouvement d'externalisation de fonctions sensibles le rendent plus vulnérable aux risques opérationnels, et notamment aux cyberattaques. Les systèmes de détection des banques permettent de déjouer de nombreuses attaques mais plusieurs incidents récents de grande ampleur montrent le caractère de plus en plus sophistiqué de ces attaques et l'importance des risques associés.

Si l'essentiel des adaptations liées aux exigences introduites par les réformes de Bâle 3 (décembre 2010, juin 2011) a été réalisé par les établissements français, des mesures sont encore en discussion au sein du Comité de Bâle en vue d'achever Bâle 3. Les établissements devront également faire face à de nouvelles contraintes liées à la mise en place d'une exigence de capacité minimale d'absorption des pertes en cas de résolution (*Total Loss Absorbing Capacity* - TLAC) et à de nouvelles exigences de provisionnement (induites par la norme IFRS 9). Dans ce contexte, le respect de l'engagement du G20 d'achever Bâle 3 sans accroissement significatif des exigences en fonds propres pour le secteur bancaire dans son ensemble est nécessaire afin d'éviter que le cumul des réformes réglementaires produise des effets indésirables.

SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RISQUES POUR LE SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS : NIVEAU ET ÉVOLUTION	
Principaux risques pour le système financier français	Niveau actuel et changement ²
1. Risque macroéconomique <i>Scénario de reprise modérée en France exposé aux risques relatifs aux conséquences du référendum sur le « Brexit » et au risque de ralentissement des économies émergentes.</i>	
2. Risque lié à l'environnement de taux d'intérêt bas <i>Risque de correction abrupte des primes de risques sur les actifs obligataires. Pression sur la rentabilité des banques et des assurances. Hausse de l'endettement des ménages et des entreprises. Accroissement du risque de taux par la durée anticipée de l'environnement de taux bas et l'extension du territoire des instruments à taux négatifs.</i>	
3. Risque de marché <i>Très grande volatilité des prix des matières premières, générant un risque sur les portefeuilles et risque de volatilité financière associé aux résultats du référendum sur le Brexit.</i>	
4. Risque immobilier <i>Robustesse du système de caution des prêts immobiliers résidentiels. Risques concentrés sur le marché immobilier commercial du fait d'une surévaluation importante des prix des bureaux en Ile de France.</i>	
5. Risque réglementaire pour les banques françaises <i>Pression réglementaire forte pour ajuster les modèles d'activité et les bilans des banques françaises afin de respecter les ratios bâlois d'ici à leur mise en œuvre. Nouvelles réformes en cours de finalisation susceptibles de causer des coûts d'ajustement supplémentaires</i>	
 Risque systémique  Risque élevé  Risque modéré	

PRINCIPAUX POINTS D'ATTENTION POUR LE 2^{ÈME} SEMESTRE 2016

- Le ralentissement des pays émergents et ses conséquences pour la macroéconomie européenne et française
- L'adaptation des institutions financières, banques, assurance et gestionnaires d'actifs, à l'environnement durable de taux d'intérêt bas voire négatifs
- L'évolution de l'endettement des ménages et des entreprises non financières
- En cas de « Brexit », les négociations menées entre le Royaume-Uni et l'Union européenne sur les conditions de sortie et les conséquences de la forte volatilité attendue sur les marchés financiers.

² Le niveau actuel (représenté par le code couleur) est un jugement à « dire d'expert » qui reflète la probabilité de matérialisation du risque et son impact systémique potentiel à l'horizon de 6 mois. Le changement (représenté par le sens de la flèche) correspond à l'évolution du risque depuis le dernier Risk Assessment. Les vulnérabilités identifiées résultent de l'examen des différents indicateurs de la cartographie des risques (dont les notes reflètent l'intensité des risques pour la stabilité financière) et de la prise en compte d'informations plus qualitatives.

2. Les risques liés à l'environnement macroéconomique et macro-financier

Les conditions macroéconomiques s'améliorent en France et dans la zone euro. Selon les projections pour la France effectuées dans le cadre de l'Eurosystème, la croissance du PIB s'établirait à 1,4% en moyenne annuelle en 2016, en légère accélération par rapport à 2015. La reprise se consoliderait ensuite : le PIB croîtrait de 1,5% en 2017 et 1,6% en 2018. La croissance française bénéficierait du regain d'activité dans la zone euro, notamment favorisée par la politique monétaire accommodante de la BCE. La demande interne gagnerait nettement en dynamisme, avec une forte augmentation de la consommation des ménages, en particulier sur la première partie de 2016, et la confirmation d'une reprise durable de l'investissement des entreprises. Par ailleurs, l'investissement des ménages et l'investissement public cesseraient progressivement de constituer un frein à la croissance. Tirée à la baisse par la chute passée des prix du pétrole, l'inflation resterait très faible en 2016, à 0,2% en moyenne annuelle. Elle se redresserait progressivement, à 1,1% en 2017 et 1,4% en 2018.

Le scénario de reprise est conditionné à très court terme par l'issue du référendum du 23 juin prochain sur le « Brexit » et ses éventuelles conséquences économiques et financières. Si le Royaume-Uni décide de sortir de l'Union Européenne (UE), l'impact commercial et macroéconomique serait conséquent pour l'économie britannique. Toutefois, selon nos évaluations la baisse de l'activité due au seul impact commercial du retrait britannique serait limitée pour la France à long terme, même si la dépréciation anticipée de la livre sterling dans un scénario de sortie aurait un effet négatif sur la compétitivité-prix des exportations de la zone euro. Étant donné l'importance de la place de Londres dans le système financier, une sortie du Royaume Uni de l'UE pourrait affecter à terme les banques françaises (concentration des infrastructures de marché, localisation des activités spécialisées et contreparties sur place) mais une réallocation des activités financières en Europe pourrait se dessiner. Au-delà des canaux de transmission macroéconomiques directs, et des éventuels effets de débordement financiers, les coûts politiques d'une remise en cause du processus d'intégration en Europe ainsi que les éventuels effets domino sur les préférences d'intégration et de gouvernance d'autres États membres ou régions européens existent mais sont à ce stade difficiles à quantifier.

L'amélioration des conditions macroéconomiques s'inscrit toutefois dans un environnement de croissance économique mondiale très faible, d'après le Fonds monétaire international (FMI), selon lequel le PIB mondial ne devrait s'accroître que de 3,1 à 3,2% en 2016 et de 3,5% en 2017. Malgré les politiques monétaires accommodantes, la demande, qu'il s'agisse de la consommation ou de l'investissement, reste en-deçà de sa dynamique d'avant crise dans la plupart des pays avancés. Les pays émergents quant à eux traversent une période d'ajustement macroéconomique (rééquilibrage en Chine, fin du super-cycle des matières premières), ralentissant le rythme de croissance. Le ralentissement économique observé depuis 2011 se poursuit et l'ensemble des organisations internationales continuent de revoir à la baisse leurs prévisions de croissance dans les pays émergents, dans un contexte de volatilité financière, de faiblesse des prix des matières premières et d'incertitude liée aux divergences de politiques monétaires des pays avancés. Le deuxième risque retenu dans le cadre de cet exercice est donc celui d'un ralentissement réel dans les économies émergentes, doublé d'un choc de change.

2.1. Perspectives de croissance et d'inflation en France

a. L'activité a déjà rebondi en France en 2015, tirée par la demande interne

Après trois années de croissance faible, l'activité a rebondi en France en 2015. La chute du prix du baril de pétrole et la baisse des prix des biens importés ont en effet entraîné un net regain de pouvoir d'achat, permettant une franche accélération de la consommation des ménages. Par ailleurs, après plusieurs années de forte baisse, l'investissement total a cessé de diminuer en 2015, la reprise de l'investissement des entreprises s'étant en particulier confirmée. La contribution du commerce extérieur à la croissance est toutefois restée négative en 2015, en raison du dynamisme des importations, alors même que les exportations ont nettement accéléré grâce à une demande plus soutenue en zone euro et aux effets favorables de la dépréciation passée

du change. La croissance du PIB français augmenterait en moyenne annuelle, passant de 1,2% en 2015 à au moins 1,4% en 2016, puis 1,5% en 2017 et 1,6% en 2018³.

Le nouveau recul du prix du pétrole fin 2015 est un facteur de soutien à la demande intérieure en 2016. Avec la faiblesse de l'inflation, les gains de pouvoir d'achat des ménages seraient importants, en particulier dans la première partie de l'année. La consommation des ménages augmenterait ainsi fortement en 2016, puis resterait dynamique en 2017-2018, le gain de pouvoir d'achat étant progressivement dépensé.

Les circonstances seraient également favorables à une poursuite de la hausse de l'investissement des entreprises, notamment grâce à la politique monétaire très accommodante. En outre, une certaine modération des coûts salariaux contribuerait à la poursuite du redressement du taux de marge des entreprises en 2016. Il se stabiliserait ensuite en 2018 à un niveau proche de celui observé dans la première moitié des années 2000 avant-crise. Après avoir fortement reculé en 2014 et 2015, l'investissement public contribuerait de nouveau positivement à la croissance de 2016 à 2018. L'investissement des ménages reculerait toujours en 2016 mais il progresserait légèrement en 2017 et 2018.

Tableau 1 : Synthèse des projections France

	2015 (17/05) brut	2015 (29/04) cvs-cjo	2016	2017	2018
IPCH	0.1	0.1	0.2	1.1	1.4
IPCH hors énergie et alimentaire	0.6	0.6	0.6	0.7	1.1
Déflateur du PIB		1.2	1.1	1.1	1.3
PIB réel	1.3	1.2	1.4	1.5	1.6
Contributions (points de PIB)* :					
Demande intérieure hors stocks	1.3	1.1	1.8	1.6	1.7
Exportations nettes	-0.3	-0.2	-0.6	0.0	0.0
Variations de stocks	0.1	0.3	0.3	-0.1	0.0
Consommation des ménages	1.5	1.4	1.9	1.6	1.7
Consommation publique	1.4	1.5	1.4	0.8	0.8
Investissement total	1.0	0.0	2.0	2.4	2.4
Investissement public	-3.8	-3.0	1.2	1.4	1.9
Investissement des ménages	-0.8	-2.7	-1.2	0.9	0.1
Investissements des entreprises (SNF-SF-EI)	2.8	1.9	3.4	3.1	3.3
Exportations	6.1	6.1	2.9	4.6	4.5
Importations	6.6	6.4	4.9	4.5	4.5
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1.6	1.8	2.1	1.4	1.6
Taux d'épargne des ménages (% RDB)	14.5	15.4	15.6	15.4	15.3
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10.3	10.3	10.1	10.0	9.8

Sources : INSEE pour 2014 et 2015, projections Banque de France en grisé. Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

*La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

³ Cette prévision actualise la précédente prévision de décembre 2015 pour 2016-2017 et prolonge la prévision jusqu'en 2018. Elle a été achevée mi-mai dans le cadre des exercices de prévision coordonnés de l'Eurosystème. Elle s'appuie ainsi sur des hypothèses internationales arrêtées le 10 mai 2016 ainsi que sur les comptes nationaux trimestriels pour la France publiés par l'Insee le 29 avril 2016. Pour des raisons de calendrier liées à cette coordination des prévisions au sein de l'Eurosystème, elle n'intègre donc pas les comptes nationaux trimestriels révisés le 30 mai. Ces derniers ont modifié certaines moyennes annuelles ou profils trimestriels et rehaussé le 1er trimestre 2016, ainsi que les contributions de certains postes à la croissance (voir aussi les implications en termes d'aléas autour des perspectives d'activité ci-dessous). Le rythme de croissance de 1,2% en 2015 (cjo), qui constitue le point de départ de la prévision pour 2016-2018 a, lui, été confirmé.

La demande mondiale, tout en étant dynamique, accélérerait faiblement en 2016, en raison de perspectives de croissance moins favorables qu'anticipé antérieurement dans les pays émergents. En outre, la croissance des exportations en 2016 et 2017 serait freinée par l'appréciation du taux de change effectif depuis décembre. En revanche, la croissance des importations resterait soutenue par le fort dynamisme de la demande intérieure. Ainsi, la contribution nette du commerce extérieur à la croissance serait nettement négative en 2016, avant de devenir neutre à l'horizon de la prévision.

b. L'inflation serait faible en 2016 puis remonterait graduellement en 2017 et 2018

L'inflation, mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'établirait à 0,2% en 2016 en moyenne annuelle (m.a.), après 0,1% en 2015. Elle se redresserait progressivement à 1,1% en m.a. en 2017 et 1,4% en 2018 pour s'établir, au dernier trimestre 2018, à 1,5% en glissement annuel. L'inflation hors produits alimentaires et énergie serait stable en 2016 à 0,6% en m.a. comme en 2015, puis remonterait très graduellement et modérément pour atteindre 0,7% en m.a. en 2017 et 1,1% en 2018.

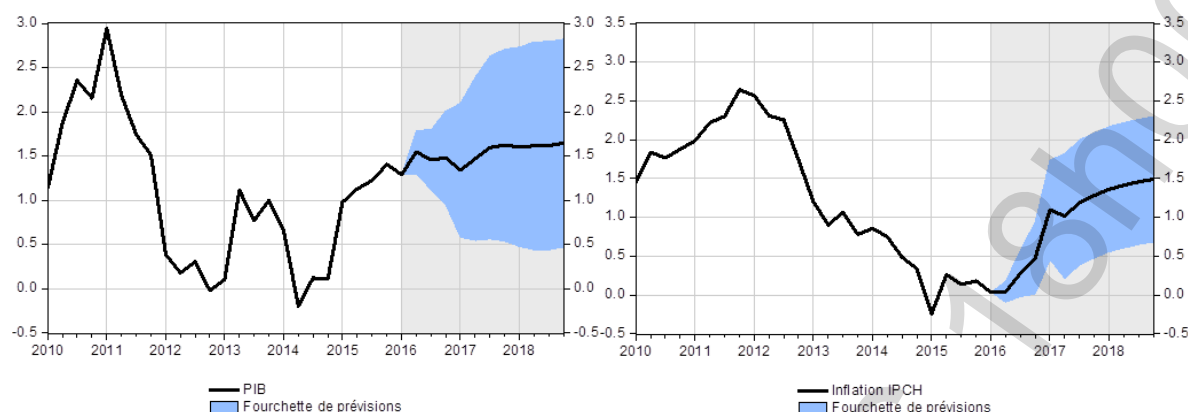
La forte baisse du prix des produits pétroliers depuis le second semestre 2015 pèserait en effet très négativement sur l'inflation d'ensemble en 2016. L'évolution de l'inflation hors énergie et produits alimentaires resterait en outre très modérée du fait de la faible progression des coûts salariaux unitaires et d'un taux de chômage toujours élevé. En 2017, en revanche, l'inflation des prix de l'énergie se redresserait, de même que celle des services dans le sillage de l'accélération des salaires nominaux. Mais l'appréciation récente du change freinerait, avec quelques trimestres de délai, la progression du prix des produits manufacturés. Ces effets se dissiperaient en 2018 et l'inflation se redresserait alors plus franchement, à mesure que l'écart de production se réduirait et que le taux d'utilisation des capacités de production augmenterait progressivement.

c. Les aléas sur les perspectives d'activité seraient orientés à la baisse

La prise en compte des révisions publiées le 30 mai et les aléas autour du scénario économique central conduiraient à revoir un peu à la hausse la croissance en 2016. La croissance au premier trimestre de 2016 a en effet été rehaussée par l'INSEE le 30 mai et l'acquis de croissance du PIB pour 2016 à l'issue du 1er trimestre s'élève maintenant à 1,1%, contre 1,0% lors de la première estimation. Ceci rend probable une croissance un peu plus soutenue en moyenne annuelle en 2016. En revanche, la publication de l'Insee du 30 mai montre aussi que le taux d'épargne est nettement plus bas en 2015 et au premier trimestre de 2016 que le laissent attendre les comptes trimestriels publiés fin avril. Le dynamisme de la consommation des ménages à la suite du contre-choc pétrolier pourrait donc être un peu plus modéré qu'anticipé, puisqu'il a moins de chance d'être soutenu par une nouvelle baisse du taux d'épargne. Un tel scénario pourrait affecter la croissance en 2017, voire en 2018. Par ailleurs, les projections à partir de 2017 sont ici présentées de façon conventionnelle, avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire supplémentaires qui pourraient être nécessaires pour descendre sous le seuil de 3% de déficit public dès 2017.

En ce qui concerne l'inflation, les principaux risques sont globalement équilibrés. Les risques liés à l'activité font peser une incertitude sur l'ampleur de la remontée de l'inflation à l'horizon de la prévision. En revanche, une hausse des prix du pétrole et des prix des biens importés plus forte qu'actuellement anticipée contribuerait à augmenter plus rapidement l'inflation d'ensemble. En outre, l'effet de l'action de la politique monétaire très accommodante sur l'inflation pourrait être supérieur à ce qui est inscrit en prévision.

Graphiques 1 et 2: Fourchette de projections de la croissance du PIB et de l'inflation



Source : Banque de France

2.2. Impact d'un « Brexit » sur l'activité et le commerce britannique et européen

Si le Royaume Uni décide, le 23 juin prochain, de sortir de l'Union Européenne (Brexit), l'impact commercial et macroéconomique d'un tel scénario serait conséquent pour l'économie britannique et affecterait aussi les autres économies européennes, selon les estimations disponibles. Les études estiment que l'impact de long terme d'un « Brexit » sur le niveau du PIB au Royaume Uni serait compris entre -2% et -8% et donnent également un impact important à court terme sur l'activité lié à une hausse de l'incertitude et qui serait compris entre -2% et -4% pour le Royaume Uni et entre -0,3% et -0,9% pour la Zone Euro.

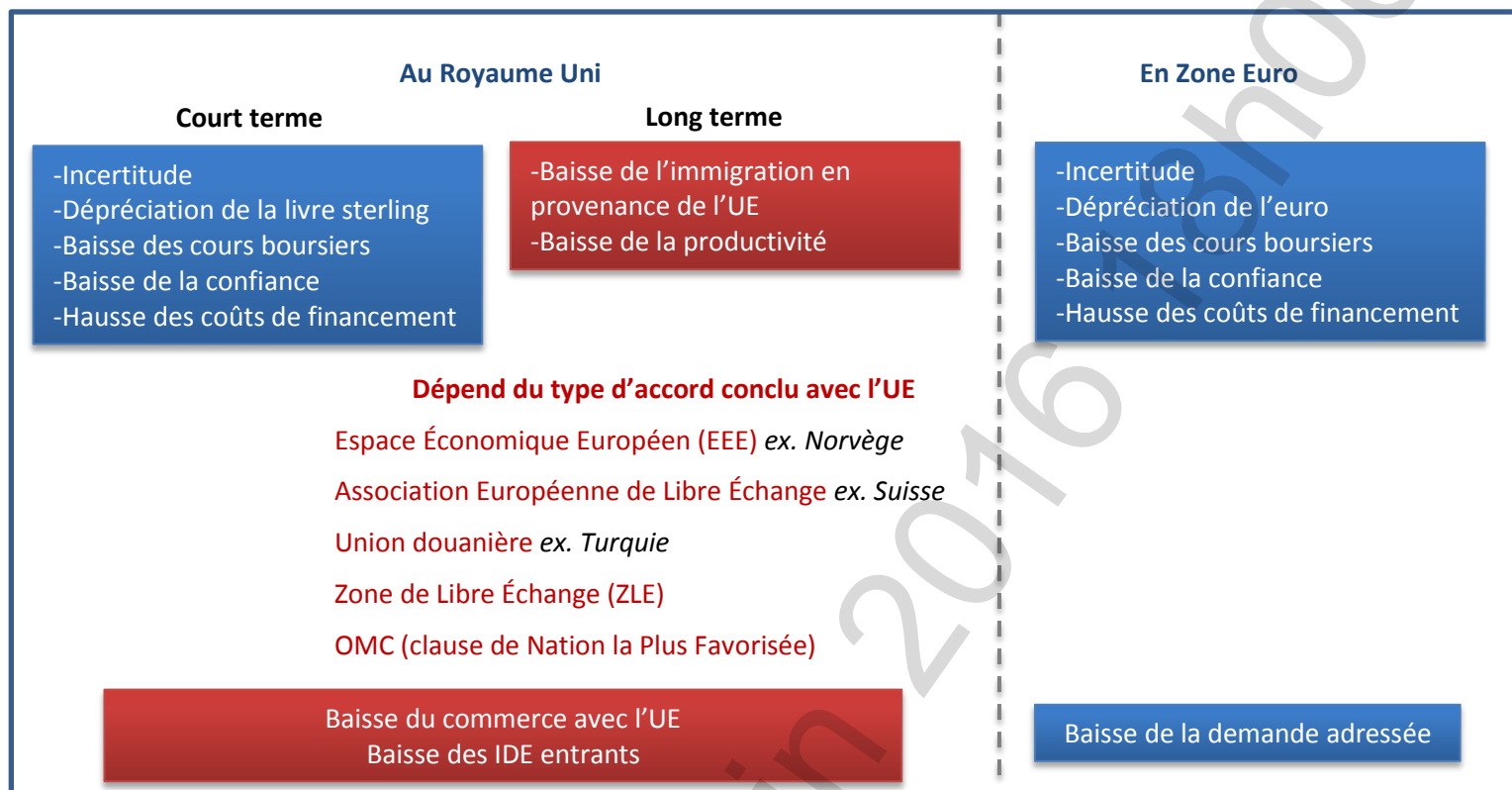
L'incertitude substantielle entraînée par un « Brexit » impliquerait des coûts de transition à court terme et des enjeux en termes de croissance potentielle sur le long terme⁴.

a. Les canaux de transmission des effets d'un « Brexit »

Les risques juridiques et institutionnels liés au scénario de sortie du pays de l'Union européenne sont élevés, compte tenu de la durée anticipée de la procédure de sortie de l'UE et de la négociation d'une nouvelle relation avec l'UE et avec les pays tiers. Une telle situation placerait le pays et son économie dans une situation d'incertitude pour plusieurs années. Selon les termes de l'accord de sortie, le Royaume-Uni pourrait être privé de l'accès à un grand nombre de dispositifs et de politiques communautaires (perte d'accès au marché unique, fin de la coopération policière et judiciaire, etc.).

⁴ Les risques juridiques et institutionnels liés au scénario de sortie du pays de l'Union européenne sont avérés. En effet, tant la procédure de sortie de l'UE que la négociation d'une nouvelle relation avec l'UE et avec les pays tiers prendraient du temps et placeraient le pays et son économie dans une situation d'incertitude pour plusieurs années. Selon ce que seraient les termes de l'accord de sortie, le Royaume-Uni pourrait être privé de l'accès à un grand nombre de dispositifs et de politiques communautaires (perte d'accès au marché unique, fin de la coopération policière et judiciaire, etc.).

Tableau 2 : Canaux de transmission des effets d'un « Brexit »



Source : Banque de France

En cas de « Brexit », le Royaume Uni disposera d'un délai de deux ans pour négocier un accord de sortie de l'Union Européenne. Pendant cette période, l'économie britannique et celles de la zone euro pourraient connaître une situation de forte volatilité sur les marchés financiers. Cette éventualité pourrait également conduire à une résurgence du risque politique en Europe.

b. L'impact d'un « Brexit » à court-moyen terme

L'OCDE⁵, le NiESR⁶ et le HM Treasury⁷ ont étudié l'impact à court-moyen terme d'un « Brexit » à l'aide du modèle macro-économétrique NiGEM (tableau 2). Les chocs financiers considérés correspondent à des chocs d'incertitude qui se matérialisent sous la forme de la baisse des cours boursiers, de hausse des primes de risques, de hausse de l'épargne de précaution et de dépréciation de la livre. À moyen terme (au-delà de 2 ans), ces différentes évaluations intègrent une baisse du commerce britannique, de la productivité et des flux migratoires. En outre, l'OCDE estime l'impact à court terme d'un Brexit sur les économies européennes à -0,9% en cumulant le choc financier avec un choc négatif de demande en provenance du Royaume Uni⁸.

⁵ OCDE (2016), "The economic consequences of BREXIT: a taxing decision", *OECD Policy Paper* No. 16

⁶ NiESR (2016) "The short term economic impact of leaving the EU" J. Baker, O. Carreras, M. Ebell, I. Hurst, S. Kirby, J. Meaning, R. Piggott, J. Warren, *National Institute Economic Review* No. 236 May.

⁷ HM Treasury (2016) "HM Treasury analysis: the immediate economic impact of leaving the EU"

⁸ La part du Royaume Uni dans la demande adressée à la zone euro est de 12 %.

Tableau 3 : Impact d'un « Brexit » sur l'économie britannique à court-moyen terme

Court/moyen terme 2020	BCE		OECD+		NIESR			HM Treasury	
	EEE	OMC	OMC/ ZLE		EEE	ZLE	OMC	ZLE	OMC
PIB	-2.2%	-4.4%	-3.3%		-1.9%	-2.1%	-2.9%	-3.6%	-6.0%
Commerce	-5.0%	-10.5	-8.1%	-6.4%	-15.0%	-17.0%	26.5%		
Hypothèses									
Choc financier	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Baisse du commerce	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Productivité			*	*				*	*
Immigration			*	*					

Note + : Le chiffrage de l'OCDE se fonde sur l'hypothèse que le Royaume Uni commercera d'abord à suivre les règles de l'OMC puis signera un accord de libre-échange avec l'UE

Sources: BCE, OCDE, NIESR, HM Treasury

c. Impact possible d'un « Brexit » sur les banques françaises

L'impact du « Brexit » sur les banques françaises dépend d'un certain nombre de facteurs : les modalités de la sortie du Royaume-Uni ; l'adoption de stratégies de dumping fiscal ou réglementaire afin de regagner de la compétitivité. Sous cette réserve, l'impact pourrait passer par trois canaux différents.

Le premier canal est celui du recours par les banques françaises aux infrastructures de marchés situées sur le territoire britannique. En avril 2016, les plateformes situées au Royaume-Uni concentraient 43% des échanges sur l'indice Euro Stoxx 50 (20% pour BATS Chi-X, 12% pour Turquoise et 10% pour LSE), devant Euronext (28%) et Xetra (21%). La prééminence des infrastructures situées sur le territoire britannique est encore plus marquée s'agissant des produits de taux ; la place londonienne concentrait 69% des opérations sur dérivés de taux en euro début 2013 (contre 11% pour la France et 7% pour l'Allemagne), 45% des volumes d'échanges sur devises impliquant l'euro (contre 18 % pour les États-Unis, 5 % pour la France, 4% pour la Suisse et 3% pour le Japon et Singapour), tandis que la chambre de compensation britannique LCH.Clearnet dispose aujourd'hui d'une part de marché de 95% dans le clearing de swaps de taux, au travers de sa chambre spécialisée SwapClear. Compte tenu de la part de marché de la place britannique sur ces différents segments, il semble peu probable que sa prééminence puisse être réellement remise en cause. Toutefois, les activités de compensation sur produits en euro pourraient être rapatriées au sein de la zone euro.

Le deuxième canal est celui de la présence des banques françaises au Royaume-Uni. Certaines activités spécialisées (*project finance*, *shipping finance* et dans une moindre mesure activités de marchés, notamment dérivés) des banques françaises sont gérées à l'échelle mondiale depuis leur filiale londonienne (en particulier du fait d'un écosystème favorable et de la présence de nombreux services associés : avocats, fiscalistes, etc.). Un départ du Royaume-Uni de l'UE serait dès lors susceptible de les amener à rapatrier en France une partie de ces activités (en particulier s'agissant des opérations avec des contreparties de l'UE, ou portant sur des sous-jacents en euros).

Le troisième canal est celui de l'exposition des banques françaises à des contreparties britanniques (y compris filiales britanniques de banques françaises). Fin 2015, les banques françaises affichaient une exposition (risque ultime) de 228 mds USD à des contreparties résidentes britanniques (dont 102 mds USD à l'égard du secteur bancaire britannique), soit près de 10 % du total des expositions des banques étrangères à des contreparties britanniques. En cas de sortie du Royaume-Uni de l'UE, les banques françaises pourraient rediriger une partie de leurs opérations vers des contreparties européennes. Cet effet pourrait être renforcé par l'éventuelle relocalisation de filiales de banques de pays tiers (États-Unis notamment) de Londres vers une autre place financière européenne.

Les banques françaises pourraient cependant être négativement affectées par les atteintes à la stabilité financière européenne résultant d'un « Brexit ». Une forte dévaluation de la livre (les évaluations tablent sur une dépréciation de 10 à 20% à un horizon de deux ans, face aux autres monnaies des pays partenaires du Royaume-Uni) dégraderait sensiblement, du point de vue des contreparties en zone euro, la valeur des actifs libellés dans cette monnaie. Elle pourrait engendrer des doutes sur la solidité d'intermédiaires systémiques qui pourraient entraîner des tensions sur la liquidité. En prévision, la Banque d'Angleterre a d'ores et déjà annoncé

la tenue de deux opérations d'octroi de liquidité en amont du référendum, et d'une troisième opération après le référendum. En outre, elle est à même de mobiliser un ensemble d'instruments pour contenir ces tensions.

Toutefois, si des tensions apparaissaient sur des segments de marchés sur lesquels le Royaume-Uni joue un rôle prépondérant pour la zone euro et se propageaient à la zone euro par phénomène de défiance généralisée entre acteurs (craintes d'expositions importantes aux intermédiaires touchés), la BCE dispose également d'un large éventail d'instruments pour les dissiper.

2.3. Risques liés aux pays émergents

a. Description des facteurs déclencheurs des scénarii envisagés

La situation des pays émergents reste marquée par un certain nombre d'aléas à la baisse : ralentissement économique plus marqué en Chine, en lien avec le rééquilibrage de son modèle de croissance ; un approfondissement de la crise dans les pays en récession (Russie, Brésil) ; un affaiblissement plus marqué des pays exportateurs de pétrole ; la poursuite de chocs non-économiques (conflits, risques géopolitiques, pandémies...). La question de l'affaiblissement de la croissance potentielle dans les pays émergents revêt également un caractère préoccupant. Une source majeure de vulnérabilité des pays émergents est la hausse de leur dette globale, qui est passée de 140% de PIB fin 2010 à 170% fin 2015 et dont la moitié relève du secteur privé. Compte tenu de l'important stock de dette libellé en dollars, la hausse de l'endettement pourrait conduire à de forts risques de bilan et de *currency mismatch* si les mouvements de dépréciation des devises se poursuivaient.

Toutefois, il existe également des aléas à la hausse : la perspective d'une remontée des taux plus échelonnée que prévu de la part de la Fed, une reprise des flux de portefeuille début 2016 après des flux nets de capitaux négatifs en 2015 pour les émergents pris dans leur ensemble, et des développements récents favorables dans certains pays (vigueur de la croissance en Chine, redressement du rouble lié au rebond du prix du pétrole, retour de l'Argentine sur les marchés internationaux de la dette avec une émission de 16,5 mds USD en mai 2016). En outre, les économies émergentes apparaissent mieux préparées aujourd'hui contre la volatilité des marchés et des flux de capitaux, sous l'effet de leur expérience passée de la gestion des crises, de l'accumulation d'abondantes réserves de change, d'une plus grande crédibilité des politiques monétaires et de régimes de change plus flexibles, qui limitent les risques de mouvements spéculatifs sur les devises. En outre, certains pays importateurs de matières premières continuent d'enregistrer une croissance dynamique, à l'instar de l'Inde, du Mexique et des pays d'Europe centrale. Ces éléments viennent mitiger les risques émergents, mais ne permettent pas d'écarter complètement le scénario décrit ci-après.

b. Scénarii de ralentissement simultané des grands émergents et effets de diffusion aux économies avancées

Plusieurs scénarios ont été réalisés afin d'évaluer les conséquences sur l'activité mondiale d'un ralentissement des économies émergentes et des variations de taux de change associées⁹.

i. Un ralentissement réel dans les économies émergentes...

L'hypothèse retenue est celle d'un ralentissement concomitant de la Chine, du Brésil, de la Russie, de la Turquie et de l'Afrique du Sud. Le taux de croissance de la demande domestique de chacun de ces pays subirait un choc ponctuel de -2 points de pourcentage sur un an. Cette hypothèse correspond au ralentissement observé de la demande domestique en moyenne dans les pays concernés depuis 2013, où les pays les plus touchés ont été la Russie, le Brésil et la Turquie. Les économies partenaires seraient affectées par le biais du canal commercial, subissant une baisse de la demande mondiale qui leur est adressée.

⁹ Scénarios réalisés à l'aide du modèle NiGEM du National Institute of Economic and Social Research.

ii. ... doublé d'un choc sur les devises

Depuis le début de l'année 2016, des flux de capitaux en provenance des pays émergents vers les pays avancés ont tiré à la hausse les devises américaines et européennes. Ces flux de capitaux sont pour partie liés à une hausse de l'aversion au risque des agents envers les pays émergents, en lien avec la baisse des cours des matières premières et une réappréciation du risque liée aux performances économiques décevantes observées depuis plusieurs années.

Dans ce scénario, nous supposons une hausse de la prime de risque sur les monnaies émergentes, conduisant à une dépréciation par rapport au dollar de 5% en Chine et 10% en Russie, au Brésil, en Turquie, en Afrique du Sud pendant un an. Ce choc supplémentaire sur les devises vient compléter le choc de demande intérieure afin de mieux rendre compte des mouvements observés de devises dans des circonstances similaires et sous estimées par les réactions endogènes du modèle NiGEM. Les politiques monétaires menées dans les pays avancés ont des effets importants sur la volatilité des flux de capitaux et en conséquence les devises des pays émergents. En dépit de taux d'intérêt négatifs au Japon et en zone euro, une remontée des taux américains au second semestre 2016 pourrait conduire à de nouveaux épisodes de *sudden stops* des flux de capitaux vers les pays émergents et à des mouvements de dépréciation des devises, ce qui fut le cas en 2015.

Cet effet de dépréciation des monnaies émergentes devrait permettre d'atténuer l'impact négatif du choc sur la demande intérieure. La dépréciation de la monnaie aura à la fois un effet positif sur les exportations de ces pays (via une amélioration de la compétitivité-prix) et un effet négatif sur leurs importations (via un renchérissement des biens importés). Les économies développées au contraire seraient davantage impactées par l'appréciation relative de leurs monnaies.

iii. Les résultats sur l'activité mondiale

Pour les pays émergents dont le choc initial porte sur la demande intérieure, les économies les plus ouvertes commercialement (Chine, Afrique du Sud) subiraient un moindre recul de l'activité, du fait de la baisse des importations engendrée par le recul de la demande. En cas de choc supplémentaire sur le change toutes les économies émergentes seraient moins affectées grâce à l'effet positif de la dépréciation du change sur leurs exportations nettes. En ce qui concerne l'effet de diffusion du choc réel aux économies avancées, le Japon et la zone euro seraient plus touchés que les pays anglo-saxons notamment en raison de leurs liens commerciaux plus forts avec les pays émergents touchés. À l'exception des États-Unis toutes les économies développées seraient plus touchées lorsque le choc réel s'accompagne d'une dépréciation des monnaies émergentes. Les économies développées enregistreraient en effet alors une appréciation effective de leur monnaie.

Aux États-Unis, l'effet sur le PIB serait pourtant plus faible lorsque le choc de demande domestique s'accompagne d'une dépréciation de la monnaie dans les économies émergentes. En effet, dans le cas des États-Unis, un assouplissement monétaire de la Réserve Fédérale américaine (de 25 points de base en cas de choc réel et de 45 points de base lorsque celui-ci s'accompagne d'une appréciation du dollar) permettrait d'atténuer le choc externe sur l'économie américaine. Cet effet est étroitement lié aux hypothèses sous-jacentes au scénario. Celui-ci suppose en effet une remontée progressive des taux américains tout au long de l'année 2016 (de +86 points de base) ce qui permet de dégager des marges de manœuvres de politique monétaire. En revanche, le scénario central européen ne prévoit pas de remontée des taux en 2016. La politique monétaire européenne ne dispose alors pas de marges de manœuvre (en termes de taux directeur) permettant d'atténuer les effets négatifs d'un choc externe.

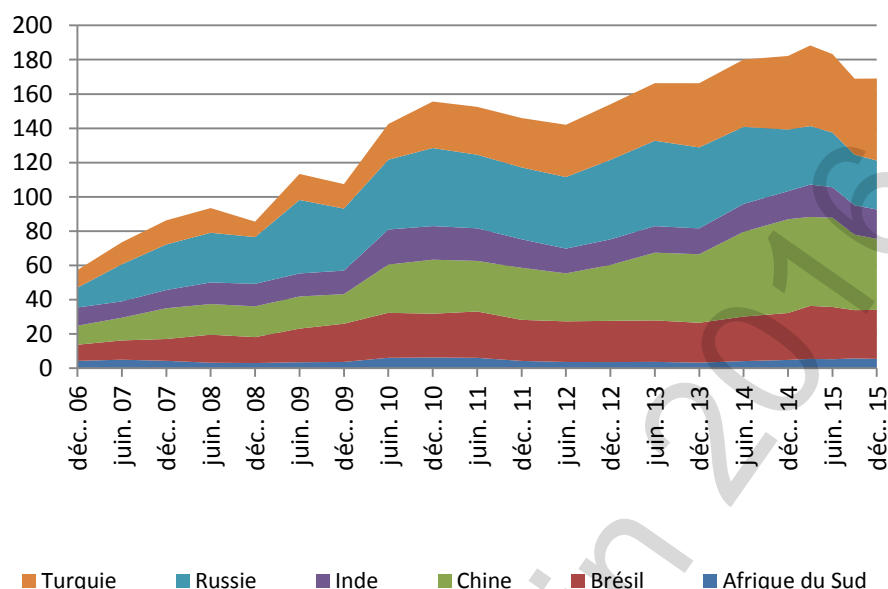
Au final, la baisse du PIB mondial par rapport à un scénario sans choc serait comprise entre 0,2 et 0,3 point de pourcentage dans le scénario de stress cumulé de ralentissement réel et de choc sur les devises des monnaies des pays émergents. L'impact du choc de demande et de change sur la France serait relativement limité de l'ordre de 0,1 point de pourcentage en 2016.

c. **Exposition du système financier français aux émergents**

Dans son dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR – avril 2016), le FMI montre que l'intégration des économies émergentes dans le système économique et financier mondial a largement progressé au cours des deux dernières décennies, entraînant une augmentation des phénomènes de contagion en provenance des émergents. Le choc sur les marchés d'actions en début d'année 2016, qui a trouvé sa source en Chine, peut attester de ces interconnexions grandissantes.

Cependant, l'exposition directe du système financier européen aux pays et marchés financiers émergents reste relativement limitée. Les banques européennes sont exposées à hauteur de 2 300 mds EUR (soit 11% de leurs bilans pondérés des risques) aux émergents au 30 juin 2015¹⁰, tandis que le bilan des grandes compagnies d'assurance européennes était exposé à 3,4% aux émergents en juin 2014¹¹. Les fonds d'investissements de la zone euro sont quant à eux exposés à 669 mds EUR (9,5% des actifs sous gestion) au 3^{ème} trimestre-2015.

Graphique 3 : Expositions internationales des 5 grands groupes bancaires français sur les BRICS + Turquie au 31/12/2015 (en mds EUR)



Source : ACPR

Le secteur financier français est également faiblement exposé aux pays émergents. De plus, ces expositions sont actuellement en recul, vraisemblablement en raison de la matérialisation des risques à la baisse sur la croissance pour ces économies. Ainsi, les banques françaises ont réduit leur exposition aux économies émergentes depuis leur pic de mars 2015, de 188 mds EUR à 169 mds EUR au 31 décembre 2015 (graphique 4). L'exposition à la Chine a notamment reculé de 20% sur un an (41,4 mds EUR), et celle à la Russie de 10% (28,5 mds EUR). Les fonds d'investissement français ont très nettement réduit leur exposition aux titres émis sur des marchés émergents¹² : entre fin 2014 et fin 2015 leurs encours a reculé de 1,93 mds EUR pour atteindre 5,80 mds EUR, soit seulement 0,42% des actifs sous gestion. Les sociétés d'assurance sont également faiblement exposées aux pays émergents : l'encours des titres de créances détenus par le secteur français de l'assurance et émis par des pays émergents¹³ n'était que de 1,435 mds EUR au 31 décembre 2014, soit moins de 0,1% de leur bilan.

Au-delà de ces expositions directes, des effets de second tour d'un ralentissement des économies émergentes, et notamment de la Chine, pourraient impacter le système financier européen. Ainsi, une faible croissance en Chine pourrait entraîner un retrait des investisseurs chinois en Europe, affaiblissant notamment les institutions financières dont ils se retireraient.

Enfin, plus de la moitié de la dette des émergents est libellée en devise étrangère, notamment en dollars américains. La hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, ainsi que l'appréciation marquée du dollar, pourraient entraîner des défauts massifs affectant les institutions financières détenant une exposition à ces emprunteurs, en particulier les pays émergents producteurs de matières premières.

¹⁰ Source : European Banking Authority (EBA)

¹¹ Source : EIOPA

¹² BRICS + Turquie

¹³ BRICS + Turquie

2.4. Risques liés à l'environnement de taux bas

a. Environnement prolongé de taux bas ou négatifs sur les banques, les sociétés d'assurance et les gestionnaires d'actifs

Malgré la persistance de l'environnement de taux bas, les institutions financières françaises maintiennent des performances financières solides. La baisse de rendement liée à la faiblesse des taux d'intérêt les pousse à mettre en place des stratégies compensatoires, afin d'améliorer leur rentabilité, d'accroître leur activité ou de trouver de nouvelles sources de revenus pour maintenir un résultat positif. Certains comportements peuvent être potentiellement porteurs de risque pour la stabilité financière – notamment la hausse de la durée et du risque des actifs détenus – mais ne semblent pas être encore significatifs chez les banques, assureurs et fonds monétaires français.

i. Secteur bancaire

Incidence de l'environnement de taux bas sur les résultats des banques françaises

- a. Les résultats 2015 mettent en avant une résilience du produit net bancaire (PNB) des banques françaises malgré l'environnement de taux bas

Après un exercice 2014 affecté par d'importantes charges exceptionnelles, les résultats de l'année 2015 des six principaux groupes bancaires français ¹⁴ se sont redressés :

Malgré l'environnement de taux bas et le retour de la volatilité sur les marchés, le produit net bancaire (PNB) agrégé a augmenté de 136,4 mds EUR à 146,3 mds EUR soit +7,3% entre 2014 et 2015 ; une partie de cette hausse reflète néanmoins des effets de change parfois importants ainsi que l'impact de la réévaluation de la dette propre de certains groupes ;

Au final, le résultat net part du groupe (RNPG) s'est redressé pour atteindre 23,7 mds EUR en 2015 (+9,4 mds EUR par rapport à 2014, soit une hausse de 65,9%). Retraité des éléments exceptionnels qui avaient affecté l'exercice 2014, le RNPG ressort en hausse de l'ordre de 8%.

b. Une relative stabilité de la marge nette d'intérêt en 2015

Les différentes composantes du PNB ont évolué de la façon suivante :

- la marge nette d'intérêt, dont le montant a progressé de 2,3 % en valeur absolue par rapport à l'année 2014, reste, de loin, la principale source de revenus des banques. Cette résistance de la marge nette d'intérêt à l'environnement de taux bas est due en partie à une croissance soutenue des prêts en particulier à l'habitat en 2015 ;
- les commissions ont vu leur montant augmenter de 5,3 % par rapport à l'année précédente. Cette hausse est la résultante d'une bonne progression des commissions et honoraires perçus sur la quasi-totalité des métiers ;
- la progression du PNB entre 2014 et 2015 s'explique également par la hausse de 17,2 % des autres revenus nets ; cette hausse est attribuable principalement aux gains nets sur instruments financiers à la valeur de marché par résultat et sur actifs financiers disponibles à la vente et aux produits nets sur autres activités telles que l'assurance (+6,2% du PNB en 2015).

c. Des résultats sur le premier trimestre 2016 plus contrastés

Au cours des trois premiers mois de 2016, les résultats bancaires sont plus décevants, le produit net bancaire cumulé des quatre principaux groupes bancaires français (BNPP, SG, GCA, GBPCE) affiche une baisse limitée de 5% par rapport à la même période l'an dernier à 29,9 mds EUR. Cette baisse est principalement attribuable à la banque de financement et d'investissement qui subit les effets de conditions de marché difficiles, notamment une aversion au risque plus forte et un regain de volatilité sur l'ensemble des marchés, faisant écho aux incertitudes sur la croissance mondiale et le rythme de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Le résultat net part du groupe cumulé est en recul de 6%, à 4,1 mds EUR.

¹⁴ Les groupes BNP Paribas (BNPP), Société Générale (SG), Crédit Agricole (GCA), Banques Populaires Caisses Épargne (BPCE), Crédit Mutuel (GCM) et Banque Postale (LBP).

Sur le premier trimestre 2016, les résultats de la banque de détail en France sont moins positifs qu'en 2015. Le PNB diminue pour les principales banques françaises. Cette baisse est due à la fois aux revenus d'intérêt nets en diminution et aux commissions moins dynamiques que sur le premier trimestre 2015. La baisse des revenus d'intérêt net, peut s'expliquer par l'absorption de l'incidence de la vague de renégociations de crédits immobiliers du second semestre 2015 ; effet qui est atténué partiellement par l'augmentation des volumes de prêts sur le 1^{er} trimestre 2016 (le taux de croissance des crédits aux particuliers reste élevé à + 3,7 % en mars 2016). Du côté du passif, le coût des dépôts et des financements de marché diminue progressivement, ce qui limite aussi la baisse des revenus nets. Concernant les commissions, leur moindre dynamisme sur le premier trimestre est attribuable aux commissions sur titres qui subissent l'impact des conditions de marché du 1^{er} trimestre.

Risques de l'environnement de taux bas pour les banques

Les risques liés à la persistance de l'environnement de taux bas sont multiples :

- Risques de compression de la marge nette d'intérêt dans un contexte de courbe des taux d'intérêts plate défavorable à l'activité de transformation et de pression concurrentielle sur les taux offerts à la clientèle
- L'environnement de taux bas incite les banques à réallouer leurs actifs vers des actifs à rendement plus élevé mais plus risqués. Des ajustements se sont produits en 2015 dans la structure des portefeuilles de titres des institutions monétaires et financières (IMF)¹⁵. La part des titres souverains s'est légèrement réduite au profit des titres émis par des entreprises financières ou non-financières. Pour les autres catégories d'actifs, la structure des portefeuilles reste stable tout au long de l'année. La recomposition des portefeuilles obligataires des IMF s'accompagne d'une hausse du risque de taux. Les banques sont relativement plus exposées à des moins-values en cas de hausse des taux d'intérêt car la duration moyenne s'est allongée en 2015 pour les portefeuilles détenus par les IMF.
- La faiblesse des taux d'intérêt peut inciter les banques à augmenter leur prise de risque dans l'octroi de crédit. L'enquête mensuelle sur le crédit de la BCE d'avril 2016 montre que les banques françaises continuent d'assouplir leurs critères d'octroi, notamment sur la marge d'intérêt.

Les banques françaises ont globalement reporté pour l'enquête d'avril 2016 un rétrécissement des marges pour les prêts de risque moyen aux entreprises contrairement aux prêts les plus risqués dont les marges sont restées constantes sur le 1^{er} trimestre 2016. Selon les banques françaises le principal facteur contribuant à la réduction des marges est la pression concurrentielle (valable pour les trois compartiments : entreprises, habitat et consommation). Concernant les prêts à l'habitat, l'assouplissement des critères d'octroi passe avant tout par une réduction des marges sur les prêts de risque moyen mais aussi sur les prêts les plus risqués. Enfin, pour les prêts à la consommation, l'assouplissement des critères d'octroi provient essentiellement d'une réduction des marges sur les prêts les plus risqués.

ii. Secteur de l'assurance

L'activité et la rentabilité des organismes d'assurance résistent bien à l'environnement de taux d'intérêt bas en 2015

En 2015, le chiffre d'affaires, toutes activités et toutes zones géographiques confondues, a enregistré une croissance de 3,4%¹⁶. La progression de l'activité a été plus modérée en 2015 qu'en 2014, année qui avait connu une accélération de l'activité avec une progression de 6,6%. Cette bonne performance reflète à la fois le dynamisme de l'assurance de personnes (+3,1%), et celui de l'assurance de biens et de responsabilités enregistrant une croissance de 4,6%. Suivant cette tendance, le résultat opérationnel et le résultat net s'inscrivent en hausse (respectivement +7,1% et +4,1%), la progression étant plus vive pour les assurances de personnes (+9,2%) que pour les assurances de biens et de responsabilités (+3,9%).

¹⁵ Le secteur des IMF est constitué principalement par des banques en France

¹⁶ Sur la base de la communication financière d'un échantillon de groupes d'assurance cotés actifs en France et d'informations recueillies auprès des filiales d'assurances des grands groupes bancaires français. Source : Analyses et Synthèses – mai 2016 – [Situation d'un échantillon de groupes d'assurance actifs en France à fin 2015](#)

Risques de l'environnement de taux d'intérêt bas pour les entreprises d'assurance

En 2015, dans un contexte d'environnement de taux bas inédit en Europe, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a demandé aux entreprises d'assurance, dans le cadre de l'exercice préparatoire à Solvabilité II, d'examiner à moyen terme l'évolution de leur solvabilité, l'équilibre de leur situation financière et le respect de leurs engagements dans cet environnement en simulant deux scénarii pluriannuels. En cas de taux maintenus au niveau observé à fin 2014, scénario le moins sévère mais proche de la situation réellement observée à fin 2015, on note une bonne résistance relative du marché français, mais les résultats doivent inviter les organismes à accroître l'effort entrepris pour s'adapter au contexte de taux bas tout en cherchant une meilleure maîtrise des risques.

L'analyse des remises préparatoires à Solvabilité II (la nouvelle réglementation étant plus à même de capter les effets de l'environnement de taux bas que Solvabilité I) entre 2013 et 2014 confirme cet état des lieux¹⁷. Les assureurs vie et mixtes voient leur ratio de solvabilité (*Solvency Capital Requirement* - SCR) médian diminuer (de 239% en 2013 à 216% en 2014), ainsi que la distribution se resserrer entre 2013 et 2014. Cette évolution contraste avec celle de l'ensemble du marché dont le SCR moyen progresse de 256% en 2013 à 260% en 2014.

Compte-tenu des évolutions observées en 2015, les assureurs-vie sont à même de rencontrer de plus en plus de difficultés à obtenir un rendement de l'actif suffisant pour servir des taux de revalorisation satisfaisant :

- certains contrats, souvent anciens, présentent des taux garantis élevés par rapport au rendement actuel possible des actifs sur les marchés financiers.
- pour les contrats plus récents, même si le taux garanti contractuellement est nul, une pression concurrentielle existe entre les assureurs, ce qui incite certains à ne pas suivre dans les taux de revalorisation servis, la baisse du taux OAT à dix ans.

Les assureurs tentent de s'adapter à cet environnement de taux bas en modifiant leur politique de collecte

Une évolution de la politique de collecte est observée sur la période caractérisée par une stratégie marketing orientée vers une collecte plus agressive sur les produits permettant d'offrir un rendement supérieur aux assurés pour un risque plus mesuré pour l'assureur (promotion des contrats en unités de compte) tout en limitant les encours sur les produits offrant plus de garanties aux assurés. Dans les faits, les unités de compte ont continué de renforcer leur proportion dans la collecte nette.

Comportements de recherche de rendements chez les assureurs français

En France, les comportements de recherche de rendements (« *search for yield* ») semblent limités à l'heure actuelle. L'analyse de l'actif des assureurs français met en effet en évidence une très légère augmentation de la part des investissements en obligations d'entreprises non financières en 2015 par rapport à fin 2014 (en pourcentage de la valeur nette comptable des placements totaux) parmi les 12 principaux assureurs-vie¹⁸. Cette augmentation se fait au détriment d'autres actifs tels que les obligations souveraines.

En 2014, la durée des actifs des assureurs en France augmente de 1%, une hausse très peu significative et par ailleurs non statistiquement significative compte-tenu de la dispersion des résultats entre les organismes.

Au final, la réallocation vers des titres à durée ou primes de risque plus élevées ne transparaît donc pas nettement. De plus, il faut être prudent dans l'interprétation et l'origine des modifications d'allocation d'actifs des assureurs sur la période récente, qui peuvent être dues à l'environnement de taux bas, mais aussi aux évolutions réglementaires¹⁹ (entrée en vigueur du régime prudentiel Solvabilité II au 1er janvier 2016) ou aux mouvements de valorisation de marché des actifs.

b. Dérèglements des marchés financiers dans le contexte de taux bas ou négatifs

L'aversion au risque a guidé les marchés financiers en début d'année : les marchés actions ont fortement chuté, les investisseurs se tournant vers des actifs moins risqués (obligations souveraines, or), provoquant une

¹⁷ Source : Analyses et Synthèses – décembre 2015 – Analyse de l'exercice 2015 de préparation à Solvabilité II

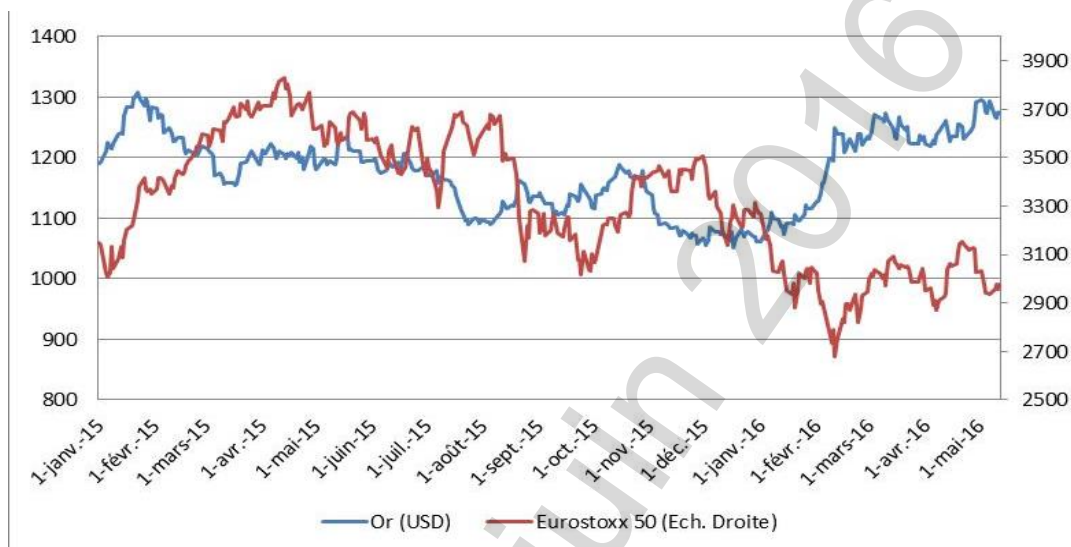
¹⁸ Analyses et Synthèses « Suivi de la collecte et des placements des 12 principaux assureurs-vie à fin décembre 2014 », avril 2015

¹⁹ Dans Solvabilité II, il y a une incitation réglementaire à matcher la durée à l'actif et au passif.

volatilité accrue dans un contexte de liquidité réduite sur les marchés secondaires. L'encours de titres souverains à rendement négatif a gonflé pour atteindre près de 10 000 mds USD dans le monde selon l'agence de notation FitchRatings, notamment porté par l'introduction de taux négatifs au Japon.

Les valeurs bancaires ont fortement corrigé en début d'année, un mouvement motivé par des annonces négatives notamment sur l'encours de créances douteuses sur les bilans des banques italiennes, les résultats de Crédit Suisse et la possibilité que Deutsche Bank a laissé entrevoir de ne pas payer les coupons sur ses titres de dette hybride (*Contingent Convertibles bonds* - CoCos). Ces mauvais indicateurs microéconomiques étaient accompagnés de sentiments de marché adverses liés au contexte macroéconomique global, en particulier la croissance chinoise moins dynamique qu'attendue, la confiance en la solidité de la reprise américaine et l'environnement macroéconomique déprimé en zone Euro.

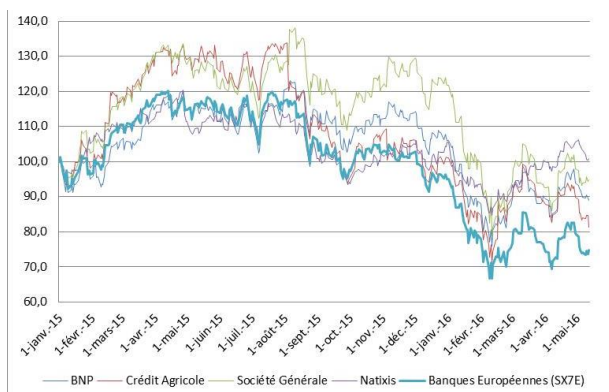
Graphique 4 : Évolution comparée des marchés actions et de l'or



Source : Bloomberg

Les marchés se sont repris à la mi-février mais restent fébriles avec des niveaux élevés de volatilité. Les inquiétudes portant sur le secteur bancaire sont toujours présentes mais sont aujourd'hui confinées à quelques acteurs et non plus à l'ensemble du secteur, les banques françaises surperformant l'indice bancaire européen (SX7E). Les inquiétudes en provenance de Chine ont été dissipées par des annonces rassurantes de la People's Bank of China et la Réserve Fédérale américaine a communiqué de manière prudente sur ses intentions de relever ses taux directeurs. Même si les marchés actions européens sont revenus à leurs niveaux de début d'année ils restent en deçà de leurs niveaux de juillet 2015 (pré-crise chinoise) et bien loin de leurs niveaux de 2007 contrairement aux marchés américains dont la reprise a été plus vigoureuse, stimulée par une politique monétaire accommodante en anticipation de phase vis-à-vis de celle de la zone Euro.

Les valorisations des banques européennes restent toutefois déprimées, avec des Price-to-Book ratio largement sous le pair aux environs de 0.6, traduisant la perception du marché quant à leur incapacité à générer des profits dans un environnement macroéconomique contraint et dans un contexte de taux durablement bas. En contrepartie les actions européennes, hors secteur financier sont à des niveaux de valorisation conformes à leur moyenne de long terme, certains analystes allant même jusqu'à parler de surévaluation.

Graphique 5 : indices bancaires (base 100 au 1^{er} janvier 2015)

Source : Bloomberg

Graphique 6 : volatilité des marchés d'actions

Source : Bloomberg

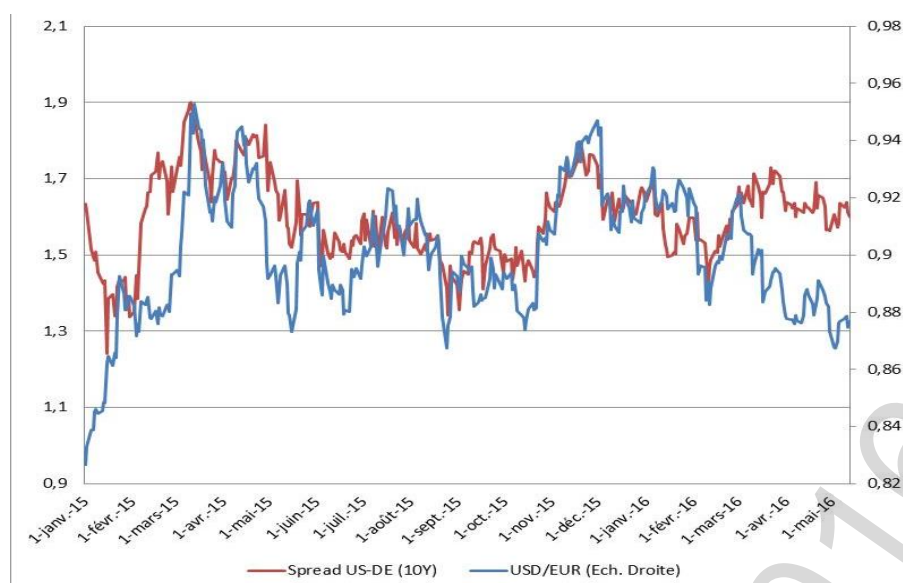
Contrairement à la zone euro dont la croissance est toujours modeste (1,5% en 2015 alors que le taux de chômage atteignait 10,2% en mars 2016), la croissance américaine a atteint 2,4% en 2015 et le taux de chômage à 5% est désormais proche de celui de 2005. L'écart conjoncturel entre les deux zones économiques se traduit par une divergence de leurs politiques monétaires respectives : la Réserve fédérale américaine, après avoir arrêté son programme d'achats d'actifs QE3 à l'automne 2014, a procédé à sa première hausse de taux depuis dix ans en décembre 2015, tandis que la Banque centrale européenne poursuit dans la voie de l'assouplissement.

Graphique 7 : Rendement des obligations souveraines à 10 ans

Source : Bloomberg

Depuis l'été 2014, la BCE a mis en œuvre un ensemble de mesures non conventionnelles (taux négatif de la facilité de dépôt, TLTRO, *Asset Purchase Programme* - APP) afin de renforcer le caractère accommodant de sa politique monétaire. En juin 2016, l'Eurosystème a lancé deux nouvelles mesures de politique monétaire annoncées en mars 2016 : le programme d'achat *Corporate Sector Purchase Programme* (« CSPP ») s'inscrivant dans le cadre de l'APP et portant sur des obligations d'entreprises, ainsi que les opérations de refinancement ciblées de long terme dites TLTRO II (de maturité 4 ans). Ces deux mesures accompagnent une nouvelle baisse de taux directeurs intervenue en mars et un accroissement de 20 milliards d'euros des achats mensuels effectués dans le cadre de l'APP.

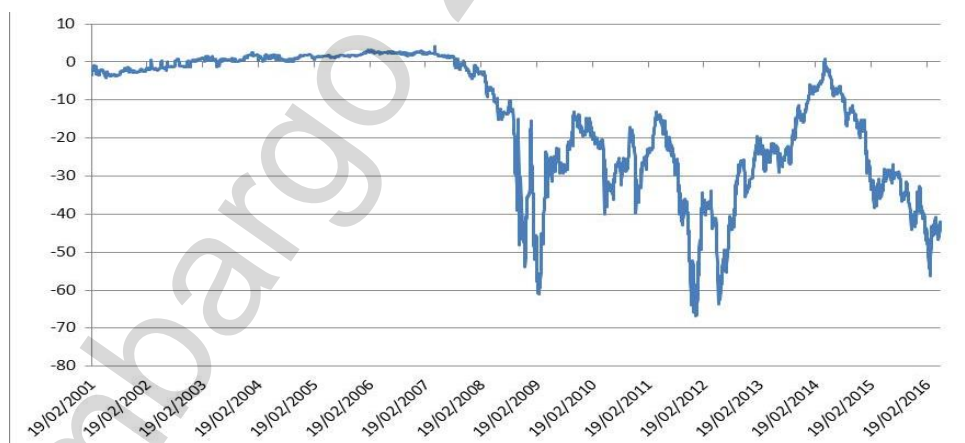
Plus spécifiquement, les TLTRO II et le CSPP visent à soutenir le financement de l'économie réelle, le CSPP visant à renforcer les effets de l'APP sur les conditions de financement de l'économie, tandis que les TLTRO II ont vocation à agir via le canal bancaire en incitant les banques à prêter aux acteurs économiques.

Graphique 8 : Cours de change USD/EUR et écart de taux à 10 ans US-DE

Source : Bloomberg

Signe de la désynchronisation des cycles de politique monétaire, la probabilité d'une hausse des taux en 2016 est de 0% pour la BCE contre près de 60% pour la Fed, selon les anticipations actuelles de marché. Ces différences de politique monétaire se traduisent notamment par une divergence des taux d'intérêt souverains entre les deux zones économiques – les taux allemands étant négatifs jusqu'à 8 ans et inférieurs à 0,2% pour l'obligation à 10 ans – tandis que les taux américains 10 ans évoluent autour de 1,8%, poussant l'écart entre les taux à 10 ans à des niveaux historiquement élevés.

En l'absence de tensions observables sur les conditions de financement en USD des banques européennes les récents mouvements sur le *basis swap spread* EUR/USD²⁰ constituent sans conteste une anomalie de marché dont les causes sont encore inexplicables (conséquence réglementaire des ratios prudentiels, déplacement d'une partie du marché vers les acteurs du *shadow banking*, désengagement des banques des activités de tenue de marché - *market making*). Cette situation génère de facto un coût supplémentaire pour les acteurs européens cherchant à couvrir une position en USD qui pourraient privilégier des stratégies de couverture de court terme et ainsi générer un désalignement de leur couverture actif/passif.

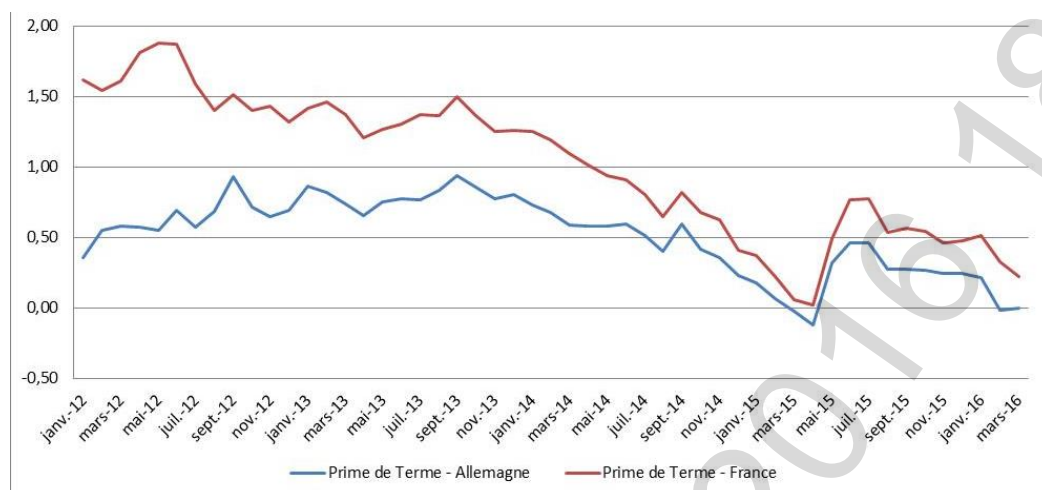
Graphique 9 : Basis swap EUR/USD à 5 ans

Source : Bloomberg

²⁰ Le *basis swap spread* EUR/USD de signe négatif mesure la pénalité payée par un emprunteur USD contre Euro au titre d'un swap de change. Il matérialise donc à un surcoût pour un emprunteur USD contre Euro.

Bien que le phénomène ne soit pas spécifique aux marchés européens on constate que la baisse progressive des rendements des obligations souveraines de moyen et long terme (a priori reflétant les anticipations d'inflation et de croissance plutôt qu'étant une conséquence directe des politiques monétaires) s'accompagne d'un écrasement de la prime de terme, voire selon les modèles d'un passage de celle-ci en territoire négatif.

Graphique 10 : Primes de terme DE et FR

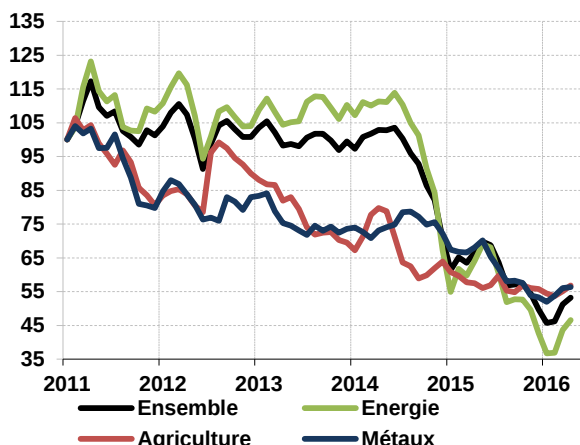
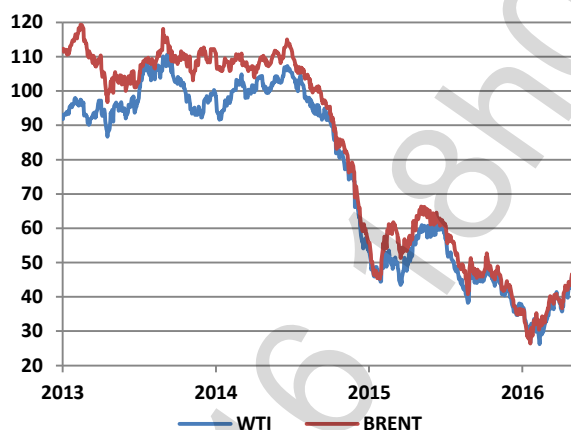


Source : Bloomberg, calculs Banque de France

Ainsi le risque principal pour les marchés financiers européens serait une remontée plus forte que prévu des taux directeurs américains (la BCE ayant été claire quant à sa volonté de maintenir les taux bas pour longtemps) : l'effet de surprise pourrait déstabiliser les marchés financiers au niveau mondial et entraîner une période de forte volatilité sur les marchés des changes, de taux d'intérêt et d'actions, à l'image de l'épisode du « taper tantrum » de 2013. L'écart de taux d'intérêt pourrait également entraîner une décollecte massive des fonds européens en faveur des fonds américains, impliquant une baisse des actifs et des valorisations européens et une dépréciation supplémentaire de l'euro face au dollar. En tout état de cause, il semble légitime de s'attendre à de nouveaux épisodes de volatilité élevée des marchés européens dans les mois à venir dans la perspective du référendum sur le « Brexit ». Le risque d'une réactivation des tensions liées au refinancement de la dette grecque semble s'orienter à la baisse bien que des divergences subsistent entre les Européens et le FMI concernant l'analyse de la soutenabilité de la dette.

2.5. Faiblesse des prix des matières premières

Les risques liés à la faiblesse des prix des matières premières ont reculé depuis la dernière publication de décembre 2015. La chute marquée des prix des matières premières en début d'année 2016, qui a poussé le prix du baril de pétrole en deçà de 30 USD, a été suivie par un rebond progressif à 45-50 USD actuellement. Le déséquilibre entre une offre abondante et une demande plus faible qu'anticipée se maintient, mais selon le dernier rapport de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), le marché devrait se rééquilibrer dans la seconde moitié de l'année 2016, laissant place à une hausse des cours. Si les feux de forêt au Canada, l'instabilité chronique au Moyen-Orient et l'espoir d'un accord sur le niveau de production sont des facteurs de soutien des prix du pétrole, un maintien à leurs faibles niveaux actuels est néanmoins porteur de risques macroéconomiques et financiers, et une rechute des prix ne peut pas être écartée à moyen terme.

Graphique 11 : Indices matières premières (base 100 en janvier 2011)**Graphique 12: prix du pétrole (USD/baril)**

a. Le choc sur les producteurs affecte les institutions et les marchés financiers

Un maintien des prix des matières premières à des niveaux faibles pendant une période prolongée est un facteur de risque pour le système financier. L'exposition du système financier à ces risques passe par plusieurs canaux, déjà présentés lors de l'exercice de décembre 2015. La chute historique des prix du pétrole en janvier a accéléré la transmission de ces risques, mais leur rebond au cours des derniers mois pourrait apporter un répit bienvenu aux producteurs de pétrole.

i. **La moindre rentabilité des entreprises productrices vient accroître le risque de défaut** sur leur dette bancaire ou obligataire, impactant les bilans bancaires ainsi que les valorisations des marchés d'actions et d'obligations, notamment *high yield*. Depuis début 2015, 26 entreprises du secteur des matières premières ont fait faillite (tableau 10), un mouvement accéléré par la chute marquée des prix en début d'année. D'après Fitch, le volume des défauts énergétiques atteint déjà 26 mds USD en 2016, contre 17,5 mds USD en 2015, portant le taux de défaut du secteur à 14% sur les 12 derniers mois. L'agence de notation prévoit une hausse de ce taux à 20% sur l'ensemble de l'année 2016. Plus récemment, le rebond des prix du pétrole a entraîné une remontée des valorisations sur le marché *high yield* et une reprise des indices actions énergie, notamment le S&P, celui-ci ayant une forte corrélation positive au prix du pétrole.

Tableau 4 : entreprises en faillite depuis le 01/01/2015

Secteur	Nombre d'entreprises	Passif (md USD)
Pétrole et gaz	17	34,2
Mines	9	35,1
Total	26	69,3

Source : Bloomberg

ii. **La solvabilité des États producteurs de matières premières est dégradée** par la chute des recettes d'exportations, généralement accompagnée par une forte dépréciation du cours de change. Certains pays émergents fortement dépendants aux exportations énergétiques (Venezuela, Nigeria, Azerbaïdjan) sont en grande difficulté, et pourraient faire défaut sur leur dette publique en l'absence de nouveaux financements. Les marchés financiers sont notamment impactés par une volatilité accrue sur le marché des changes ainsi que par une baisse des valorisations (et une hausse des rendements) des obligations souveraines, et présentent un risque pour les institutions financières créancières.

iii. **Le tarissement de la manne pétrolière contraint certains pays exportateurs à ponctionner leurs fonds souverains** pour équilibrer leurs finances publiques (Norvège, Émirats Arabes Unis). Ces retraits pourraient avoir notamment avoir participé à la chute des marchés d'actions en début d'année 2016, qui a fortement affecté les valeurs bancaires européennes. Ces fonds détiennent un total de 4 200 mds USD d'actifs au

31/03/2016 et sont fortement investis dans les marchés financiers et immobiliers des économies développées, ce qui pourrait entraîner des baisses de valorisations marquées en cas de retraits importants. Les fonds souverains diminuent notamment leurs investissements dans le secteur financier, avec un impact potentiel majeur pour certaines institutions dont les fonds détiennent une part notable de capital (17% de *Standard Chartered*, 12% du *London Stock Exchange*, 7% de Barclays, 6% d'UBS et 5% de Crédit Suisse²¹).

b. Les risques pour le système financier français sont en repli

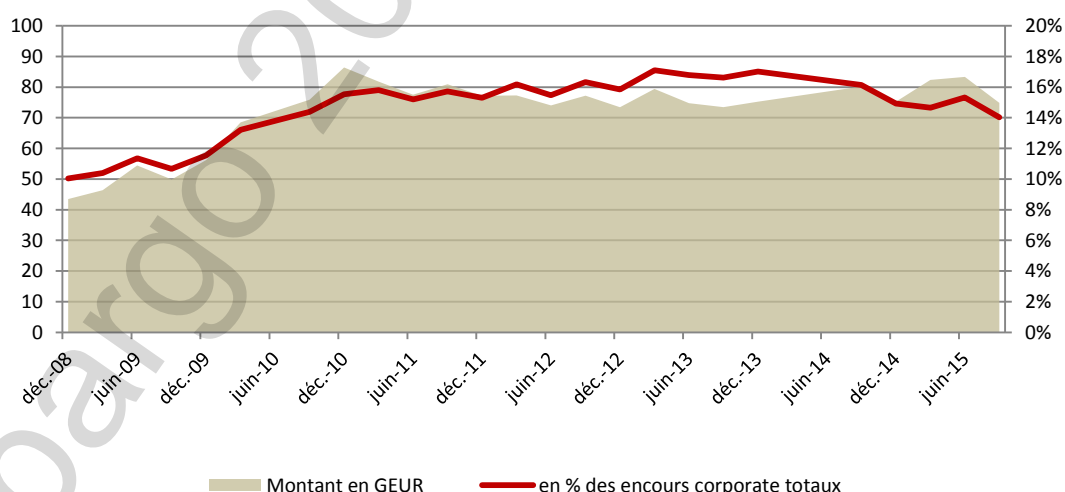
Les risques pour le système financier français liés à la faiblesse des prix des matières premières sont globalement en retrait par rapport à l'exercice de décembre 2015. Ainsi, le système financier français a globalement réduit son exposition au secteur des matières premières et de l'énergie depuis le début de la chute des prix en 2014.

Les 5 grandes banques françaises ont réduit de façon marquée leur exposition aux secteurs pétrole & gaz et matières premières entre le 30 juin et le 30 septembre 2015, celle-ci diminuant de 99,9 mds EUR à 90,7 mds EUR sur la période²². L'exposition nette au secteur pétrole & gaz a notamment baissé de 10% pour atteindre 74,8 mds EUR, soit 14% des encours *corporate* totaux contre 15,3% précédemment.

L'exposition des banques françaises aux pays producteurs en difficulté est faible selon les données en risque ultime de la BRI au 31/12/2015 : 1 md USD pour l'Azerbaïdjan, 2,3 mds USD pour le Nigeria et 0,8 md USD pour le Venezuela. L'exposition à la Russie, elle aussi durement touchée par la chute des prix du pétrole, est de 24 mds USD dont 2,7 mds USD envers le secteur bancaire, 3 mds USD envers le secteur public, et 18 mds USD envers les entreprises non-financières.

Les fonds d'investissement français ont quant à eux réduit leur détention de titres émis par des entreprises du secteur de l'énergie entre le 31/12/2014 et le 31/12/2015 : cet encours est passé de 39,1 mds EUR à 36,1 mds EUR sur la période. Hors Fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), l'exposition est plus faible, reculant de 8% sur la période pour atteindre 29,5 mds EUR.

Graphique 12 : Encours du secteur pétrole & gaz (risque net) des 5 grands groupes bancaires français



Source : ACPR

²¹ Source : Deutsche Bank

²² Une part de la réduction de l'exposition pourrait néanmoins provenir d'un effet « prix », lié à une chute de la valorisation des actions et obligations des entreprises sur la période, ou à des tombées importantes de dette.

Encadré 1 : L'impact macroéconomique de la chute des prix des matières premières

Une baisse des prix des matières premières est traditionnellement considérée comme un facteur positif pour l'économie mondiale, notamment grâce à une baisse du prix des intrants pour les entreprises et des gains de pouvoir d'achat pour les ménages des économies développées ayant une plus forte propension à consommer. Ainsi, fin 2014, le FMI estimait que les gains de pouvoir d'achat des importateurs devraient plus que compenser les effets néfastes pour les pays producteurs, induisant une hausse supplémentaire du PIB mondial de 0,7% en 2015 et 0,8% en 2016. *A posteriori*, les effets négatifs pour les pays exportateurs ont très largement contrebalancé les effets positifs des pays importateurs (graphique 19).

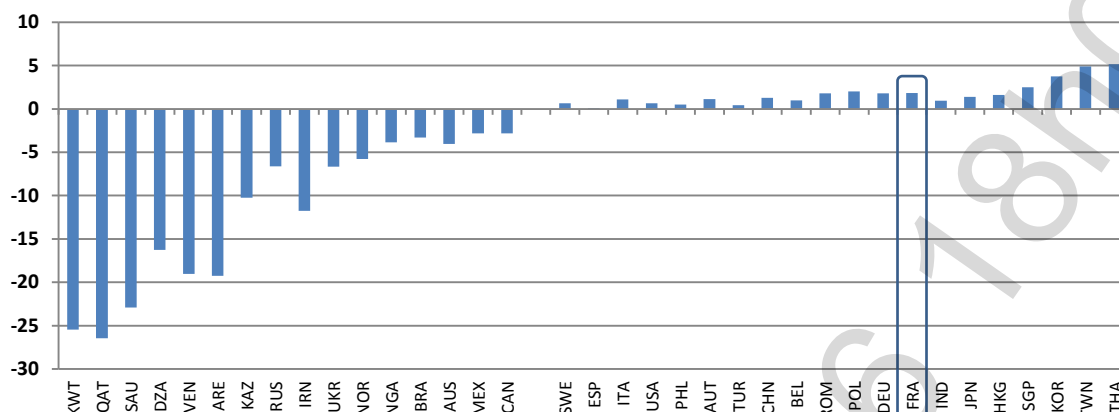
Plusieurs facteurs expliquent cette évolution décevante par rapport aux prévisions :

1. Tout d'abord, les effets de demande dans la baisse des prix du pétrole ont été largement sous-estimés ; les économistes voyaient initialement un pur choc d'offre en provenance du pétrole de schiste américain dans cette baisse, avec des effets macroéconomiques élevés. La part de la demande dans la baisse des prix est maintenant estimée à environ un tiers, en cumul depuis mi-2014.
2. Ensuite, cette baisse des prix a pesé sur l'inflation, ce qui a mécaniquement fait augmenter les taux d'intérêt réel et a ainsi ralenti l'investissement.
3. Enfin, cette baisse a eu des effets fortement contrastés chez les pays exportateurs et importateurs. Pour les pays exportateurs, la baisse des revenus liés aux ressources pétrolières couplée à une forte dépréciation de change, a entraîné d'importantes réductions des dépenses publiques pour les économies les moins diversifiées, engendrant une demande domestique bien moins soutenue qu'anticipée. De nombreux pays émergents exportateurs nets (Arabie saoudite, Nigeria) ont été donc amenés à mettre en place des mesures de contrôle des capitaux. D'autres grands pays exportateurs de matières premières ont également été impacté négativement dans leur activité économique via une dégradation des termes de l'échange (Canada, Australie, etc.). Pour les pays importateurs, la réponse est plus hétérogène. Si pour les États-Unis la baisse de 80% de l'investissement dans le secteur pétrolier a pesé sur la consommation et la croissance, pour d'autres pays avancés (en particulier les pays de la zone euro), cette baisse des prix a eu globalement des effets positifs sur la consommation. Les ménages ont cependant initialement interprété cette baisse comme étant temporaire, privilégiant l'épargne au détriment de la consommation. Pour les pays émergents et en voie de développement, les effets positifs ont été mineurs en raison d'une faible répercussion des prix internationaux vers les prix domestiques.

L'économie française, en tant qu'importatrice nette de matières premières, a profité de la chute des prix. Un rapport de l'Insee de mars 2016 évalue le gain lié à la chute des prix des matières premières à 23 mds EUR en 2015 par rapport à 2013²³. Le projet de loi de finances pour 2016 a évalué l'amélioration du solde commercial énergétique français due à la baisse du prix du pétrole à 3 mds EUR en 2015 et 13 mds EUR en 2016. Le FMI²⁴ estime quant à lui que le gain annuel moyen sur la période 2014-15 représente 0,9% du PIB français. En comparant cette période à 2012-13, le FMI met également en évidence une variation positive de la demande domestique +0,83%, des importations de 3,98% et du PIB de 0,24%, pouvant être liée à la chute des prix des matières premières.

²³ Dont 14,2 mds EUR liés au pétrole, 3,9 mds EUR au gaz naturel et 4,9 mds EUR à l'importation de produits raffinés

²⁴ FMI, Perspectives de l'économie mondiale, Avril 2016

Graphique 14 : Revenus des termes de l'échange (profit/perte) liés aux prix du pétrole

Source: IMF, World Economic Outlook, 2016.

2.6. Risques liés à la montée de l'endettement des entreprises non-financières

a. L'endettement large des sociétés non financières (SNF) françaises constitue un point de vigilance

La définition de l'endettement « large » est donnée par la Banque des Règlements Internationaux²⁵. Son calcul s'appuie sur les données des comptes financiers nationaux, établis pour la France par la DGS selon des normes internationales définies dans le Système Européen des Comptes. Elle comprend trois éléments principaux : les titres de créances (en valeur de marché), les crédits bancaires et les autres crédits (essentiellement des prêts intragroupes), auxquels s'ajoute une composante très mineure, les intérêts courus non échus. Cependant l'endettement « large » ne comprend pas les crédits commerciaux et avances. Les prêteurs sont l'ensemble des agents, résidents et non-résidents.

Les titres de créance

Depuis 2008 et surtout depuis 2011 les titres de créance en valeur nominale ont doublé leur part dans l'endettement des SNF, de 12% au troisième trimestre 2008 à 23% au premier trimestre 2015, ainsi qu'en pourcentage du PIB, passant de 13,6% à 25,3% sur la même période. Cette augmentation a été accentuée par les effets de valorisation. Sur les 18 points de pourcentage d'augmentation du ratio d'endettement des SNF sur PIB entre le troisième trimestre 2008^e et le premier trimestre 2015, 15 points viennent de la seule augmentation des titres de créance.

Cependant cette tendance semble s'infléchir depuis : la hausse de l'encours des titres de créance en valeur nominale a fortement ralenti (+3,4% en croissance annualisée entre les premier et quatrième trimestres 2015, contre 10,6% en moyenne sur la période allant du troisième trimestre 2008 et le premier trimestre 2015), et même diminué en valeur de marché (-3,0% en 2015). Couplé à la remontée du crédit bancaire des grandes entreprises, il semble que le mouvement de substitution entre titres de créance et crédits bancaires se soit inversé.

Le crédit bancaire

Le crédit bancaire (banques résidentes et non résidentes) aux SNF, entre 2010 et mi-2014, augmente de façon continue en valeur mais est quasi stable en pourcentage du PIB, tant pour les crédits de long terme²⁶ (entre 34 et 35%) que pour les crédits de court terme (entre 8,0 et 8,5%). Même sur longue période, les prêts bancaires ont

²⁵ BRI : Long series on total credit and bank domestic credit to the private non financial sector

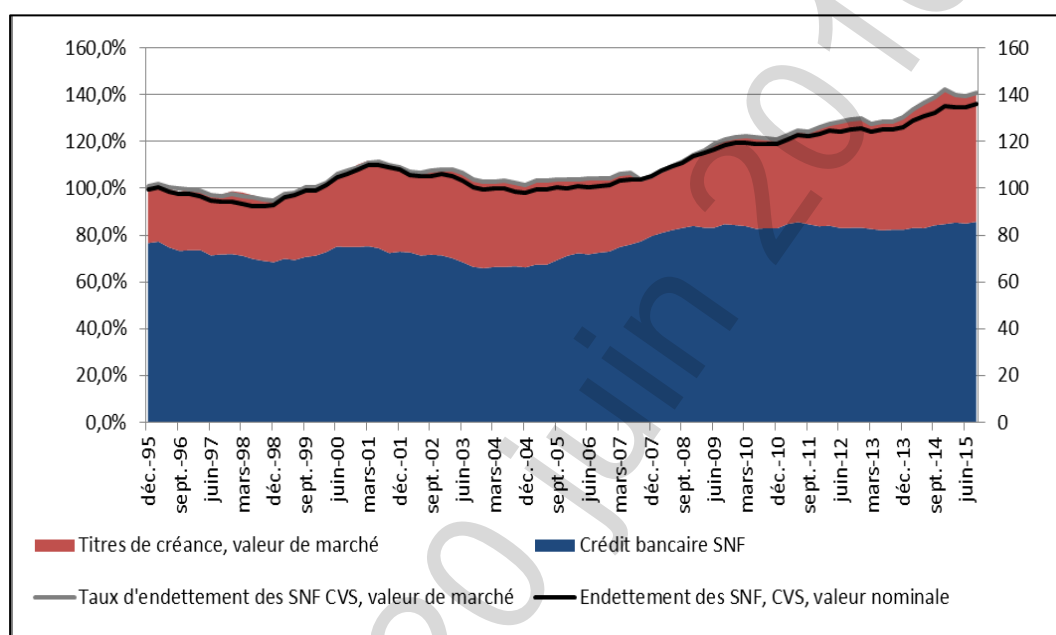
²⁶ Plus d'un an

été assez stables, passant de 38,8% à 42,8% du PIB entre le quatrième trimestre 1995 et le deuxième trimestre 2014.

Sur la période récente, on assiste cependant à une remontée notable des prêts bancaires de long terme (de 33,5% du PIB au deuxième trimestre 2014 à 35,0% au quatrième trimestre 2015, en hausse continue sur la période), alors que les crédits bancaires de court terme ont été stables autour de 8,3%.

La diminution en valeur de marché de l'encours des titres de dette émis par les SNF françaises excédant la remontée des prêts bancaires aux SNF, la somme de l'endettement de marché et de l'endettement bancaire des SNF françaises est passée de 72,0% du PIB au premier trimestre 2015 à 71,1% au quatrième trimestre en valeur de marché.

Graphique 15 : Endettement bancaire et titres de créance des SNF (% de la valeur ajoutée brute des SNF)



Source : INSEE, Banque de France

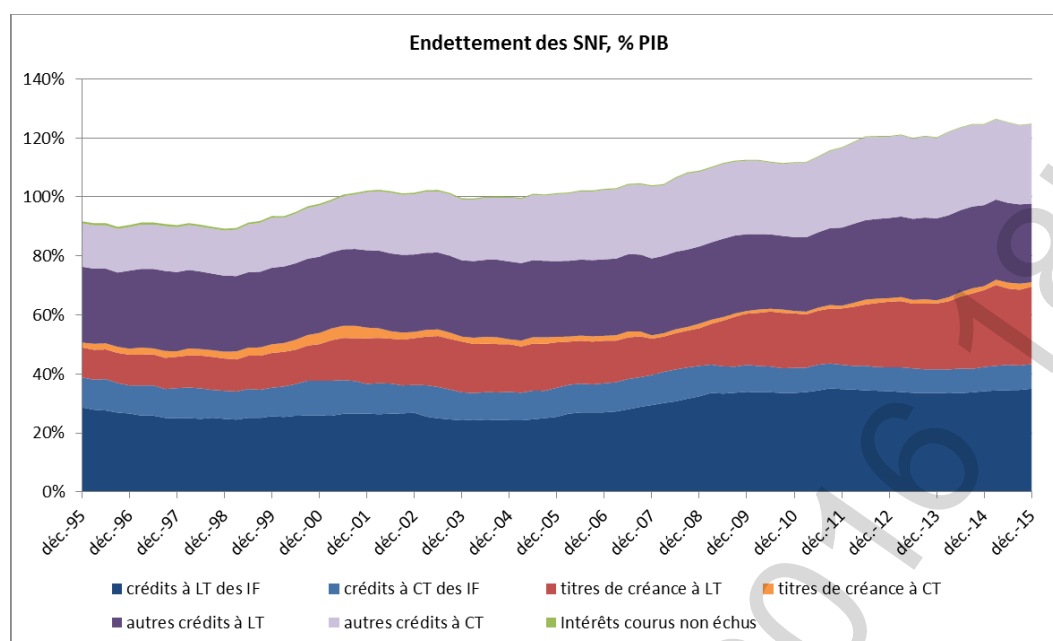
Les autres crédits (essentiellement des prêts intragroupes):

L'encours des autres crédits (principalement intragroupes) a baissé de 54,5% à 53,8% du PIB sur la même période.

La dynamique de l'endettement large des SNF françaises comparée à celle des autres pays européens :

Au total, on observe une diminution du ratio endettement des SNF françaises sur PIB de 126,4% à 124,9% entre le premier trimestre et le quatrième trimestre 2015.

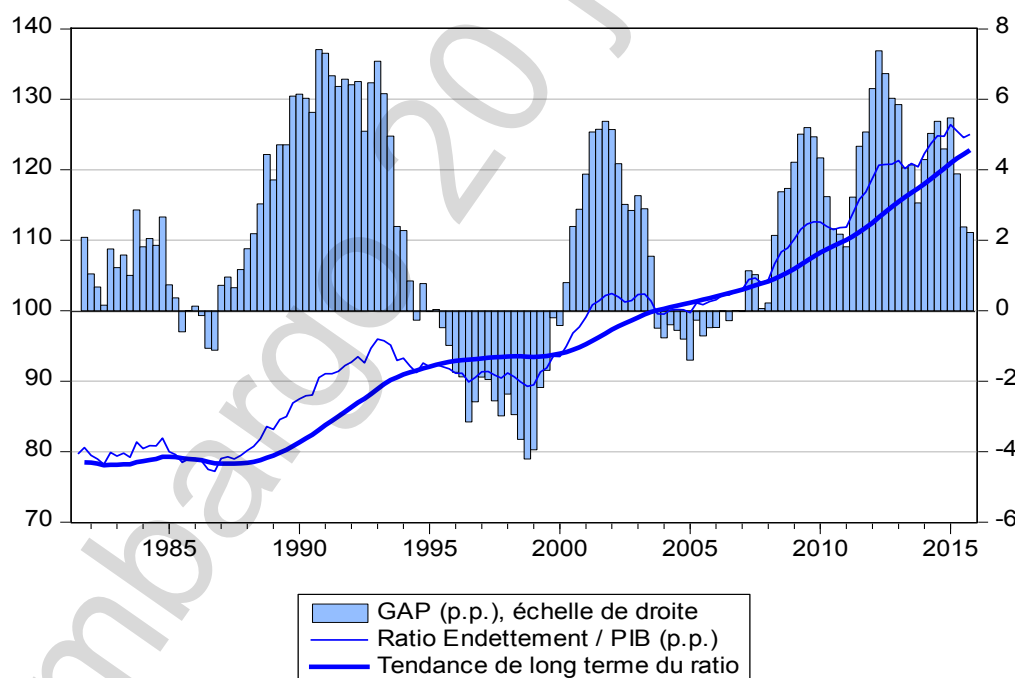
Graphique 16 - Endettement « large » des SNF – Pourcentage du PIB nominal



Source : INSEE, Banque de France

Par ailleurs, l'écart à sa tendance du ratio de l'endettement des Sociétés Non Financières (SNF) sur le PIB (« *standardised credit-to-GDP gap* » ou « *gap bâlois* ») s'établit à 2,1 points de pourcentage au quatrième trimestre 2015, après 2,3 points au troisième trimestre 2015 et 5,6 points au premier trimestre 2015²⁷. Cette baisse s'explique par la faible contribution du crédit bancaire, la fin de la hausse des titres de créance et l'inertie de la tendance de long terme. Bien que forte, cette baisse du gap n'est cependant pas exceptionnelle, cette mesure étant sujette à une certaine volatilité.

Graphique 17 - Gap Bâlois – Sociétés Non Financières



Source : BIS (2010), BIS, ECB, INSEE, calculs Banque de France

Notes: Credit-to-GDP gap calculé avec filtre statistique (Hodrick, Prescott, 1981) et paramètre de lissage égal à 400 000 (BIS, 2010; Drehmann, Juselius, 2013). La tendance est estimée en « temps réel ».

²⁷ Les gaps précédents ont été revus en raison d'une révision des données de la balance des paiements concernant les prêts intragroupes du reste du monde à la France (composante de la série de crédit large).

La France est le seul des grands pays européens à avoir un gap large SNF positif et une tendance de long terme ne montrant pas de signe d'inflexion. Par-delà la baisse récente du gap, la tendance de long terme du ratio endettement/PIB des SNF françaises constitue donc un point de vigilance pour la stabilité financière.

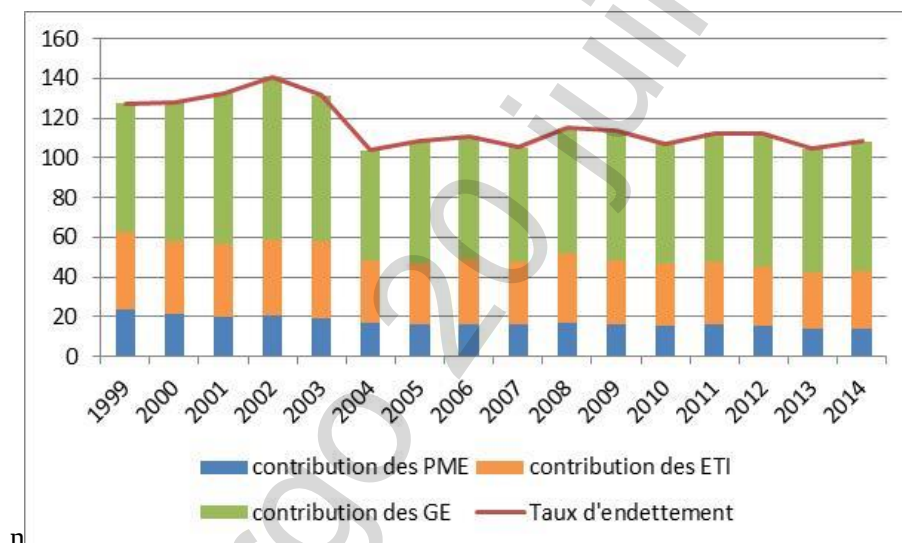
En comparaison internationale, le crédit des SNF françaises ne paraît cependant pas anormalement élevé. Ainsi, la somme des crédits bancaires et des prêts intragroupes internationaux²⁸ des SNF en ratio de la valeur ajoutée est en France inférieure à la moyenne de la zone euro. Par ailleurs, une comparaison de la part des crédits bancaires dans l'endettement total des SNF en zone euro montre un mouvement de désintermédiation bancaire beaucoup plus prononcé en France que dans les autres pays depuis 2008. L'endettement en titres de créance des SNF françaises est bien plus élevé que celui des autres grands pays de la zone euro, et le seul à avoir augmenté sur la période récente, avant la stabilisation observée en 2015.

Un des facteurs explicatifs réside dans la part relative des grandes entreprises dans le tissu industriel français. En effet, l'accès au marché obligataire reste essentiellement limité à ces grandes entreprises, la France ne comptant que 200 sociétés émettrices d'obligations.

b. Typologie des SNF françaises endettées

Les grandes entreprises apportent la plus forte contribution au taux d'endettement financier des entreprises, en niveau et en dynamique, tant du fait du poids de ces entreprises en termes de capitaux propres que de la dynamique de leur endettement financier²⁹.

Graphique 18 : taux d'endettement financier brut corrigé des doubles comptes (% des capitaux propres)



Source : Banque de France

Le taux d'endettement financier brut doit être inférieur à 100 % afin de présenter la garantie de remboursement nécessaire aux apporteurs de fonds en cas de liquidation de l'entreprise. En 2014, les taux médians sont bien inférieurs à cette valeur pour les petites et moyennes entreprises - PME (39 %) et les entreprises de taille intermédiaire - ETI (65 %) mais proches de cette valeur critique pour les grandes entreprises (92 %). En outre, ces valeurs médianes du taux d'endettement sont sur une tendance à la baisse depuis le début des années 2000 pour les PME et ETI (54 % pour les PME et 78 % pour les ETI en 2000) alors

²⁸ Les prêts intragroupes affichent de fortes différences de niveaux entre pays, largement dus à des différences de niveau d'agrégation des entreprises. En comparaison internationale, afin de supprimer ce biais, il est possible de retirer les prêts intragroupes infranationaux, mais pas les prêts intragroupes internationaux par manque de données internationales.

²⁹ La contribution d'une catégorie d'entreprises au taux d'endettement financier de l'ensemble des entreprises est égale au taux d'endettement de cette catégorie d'entreprises, pondéré par la part des capitaux propres de cette catégorie d'entreprises dans le total des capitaux propres des entreprises.

qu'il est resté globalement stable pour les grandes entreprises, autour de 90 %.

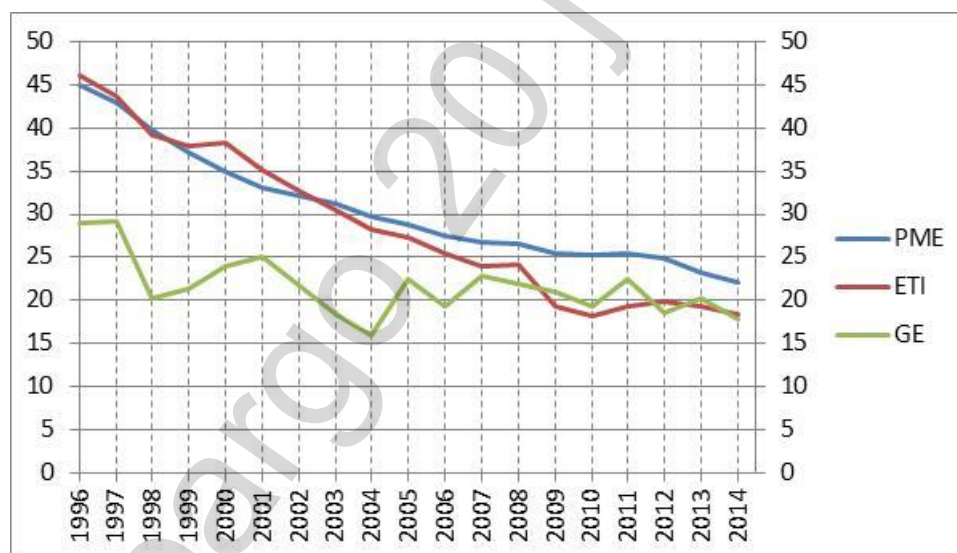
Par ailleurs, le dernier quartile du taux d'endettement en 2014 est de 115 % pour les PME, 146 % pour les ETI et 160 % pour les grandes entreprises. Il est également sur une tendance à la baisse pour les PME et les ETI, alors qu'il fluctue entre 150 et 200 % pour les grandes entreprises depuis le début des années 2000. Les préoccupations d'endettement sont donc plus importantes pour ces dernières, et en particulier pour les plus endettées d'entre elles.

À une situation d'endettement doit correspondre une capacité de remboursement. Celle-ci est mesurée ici par le ratio « dette financière / capacité d'autofinancement » et donne une durée de remboursement en années, sous l'hypothèse que la capacité d'autofinancement (CAF) de l'année courante soit intégralement mobilisée pour le remboursement de cette dette. Usuellement, une durée de 3 ans mesurée de cette façon est considérée comme une valeur critique. En 2014 la majorité des PME et ETI restent sous ce seuil, avec une durée médiane de 1,4 an pour les PME et 2,7 ans pour les ETI. Les grandes entreprises sont en revanche très au-delà, avec une durée médiane de 6,3 ans en 2014. De surcroît, cette durée s'est considérablement allongée pour cette catégorie d'entreprises, puisqu'elle était restée aux environs de 4 ans jusqu'en 2008. Pour les 25 % d'entreprises qui connaissent les durées théoriques de remboursement les plus longues, celles-ci sont de 3,5 ans pour les PME, 6,5 ans pour les ETI et 10 ans pour les grandes entreprises. Les durées les plus élevées reculent cependant en 2014.

Par ailleurs, la charge financière est généralement maîtrisée pour l'ensemble des catégories d'entreprises. La valeur médiane du ratio « charges financières / excédent brut d'exploitation » est de 4,8 % pour les PME, 8,0 % pour les ETI et 18,4 % pour les grandes entreprises, pour une valeur critique usuellement fixée à 40 %. Par ailleurs, cette charge est restée relativement stable pour toutes les catégories d'entreprises. À la hausse observable en 2008 – surtout pour les PME et les ETI – a succédé une période d'ajustement qui rend la situation en 2014 comparable à celle du milieu des années 2000.

En outre, on remarque sur longue période que la proportion d'entreprises ayant un besoin de financement³⁰, et constituant donc la population d'entreprises la plus exposée à une remontée des taux, s'est fortement réduite en ce qui concerne les PME et les ETI. Pour les grandes entreprises, la proportion est en revanche assez stable. Celle-ci s'établit ainsi autour de 20 % en 2014, pour toutes les catégories d'entreprises.

Graphique 19 : Proportion des SNF françaises ayant un besoin de financement (%)



Source : Banque de France

³⁰ On définit ici une entreprise ayant un besoin de financement lorsque son fonds de roulement net global (FRNG) est négatif (besoin de financement long, puisque les immobilisations excèdent les encours de financements stables) ou lorsque la trésorerie nette est négative (car le FRNG (positif) ne couvre pas le besoin de fonds de roulement).

c. Analyse des grands risques « corporate » dans les bilans bancaires

Les déclarations sur les grands risques³¹ permettent d'analyser finement les expositions des banques françaises aux grandes contreparties « corporate » notamment françaises (229,6 GEUR d'exposition brute, soit 7,8 % du total de bilan des banques et 215 % du capital cumulé des 5 grands groupes bancaires).

Les données provenant des déclarations sur les grands risques incitent à nuancer la croissance des expositions sur les entreprises françaises. Elles indiquent un simple retour aux niveaux observés en 2010. L'analyse ne montre pas de concentration vers certaines valeurs « corporate ». Au contraire, la tendance est plutôt à la déconcentration des expositions comme en atteste le recul de l'indicateur Herfindahl-Hirschman (de 1,40 % à 1,30 % entre décembre 2012 et juin 2015).

Par ailleurs, la comparaison des déclarations « grands risques » avec d'une part la note de crédit et d'autre part l'endettement des groupes cotés montre un engagement généralement limité des grandes banques françaises dans le financement de certaines contreparties ayant une notation inférieure au niveau « investment grade » ou une charge d'endettement élevée.

Les encours déclarés en défaut sont peu nombreux dans les grands risques à fin juin 2015 et évoluent faiblement par rapport à fin décembre 2014 : ils passent de 4,1 mds EUR à 4,4 mds EUR, soit un pourcentage stable de 0,74 % des encours « corporate » totaux compte tenu de la hausse de ces derniers. On constate un taux de défaut à peu près stable des « corporates » français depuis 2014 et largement inférieur à celui constaté sur l'ensemble des « corporates » (0,20 % en juin 2015).

Les provisions et corrections de valeurs pour les « corporates » français ont augmenté en parallèle avec le taux de défaut (en hausse de +0,08 % contre +0,34 % pour l'ensemble des « corporates »).

2.7. Risques liés aux prix immobiliers

Depuis l'évaluation des risques de décembre 2015, le marché de l'immobilier résidentiel s'est légèrement redressé. Pour l'immobilier commercial, et plus particulièrement l'immobilier de bureaux en Ile-de-France, la vigilance reste de rigueur. À ce sujet, le Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) a publié en Avril 2016 un rapport détaillé sur l'évolution et les risques de l'immobilier commercial et lancé une consultation auprès des principaux acteurs du marché.

a. Reprise du marché de l'immobilier résidentiel

Les dernières données disponibles font état d'une reprise du marché de l'immobilier résidentiel :

- Les prix des logements anciens ont augmenté au cours de la période récente (+0,2 % puis +0,5 % aux 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2015), conduisant à une stabilité des prix sur l'année 2015. Un regain d'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel se matérialise : le nombre de transactions dans l'ancien s'inscrit en hausse de 16 % sur un an fin 2015.
- Sur le segment de l'immobilier neuf, les prix continuent à s'inscrire en hausse modérée (+1,7 % en glissement annuel au 4^{ème} trimestre 2015) alors que l'activité confirme de nets signes de reprise. Ainsi, au 1^{er} trimestre 2016, les mises en chantier ont augmenté de 3 % par rapport à l'année précédente, tandis que le nombre de permis de construire a crû de 7 %. Néanmoins, le taux d'annulation des permis de construire reste élevé, à 20 %. L'effet positif de ces évolutions sur la croissance de l'investissement des ménages pourrait se matérialiser à la fin du second semestre 2016. Enfin, l'activité dans le bâtiment continue de se redresser légèrement.
- Les banques rapportent une hausse de la demande de crédits immobiliers, qui se traduit par une augmentation sensible des flux mensuels de crédits à l'habitat (plus de 16 mds EUR mensuels de crédits nouveaux en moyenne au 4^{ème} 2015, plus de 14 mds EUR au 1^{er} 2016).

L'origine de ce regain d'activité semble tenir d'abord à la baisse des taux d'intérêt (les taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat ont encore baissé très légèrement de 2,34 % en décembre 2015 à 2,19 % en mars 2016 selon les données de la Banque de France), ce qui pourrait inciter les acheteurs à profiter de l'aubaine que représentent des taux historiquement bas, dans un contexte où la part des renégociations dans les crédits

³¹ État réglementaire recensant les expositions par bénéficiaires liés, limitées à 25 % des fonds propres

Seuil de déclaration d'un grand risque : exposition brute de plus 300 MEUR ou de plus 10 % des fonds propres

Bénéficiaires liés : les bénéficiaires pour qui il est probable que si l'un d'entre eux rencontrait des problèmes financiers, les autres connaîtraient des difficultés de remboursement.

nouveaux à l'habitat a tendance à diminuer (de près de 55 % en septembre 2015 à environ 25 % en mars 2016). Par ailleurs, les mesures gouvernementales visant à réformer le prêt à taux zéro (doublement du nombre de bénéficiaires entre 2015 et 2016) devraient appuyer cette évolution. Enfin, la baisse du taux de change de l'euro a pu favoriser le retour d'acheteurs étrangers, en particulier sur le marché parisien haut de gamme. Des spécificités locales, telles qu'une hausse des ventes des propriétaires bailleurs visant à échapper à l'encadrement des loyers à Paris, Lille et Grenoble, pourraient également contribuer à une hausse du nombre des transactions.

Dans ce contexte, deux risques semblent pouvoir se matérialiser, qui ne paraissent toutefois pas susceptibles de menacer la stabilité financière, soit que leur probabilité soit faible, soit que leurs conséquences soient maîtrisées :

- un premier scénario de correction abrupte des marchés immobiliers, qui n'ont que peu baissé suite à la hausse des prix dans les années 2000 ;
- un second scénario fondé sur une aggravation des comportements risqués de la part des prêteurs et emprunteurs, en période de reprise.

En ce qui concerne le premier scénario, les facteurs de soutien à la demande garantissent des évolutions modérées, même en cas de surévaluation résiduelle :

- Du point de vue de l'accédant à la propriété : la progression, certes modérée, du revenu disponible brut (RDB) par habitant, combiné à la baisse récente des prix, et surtout à l'abaissement du coût du crédit restaurent largement le pouvoir d'achat immobilier du RDB des ménages³², le ramenant à une situation comparable de celle de la fin des années 1990 ;
- Du point de vue de l'investisseur locatif : la rentabilité des biens résidentiels a été restaurée, surtout dans un contexte où le taux d'État est au plus bas (retour à une situation proche de 97-98, comme précédemment) ;
- Ce risque ne se matérialiserait donc qu'en cas de resserrement fort et brutal des conditions de financement (taux, durée initiale des prêts, condition d'octroi...).

Enfin, pour ce qui concerne le second risque, l'analyse des critères d'octroi, qui font une place essentielle à la solvabilité des emprunteurs, ne fait pas apparaître d'accroissement de la prise de risque des banques en 2015 :

- la durée initiale moyenne du prêt baisse de plus de 6 mois par rapport à fin 2014 et s'établit à 18 ans (contre près de 20 ans en 2008, son niveau le plus élevé) ;
- le mouvement de baisse du taux d'effort amorcé en 2010 se confirme, ce dernier atteignant 29,4 % en 2015 ;
- le montant du prêt moyen continue sa progression (+3,4 % sur un an), en lien avec le revenu moyen des emprunteurs (+1,8 %) ;
- le taux d'endettement (LTI), qui mesure le rapport entre la dette immobilière de l'emprunteur et son revenu, progresse légèrement sur un an, à 4,33 fin 2015 (+7 pb) ;
- la *loan to value* (LTV) à l'octroi progresse sensiblement de 82,7 % à 85,7 % entre 2014 et 2015 et atteint son plus haut niveau depuis 2001 ; cette hausse reflète tout à la fois une progression de la LTV sur les primo-accédants, les autres acquéreurs de résidence principale, l'investissement locatif et les autres crédits et la vive progression de la part des rachats de crédits externes dans la production, qui présentent une LTV supérieure à la moyenne ; hors rachats de crédits externes, la LTV moyenne à l'octroi est ainsi légèrement plus faible, mais elle progresse également (de 81 % à 84 % entre 2014 et 2015).

Quelques points méritent malgré tout une certaine vigilance :

- a. Compte tenu des vagues de renégociations et de rachats au cours des dernières années, les portefeuilles bancaires sont essentiellement constitués aujourd'hui de prêts à taux fixes proches de minima historiques, ce qui pourrait peser sur les marges bancaires en cas de remontée des taux ;
- b. Le ratio de *loan to value* atteint un plus haut, y compris retraité des rachats de crédits externes (cf. supra) ; en outre, la part des crédits ayant donné lieu à un sur-financement a enregistré une très vive progression, passant de 9,5 % fin 2014 à 11,5 % en décembre 2015, loin cependant du pic de 2007 (16,2 %) ;
- c. Enfin, il convient de rester vigilant face au niveau d'endettement des ménages français, qui, à 86,4 % du revenu disponible brut au T4 2015, reste certes très éloigné des niveaux atteints aux États-Unis (134,8 %)

³² Cette méthodologie, utilisée dans le cadre du HCSF pour juger une éventuelle surévaluation immobilière consiste à mesurer la part du RDB moyen par tête consacrée au financement à crédit de l'achat d'un bien immobilier standard, aux prix courants, et aux conditions de marché courantes.

et au Royaume-Uni (128,4 %) et même de la moyenne zone euro (93,3 %), mais en hausse constante sur les deux dernières années, contrairement aux autres grands pays de la zone euro.

b. Surévaluation du marché de l'immobilier commercial

Sur le marché de l'immobilier commercial, le dynamisme de l'investissement s'est confirmé en 2015, les investissements s'élevant à 25,5 mds EUR sur l'année³³, attestant ainsi de la vigueur du marché. L'activité a été soutenue par des transactions de taille moyenne. A l'instar des années précédentes, le marché francilien et le marché des bureaux ont concentré la majorité des investissements (84 % et 72 % des investissements respectivement). Alors que le quartier central des affaires parisien³⁴ (PQCA) demeure prisé, une ouverture vers des actifs plus risqués est rapportée par les professionnels de l'immobilier. En outre, les investisseurs français demeurent majoritaires (60 % des investissements), les fonds d'investissement, assureurs et autres institutionnels soutenant le marché. Après une année 2015 dynamique, les investissements en immobilier de bureaux en Ile-de-France au 1^{er} trimestre 2016 sont relativement modérés, faute de transactions d'envergure mais également de vigueur sur le marché.

Le marché de l'immobilier de bureaux, encore déséquilibré, pourrait montrer de premiers signes de correction. Ainsi, au 1^{er} trimestre 2016, le taux de vacance des bureaux en Ile-de-France s'inscrit en légère baisse³⁵, à 7,3% contre 7,6% au 1^{er} trimestre 2015. Cette baisse est particulièrement marquée à PQCA (de 5,6% à 4,6%) et la Défense (de 10,9% à 8,4%), où l'offre immédiate s'inscrit également en baisse sensible sur un an. Le taux de vacance reste néanmoins élevé et en hausse dans certaines zones, dont péri-Défense (de 14,9% à 17%). En outre, les écarts entre permis de construire et mises en chantier ne se sont pas résorbés depuis 2014, ce qui peut illustrer l'absence de dynamisme du secteur de la construction.

Les prix de l'immobilier commercial s'inscrivent dans une tendance dans l'ensemble haussière (+10,8 % au total depuis le 1^{er} trimestre 2014³⁶). Les prix sont particulièrement dynamiques sur le secteur des locaux commerciaux (+8,7 % sur un an au 4^{ème} trimestre 2015) et, dans une moindre mesure, pour les bureaux (+5,4 %). La baisse des taux d'intérêt a pu favoriser la hausse des prix, malgré la compression des rendements locatifs. En effet, la chute des taux d'emprunt d'État 10 ans, servant traditionnellement de *benchmark* aux investisseurs immobiliers a été plus rapide que la compression des rendements locatifs. Comme le souligne le rapport du HCSF daté d'avril 2016, l'afflux d'investissements sur un secteur immobilier commercial à la rentabilité locative pourtant dégradée, dans un contexte de taux bas, appelle à la vigilance.

Le dynamisme des transactions réalisées en 2014 et 2015 dans un contexte de prix qui sont demeurés à un niveau élevé et ont continué de croître conduit toutefois à estimer une surévaluation des prix d'environ 20 %, avec une vigilance particulière pour certains segments de marché (immobilier de bureaux, notamment à PQCA). S'il s'agit d'un périmètre relativement étroit dans ce secteur, on peut cependant craindre un effet d'entraînement ou de signal défavorable à l'ensemble du marché. Il convient néanmoins de noter que les prix des bureaux en France se sont inscrits à la baisse au 4^{ème} trimestre 2015 par rapport au trimestre précédent.

Sur le marché du financement des professionnels de l'immobilier, les premières données collectées par l'ACPR à fin juin 2015 font ressortir une certaine stabilité de la structure de la production et des expositions des principales banques françaises après prise en compte des changements de périmètre :

- La production, qui ressort à 26,7 mds EUR, reste principalement réalisée en France (59,8 %), loin devant le reste de l'Europe (24,8 %) et le reste du monde (15,3 %) ; les investisseurs et les sociétés foncières occupent une place prépondérante (57,1 %), suivis des promoteurs et des marchands de biens (41,3 %) ; enfin, en termes de biens financés, la production de crédits est d'abord destinée au marché de l'immobilier résidentiel (37,4 %) et de bureaux (25,4 %).
- Les expositions brutes globales, qui atteignent 149,6 mds EUR, sont relativement stables à périmètre équivalent ; elles affichent un profil dans l'ensemble assez proche de celui de la production : elles portent principalement sur la France (60,4 %), elles sont orientées en priorité vers les investisseurs et sociétés

³³ Source : CBRE

³⁴ Formé d'une partie des 1^{er}, 2^{ème}, 8^{ème}, 9^{ème}, 16^{ème} et 17^{ème} arrondissements, le Quartier Central des Affaires de Paris constitue un ensemble à forte spécificité économique et inclut des centres de décision majeurs.

³⁵ Source : BNP Paribas real Estate

³⁶ Source : données MSCI

foncières (64 %), suivis des promoteurs et des marchands de bien (32,8 %) et les engagements portent majoritairement sur des actifs de type habitat (33 %) et bureaux (23,5 %).

Enfin, si le montant des encours douteux est en repli par rapport à fin 2014, la baisse du montant total des expositions entre les deux échéances en raison des ajustements de périmètre se traduit par une hausse de 1 pp du taux d'encours douteux, à 7,6 %, mais il reste inférieur à son niveau de la période 2010-2012 ; le risque de crédit apparaît quant à lui stable avec un taux de provisionnement des crédits de 38,8 % en moyenne. Ces deux chiffres moyens masquent toutefois des disparités parfois importantes d'un établissement à l'autre, ainsi que suivant la zone géographique concernée, le reste de l'Europe enregistrant notamment un taux d'encours douteux très nettement supérieur à la moyenne (15,84 %).

Comme l'ensemble des secteurs, l'immobilier commercial de bureaux connaît une tendance à l'appréciation. Le secteur Paris QCA (Quartier Central des Affaires) connaît une appréciation plus rapide, qui, associée à un moindre dynamisme des loyers, entraîne une chute prononcée de la rentabilité locative.

En comparaison avec les autres métropoles européennes, la rentabilité locative des bureaux parisiens a connu une décrue plus marquée. Hors Londres, la rentabilité locative des bureaux parisiens était durablement la plus élevée. Elle a désormais rejoint Madrid, Milan, Francfort, et est maintenant largement dépassée par Munich.

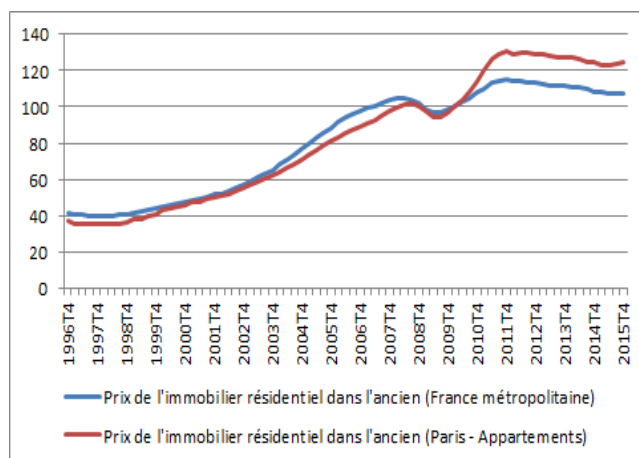
Deux scénarios de propagation du risque conduisant à une baisse des prix d'actifs seraient envisageables :

- une situation d'excès d'offre à terme de biens commerciaux : Le cycle de production d'un bien immobilier commercial s'étale entre deux et six ans. Alors que la hausse continue des prix n'incite pas les promoteurs à réduire le rythme de constructions nouvelles, ils pourraient être confrontés à une situation dégradée du marché au moment de la finalisation de l'opération, compte tenu notamment de l'augmentation du taux de vacance, et de biens tombant en obsolescence. En conséquence, un excès d'offre peut rapidement apparaître quelques années plus tard avec une forte baisse des prix entretenue par de forts taux de vacance. Cependant, un tel scénario, possible, n'est pas pour l'instant manifeste ;
- un choc financier : En cas de remontée brutale des taux d'intérêt, l'écart de rendement entre actifs immobilier commercial et taux d'emprunt d'État se réduirait, comprimant les primes de risques et diminuant l'attractivité des actifs. Un ralentissement de la demande par les institutionnels, les gestionnaires et les épargnants fait craindre une baisse de la demande de biens, et une correction associée des prix.

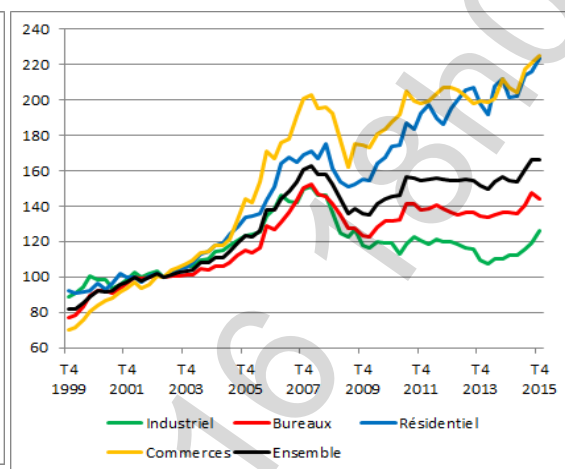
Une combinaison de ces scénarios pourrait entraîner une chute générale des prix immobiliers commercial qui réduirait ou annulerait les perspectives de revenus de certains fonds ou foncières cotées avec une perspective (i) de réduction, ou d'annulation de la performance des investissements en immobilier commercial ; et (ii) d'une augmentation du risque associé à ces opérations. Cela serait susceptible de provoquer un défaut total ou partiel des détenteurs (sociétés foncières, assureurs, caisses de retraite, fonds d'investissement, etc.).

A ce stade, des actions macro-prudentielles préventives ont été décidées par le HCSF afin d'alerter sur le risque de déséquilibre dans ce secteur, y compris une communication visant à sensibiliser les acteurs du marché : cette communication a pris la forme en avril 2016 d'une publication du diagnostic du HCSF dans le secteur de l'immobilier commercial, assortie d'une consultation publique : lettre du président du HCSF (Ministre des finances et des comptes publics) à la fédération bancaire française, aux associations des professionnels de l'immobilier et aux principaux acteurs du marché.

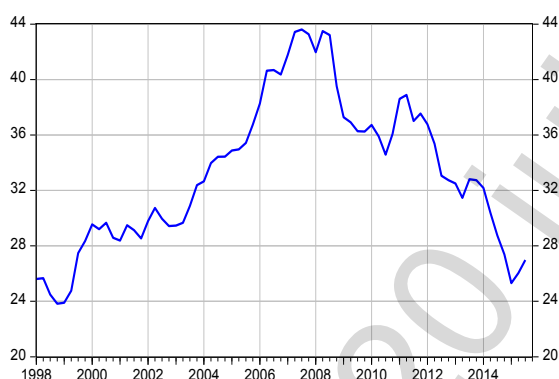
Compte-tenu des éléments reçus lors de la consultation publique, un plan d'action et des mesures plus contraignantes pourraient être décidées ultérieurement.

Graphique 20 : Prix de l'immobilier résidentiel dans l'ancien (T1 2010=100)

Source: INSEE

Graphique 21 : Prix de l'immobilier commercial pour la France (T1 2003 = 100)

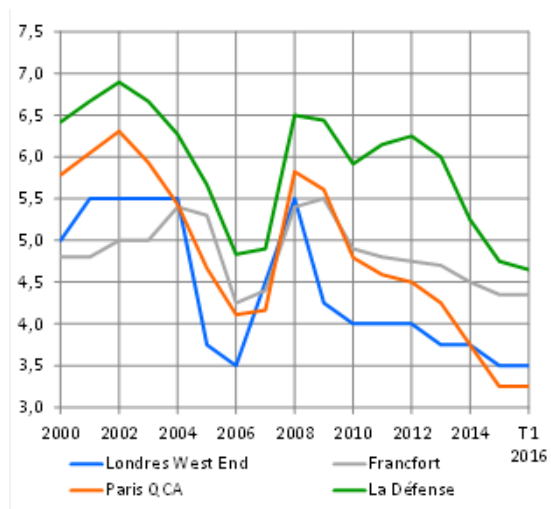
Source : MSCI

Graphique 22 : Part du revenu consacré à un emprunt immobilier théorique aux conditions de marché

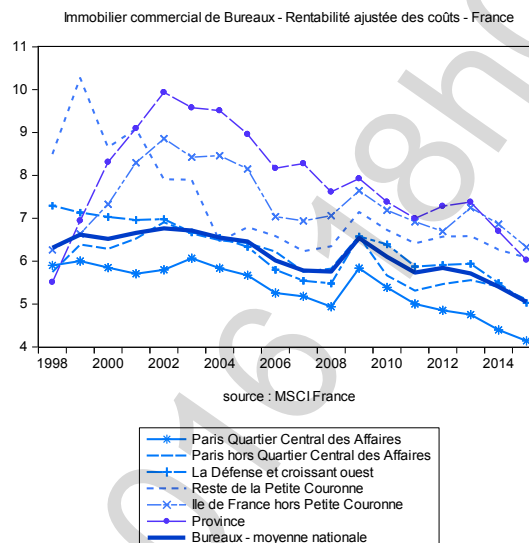
Source : Calculs Banque de France

Graphique 23 : écart entre taux 10 ans et rentabilité immobilière locative dans le secteur résidentiel

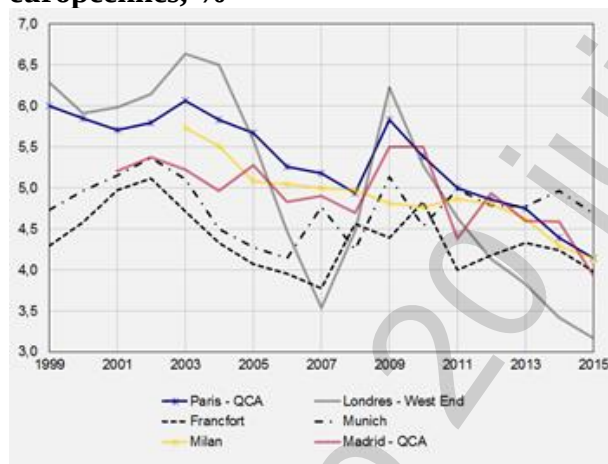
Source : Calculs Banque de France

Graphique 24 : Taux de rendement net prime des bureaux en %

Source : Banque de France

Graphique 25 : rentabilité locative des bureaux, France par secteurs et moyenne nationale, %

Source : Banque de France

Graphique 26 : rentabilité locative des bureaux, Paris vs. autres métropoles européennes, %

Source : Banque de France

3. Les risques des institutions financières

3.1. Soutenabilité des modèles d'activité des banques

Les banques françaises comme européennes évoluent actuellement dans un environnement défavorable et incertain : conditions macroéconomiques dégradées, taux d'intérêt bas, concurrence des acteurs du *shadow banking*, montée en puissance des technologies financières numériques (via les FinTechs), nouvelles réglementations, pression des investisseurs sur leurs exigences de rendement. Par conséquent, la BCE a placé au premier rang des risques encourus par les banques en 2016 leur difficulté à préserver une rentabilité satisfaisante et les conséquences possibles sur la viabilité de leurs modèles d'activité³⁷. La viabilité des modèles d'activité des principales banques françaises ne semble pas menacée à moyen terme, en raison notamment des ajustements stratégiques auxquelles ces dernières procèdent pour préserver leur compétitivité.

a. Les modèles d'activité des banques françaises sont soumis à de multiples menaces

Les banques françaises, comme leurs homologues européennes, restent soumises à la pression des investisseurs, dont les exigences de rendement attendu restent supérieures à la rentabilité du capital observée.

L'activité de détail des banques françaises souffre de son ancrage européen, dans le contexte d'une conjoncture morose. À fin septembre 2015, cette zone géographique représentait plus de 45% des expositions des principales banques françaises sur des contreparties étrangères³⁸. L'environnement de taux bas actuel en Europe constitue un point de vigilance essentiel, car les banques françaises présentent une dépendance aux revenus d'intérêt en raison, principalement, de leur activité de crédit. En outre, les nouvelles initiatives réglementaires françaises et européennes³⁹ visant à favoriser le financement de l'économie réelle par les acteurs non-bancaires, et en particulier par les fonds d'investissement, accroissent la pression concurrentielle des activités de crédit des banques. L'apparition de nouveaux entrants proposant des services financiers numériques (FinTechs) génère une pression similaire entre les banques et ces acteurs, mais aussi et surtout au sein du secteur bancaire lui-même⁴⁰.

Concernant la banque de financement et d'investissement, la part des revenus de cette dernière dans le produit net bancaire des principaux groupes français a diminué de deux points de pourcentage entre 2010 et 2015, passant de 22% à 20%⁴¹. Cette activité est particulièrement soumise à la pression de la réglementation. Elle présente structurellement une variation importante des revenus d'un exercice à l'autre et elle dépend en partie de la conjoncture économique mondiale. En Europe, elle est actuellement confrontée à la montée en puissance des concurrents américains, qui pourraient prochainement occuper la première place sur ce segment en termes de parts de marché⁴².

37 BCE, Priorités de contrôle 2016 du mécanisme de supervision unique.

38 Source : ACPR. L'Italie reste l'exposition européenne la plus significative des grands groupes bancaires français (275 GEUR) et elle augmente légèrement (+1,9%) entre 2014 et 2015. Les groupes bancaires français demeurent les plus exposés dans ce pays, en termes de part relative à celle des groupes bancaires d'autres nationalités déclarant à la Banque des règlements internationaux. Cette exposition à l'Italie reste néanmoins mesurée si on la rapporte au total des engagements en risque immédiat – France comprise – des groupes français : 4,7%.

39 Loi de finances rectificative pour 2015 permettant, depuis le 1er janvier 2016, à des fonds et organismes de titrisation d'octroyer des prêts sous des conditions, projet d'élargissement du périmètre des fonds autorisés envisagé pour le premier semestre 2016, réflexion de la Commission européenne visant à mettre en place un cadre harmonisé d'origination de prêts par des fonds d'investissement.

40 En effet, dans de nombreux cas, l'absence d'agrément nécessaire à la fourniture de services financiers ne permet pas aux FinTechs de se substituer aux banques.

41 Calculs effectués par l'ACPR sur la base de la communication financière des six principales banques françaises.

42 Goodhart C. et Schoenmaker D., "The United States dominates global investment banking: does it matter for Europe?", Bruegel Policy contribution, n°2016/06, mars 2016. Les banques américaines étudiées comprennent Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, Citigroup and Bank of America Merrill Lynch.

Encadré 2 – Profil de financement des banques françaises

Le profil de financement des banques françaises ne suscite pas d'inquiétude à ce stade et la structure de leur passif demeure stable. Leur financement en dollars reste contenu : il représente 18% de la dette de moyen- et long-terme. Concernant la dette de court-terme envers les fonds monétaires américains, elle a diminué de 29% entre janvier 2015 et mars 2016, de 185 à 132 mds USD.

Une hausse des taux directeurs américains aurait une incidence limitée à court-terme sur le coût de financement des banques françaises pour deux raisons. D'une part, ces dernières ne présentent pas de concentration excessive des tombées de dette en dollars à court-terme. D'autre part, la part de l'encours à taux variable est limitée. En outre, les banques françaises ont adopté des stratégies de couverture qui leur permettent de compenser les effets négatifs d'un resserrement monétaire aux États-Unis.

À moyen-terme toutefois, si une différence significative devait perdurer entre le coût de financement en dollars et en euros, cela pourrait avoir une incidence sur les stratégies d'émission de dette par les banques françaises.

b. Les banques françaises poursuivent les ajustements entrepris, intensifiant de l'usage du numérique, réduction des coûts, diversification des revenus

L'émergence des FinTechs conduit ainsi les banques à intégrer rapidement les technologies développées pour répondre aux nouveaux besoins de la clientèle et pour conserver leurs parts de marché. Les banques modifient ainsi le mode de distribution de leurs produits en matière de services de paiement, de transfert de fonds et de gestion d'actifs et s'engagent dans des activités d'intermédiation de crédit entre particuliers et entreprises. Elles rationalisent en outre leurs réseaux d'agences et développent des services bancaires entièrement en ligne. Ces changements induisent des investissements technologiques conséquents, qu'ils soient directs ou qu'ils impliquent l'acquisition d'entités FinTechs. Les banques devront continuer de mettre à niveau leur personnel, notamment par des programmes de formation, et devront s'assurer de leur résilience aux dysfonctionnements informatiques. Celles qui ne sauront pas s'adapter s'exposent à un risque de pertes conséquentes de revenus.

Parallèlement, les banques tentent de réduire leurs coûts pour renforcer leur rentabilité. Ces réductions de coûts impliquent en particulier l'annonce de suppressions de postes et de fermetures d'agences. Néanmoins, à ce stade, les réductions effectuées sont en large partie compensées par les investissements réalisés, notamment dans les projets numériques. Ainsi, les frais de gestion des banques progressent de +5,8% entre 2014 et 2015⁴³. Peu visible à court-terme, l'effectivité de la baisse des coûts à moyen terme devra donc être surveillée.

Les banques françaises tentent également de diversifier leurs sources de revenus. Les revenus de commissions du secteur bancaire français ont ainsi augmenté de 2,6% depuis 2007 et de 1,8% entre 2012 et 2014⁴⁴. En 2015, les banques continuent de développer ce type de revenus, comme l'atteste la généralisation progressive de la facturation des comptes courants dans la banque de détail. La période récente marque également un regain d'intérêt pour les activités de prêt immobilier. Ceci peut s'expliquer par le dynamisme de la demande dans un contexte de taux bas et par l'opportunité qu'ouvre ce produit d'appel pour nouer une relation-clients durable. En effet, traditionnellement peu rentable car fortement concurrentiel et souvent à taux fixe, le crédit immobilier est l'occasion d'attirer de nouveaux clients, d'habitude peu enclins à changer de banque. Il pourrait néanmoins confronter les banques à des difficultés en cas de remontée des taux si les couvertures mises en place pour faire face à ce risque sont insuffisantes. Pour autant, il ne semble pas que les banques modifient sensiblement les caractéristiques de leurs encours⁴⁵.

⁴³ Calculs effectués par l'ACPR sur la base de la communication financière des six principales banques françaises. Le coefficient d'exploitation diminue tout de même (de 0,9 point, à 66,4 %) à la faveur d'une plus forte augmentation du PNB.

⁴⁴ Source: BCE (Statistical data warehouse). Périmètre: secteur bancaire français

⁴⁵ Le taux d'encours douteux des crédits à l'habitat qui suivait une tendance haussière depuis 2009, ne progresse plus que de 3 pb à 1,55 % fin 2015 (contre +13 pb entre 2012 et 2013 et +12 pb entre 2013 et 2014) ; le taux de provisionnement poursuit sa hausse graduelle et atteint 29 % contre 27,4 % un an plus tôt (cf. 1.5).

Dans la banque de financement et d'investissement, les principales banques françaises se repositionnent sur leurs activités traditionnelles et sur celles pour lesquelles elles disposent d'un avantage comparatif. Elles intensifient leurs activités générant des commissions (conseil) et s'appuient sur leurs sources de revenus stables comme les *global transaction services* (gestion de trésorerie et financement du commerce). Les revenus de l'assurance et de la gestion d'actifs (+9,8%⁴⁶) ont, en outre, bénéficié d'une collecte dynamique. De manière générale les banques ciblent une clientèle à fort potentiel, à laquelle elles proposent des services à haute valeur ajoutée et peu coûteux en capital réglementaire.

Enfin, les banques françaises continuent de se délester d'activités non-stratégiques afin de rationaliser leurs actifs pondérés par les risques. La situation préoccupante des pays émergents les incite à réduire leurs expositions risquées (cf. 1.1 et 1.3) et à se recentrer sur leur marché traditionnel européen, mais aussi à renforcer leurs implantations dans certains pays dynamiques de cette région.

En conclusion, il apparaît que les banques françaises cherchent à préserver leur modèle de banque universelle – la résilience liée à la diversification de leurs activités ayant fait ses preuves durant la crise – mais qu'elles cherchent à le rationaliser pour réduire ses vulnérabilités. Les ajustements des modèles d'activité des banques devraient se poursuivre en 2016. En effet, les plans stratégiques entrepris restent inachevés et courent jusqu'à la fin de l'année voire jusqu'en 2017. En particulier, des efforts en matière de réduction de coûts restent à fournir. En tout état de cause, la montée en puissance de nouveaux acteurs et la désintermédiation croissante devraient mener à une évolution du rôle des banques plutôt qu'à une perte de vitesse de ces dernières.

3.2. Hausse des exigences réglementaires

Alors que l'essentiel des adaptations liées aux exigences introduites par Bâle 3 (décembre 2010, juin 2011) a été réalisé par les établissements français, il est nécessaire que les réformes en cours de discussion au Comité de Bâle en vue de la finalisation de la réforme Bâle 3 respectent l'engagement du G20 en février 2016 de finaliser Bâle 3 sans accroissement significatif des exigences en fonds propres pour le secteur bancaire dans son ensemble. Au-delà des réformes bâloises, les établissements devront également faire face à de nouvelles contraintes, liées à la mise en place d'une exigence de capacité minimale d'absorption des pertes en cas de résolution (Total Loss Absorbing Capacity - TLAC) et de nouvelles exigences de provisionnement (normes IFRS 9).

a. État des lieux sur les exigences prudentielles en capital et liquidité des grandes banques françaises

i. Exigences de solvabilité et de levier

Au cours du second semestre 2015, le ratio CET1 agrégé des six grandes banques françaises a progressé de +0,5 pp pour atteindre 12,5%. Cette forte progression, à comparer à une hausse de +0,2 pp au premier semestre 2015, s'explique essentiellement par la mise en réserve des résultats, le niveau des actifs pondérés par les risques (ou *Risk Weighted Assets – RWAs*) étant quasiment stable sur la période (-0,1%). Le ratio global agrégé enregistre pour sa part une forte croissance (+0,9 pp pour s'établir à 15,7%), conséquence du maintien d'une politique active de tous les établissements en matière d'émission de titres Tier 2 (10,7 mds EUR).

À fin décembre 2015, le ratio de levier agrégé des six grandes banques françaises dépasse désormais le seuil de 4%⁴⁷.

ii. Exigences de liquidité (LCR, NSFR)

S'agissant des ratios de liquidité, au 31 décembre 2015, le ratio LCR agrégé des six grandes banques françaises s'établit à 126,5%, en hausse de 13,1 pp par rapport à juin 2015 (113,4%), les ratios individuels dépassant tous 120%.

⁴⁶ Évolution constatée entre le 31.12.2014 et le 31.12.2015. Source : communication financière des banques.

⁴⁷ Le niveau effectif dépend de la décision qui doit être prise par le superviseur européen sur l'application, aux encours centralisés à la Caisse des dépôts et consignations au titre de l'épargne réglementée, du traitement dérogatoire prévu dans l'acte délégué européen.

b. Finalisation de la réforme Bâle 3

Le Comité de Bâle finalise actuellement un projet de réforme globale du calcul des risques pondérés, ainsi que les modalités de calcul et le calibrage du ratio de levier. Selon le mandat établi par le *Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision* (GHOS) de la Banque des règlements internationaux (BRI), repris par le G20 dans son communiqué de février 2016, le cadre global défini par les réformes post-crise ne doit pas conduire à un accroissement significatif des exigences en fonds propres pour le secteur bancaire dans son ensemble.

i. Revue du ratio de solvabilité

• *Exigences au titre du risque de crédit :*

Les propositions du Comité de Bâle visant à encadrer davantage l'approche notations internes (« IRB ») de mesure du risque de crédit ont été publiées le 24 mars dernier. Ces propositions s'inscrivent dans le programme du Comité de Bâle en faveur de la simplification et de la comparabilité des RWAs, en vue notamment d'une réduction de leur variabilité d'un établissement à l'autre. Les aspects principaux de la consultation sont l'interdiction de la modélisation de certains portefeuilles ou risques (expositions sur les institutions financières, dont les banques, et sur les grandes entreprises) et la mise en place de planchers (« floors ») sur les paramètres réglementaires que les banques doivent estimer⁴⁸.

Une réforme de l'approche standard du risque de crédit est également en cours, dont les objectifs généraux sont la simplicité, la comparabilité et la sensibilité au risque des RWAs.

Par ailleurs, suite à la crise des « subprime », un nouveau référentiel réglementaire concernant les opérations de titrisation a été publié en décembre 2014, en vue d'une plus grande sensibilité au risque et d'un calibrage plus prudent des exigences en fonds propres. Une seconde réforme est actuellement à l'œuvre, sur laquelle une consultation du Comité de Bâle s'est achevée en février 2016, afin de différencier les titrisations *simples, transparentes et comparables* (STC), pour lesquelles les exigences en fonds propres pourraient être allégées.

• *Exigences au titre du risque de marché :*

La revue fondamentale du portefeuille de négociation (FRTB) comprend une redéfinition du portefeuille de négociation, en vue de limiter les possibilités d'arbitrage entre portefeuille bancaire et portefeuille de négociation, une revue des modèles internes et des méthodes de validation de ces modèles, ainsi qu'une refonte de l'approche standard.

Dans la continuité des travaux concernant la FRTB, la détermination des exigences en fonds propres relatives au risque de *Credit Valuation Adjustment* (CVA) est en cours de revue. Dans ce cadre l'approche modèle interne pourrait être supprimée et remplacée par l'approche standard (*standardised approach – SA-CVA*), inspirée de l'approche standard de la FRTB, et l'approche de base (*basic approach – BA-CVA*), qui reprend les grandes lignes de l'approche standard actuelle.

• *Exigences au titre du risque opérationnel :* Une proposition de nouvelle approche standard de mesure du risque opérationnel a été publiée début mars (*Standardised Measurement Approach – SMA*), en remplacement de l'ensemble des approches existantes, y compris en particulier de l'approche modèles internes (*Advanced Measurement Approach – AMA*) qui serait supprimée.

ii. Revue des exigences planchers de fonds propres (« floors »)

Par ailleurs, le document consultatif du Comité de Bâle relatif à la revue de l'approche interne du risque de crédit publié en mars 2016 indique que le Comité étudie la possible introduction d'un plancher de capital global visant à encadrer les RWAs produits par les modèles internes par rapport aux RWAs produits par l'approche standard. Une fourchette indicative [60% ; 90%] est mentionnée.

iii. Ratio de levier

La revue du ratio de levier est en cours de finalisation. Conformément à l'accord du GHOS de janvier 2018, le ratio sera fixé à 3% et composé de Tier 1. Toutefois, comme proposé dans le document consultatif publié le 25 avril 2016, une surcharge pour les G-SIBs pourrait être appliquée dont les modalités ne sont pas encore arrêtées.

⁴⁸ Probabilité de défaut – PD, pertes en cas de défaut – LGD, exposition – EAD

iv. Nouvelles exigences de capacité minimale d'absorption des pertes en cas de résolution (Total Loss-Absorbing Capacity – TLAC)

Au-delà du renforcement des exigences en fonds propres, les établissements devront faire face à la mise en place de nouvelles exigences de capacité minimale d'absorption des pertes en cas de résolution (*Total Loss-Absorbing capacity – TLAC*). Les établissements systémiques (*Global Systemically Important Banks – G-SIBs*) devront constituer une capacité d'absorption représentant, d'ici le 1^{er} janvier 2022, au minimum : (a) 18% de leurs risques pondérés (RWAs) ; (b) 6,75% de leurs expositions non pondérées (dénominateur du ratio de levier). Outre les éléments de fonds propres, la capacité d'absorption sera constituée des passifs qui présentent un niveau de subordination supérieur aux passifs exclus, listés par le Conseil de stabilité financière (FSB). Les établissements européens pourront néanmoins inclure dans leur capacité d'absorption de la dette senior pour un montant représentant jusqu'à 3,5% des risques pondérés, ainsi que, pour les établissements français, les nouveaux titres intermédiaires qui pourront être émis lorsque la réforme en cours de la hiérarchie des créanciers sera adoptée en France.

Sous ces hypothèses, d'après les informations publiées par les établissements français eux-mêmes et les agences de notation, ces derniers présenteraient un déficit de capacité d'absorption évalué à environ 40 à 50 mds EUR, avec toutefois de fortes disparités suivant les groupes.

L'ensemble des groupes s'est néanmoins montré confiant sur leur capacité à respecter les objectifs fixés au moment de l'entrée en vigueur de la nouvelle norme, même si les montants sont significatifs au regard du volume du marché de la dette subordonnée en Europe.

Les modalités de déclinaison de la TLAC en droit européen ainsi que la politique du Conseil de résolution unique en matière d'exigence minimale de fonds propres et de passifs exigibles (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities – MREL) constitueront cependant des éléments essentiels pour déterminer la capacité des établissements français à respecter les futures exigences.

c. Impact de la mise en place de la norme IFRS9

Enfin, outre l'évolution des normes prudentielles, les établissements devront également faire face à l'évolution des normes comptables avec la mise en place de la norme IFRS9. Le nouveau modèle de dépréciation devrait conduire les établissements à accroître sensiblement leur volume de provisionnement, avec des impacts potentiellement conséquents sur les ratios de solvabilité CET1 des principaux groupes français. L'Autorité bancaire européenne (European Banking Authority – EBA) est en train de procéder à une étude d'impact.

3.3. Les risques opérationnels dans les banques

Les activités bancaires reposent exclusivement sur l'informatique. Le système d'information des groupes bancaires consiste le plus souvent en une accumulation d'applications éparses, voire concurrentes, créées pour répondre à de nouveaux besoins ou issues d'opérations de croissance externe, et nécessitant la mise en place de nombreuses interfaces. Les grands groupes bancaires français utilisent ainsi plusieurs milliers d'applications, dont la maintenance s'avère souvent complexe et coûteuse.

Ces systèmes d'information doivent néanmoins être adaptés pour prendre en compte les changements de l'environnement, en particulier : i) la transformation digitale ; ii) l'externalisation de fonctions sensibles, et iii) la lutte contre les cyberattaques. Ces évolutions sont à la fois porteuses d'opportunités et sources de risques opérationnels portant sur la disponibilité des systèmes, la confidentialité des données et leur intégrité.

a. La transformation digitale

La « révolution numérique » constitue pour les banques une opportunité les ayant conduites à repenser leur modèle d'activité. Désormais, les plans stratégiques à moyen terme des principaux groupes bancaires français intègrent la transformation digitale, en se centrant sur la relation client, et combinent le canal traditionnel de l'agence, la banque en ligne sur internet et le mobile (*smartphone*).

Cette évolution s'accompagne en interne de profonds bouleversements organisationnels, en particulier dans les agences, et informatiques, pour proposer les outils adaptés. De nouvelles offres sont créées, reposant sur la réalisation de projets informatiques, dont beaucoup intègrent une forte dimension de sécurité (banque à distance sur mobile et tablette, signature électronique, authentification forte, coffre-fort électronique, etc.).

Les banques sont aussi confrontées à la nécessité d'adopter de nouvelles pratiques (développement agile⁴⁹ se substituant au cycle en V⁵⁰, recours à l'architecture *cloud*⁵¹ alliant puissance de calcul et souplesse, etc.).

Ces bouleversements nécessitent bien évidemment d'être encadrés car ils induisent des risques opérationnels importants pouvant mettre en péril la continuité d'activité de l'établissement.

Le dispositif de maîtrise des risques opérationnels défini dans le cadre bâlois a en principe vocation à recenser tous les risques via sept catégories d'événements pouvant affecter les métiers. Or, si la matérialisation d'un risque informatique est subie par le métier, comme une indisponibilité de l'application, et incluse dans sa cartographie des risques opérationnels, la vulnérabilité trouve sa source dans le système d'information, par exemple en cas d'échec de la mise en production d'une montée de version. La définition d'une typologie de risques informatiques transversaux, y compris de sécurité, est par conséquent nécessaire. La fréquence d'occurrence de tels événements et les mesures de réduction du risque susceptibles d'en diminuer la probabilité influent sur la cotation du risque du métier, mais ne peuvent être définies que par la direction informatique. Dans les banques, la prise en compte des dysfonctionnements informatiques dans la cotation des risques opérationnels de chaque métier est donc souvent incomplète, ce qui peut conduire à une évaluation partielle de ces derniers.

Afin de mieux cerner les risques liés aux systèmes d'information, la BCE diligente depuis début 2015 des missions de contrôle sur place, notamment en France, sur un périmètre exclusivement informatique, principalement dans des établissements d'importance significative. Il importe désormais que les banques développent une analyse et une quantification transversale des risques informatiques et que les superviseurs intègrent cette dimension dans leurs priorités de contrôle.

b. L'externalisation de fonctions sensibles

Au sein des banques françaises, les principales activités faisant l'objet d'une externalisation sont les fonctions informatiques, puis les paiements. Les pressions sur les marges conduisent les banques à externaliser une part croissante d'activités à une entité appartenant au même groupe ou auprès d'un prestataire externe, le cas échéant via l'*offshoring*⁵². Dans le domaine informatique, les centres informatiques, les solutions réseaux, la production, le développement, la maintenance, les solutions de sécurité comme l'authentification forte et la cyber-surveillance sont externalisés à des degrés divers par les grands groupes bancaires français⁵³. Cette tendance, déjà ancienne, s'étend désormais au *big data*⁵⁴ avec le développement du *cloud*.

L'externalisation permet aux banques de bénéficier de solutions informatiques à l'état de l'art, mais peut aussi être à l'origine de risques significatifs si elle n'est pas suffisamment maîtrisée, tant via la définition d'un cadre contractuel précis (clause d'audit, engagements de service, reportings réguliers, clause de réversibilité) que par un suivi et un pilotage rapprochés de la prestation. La continuité de la prestation, voire de l'activité métier en dépendant, et la maîtrise des risques de sécurité, en particulier de confidentialité des données, pourraient alors s'en trouver compromises.

Deux textes encadrent actuellement l'externalisation en France : i) l'arrêté du 3 novembre 2014 sur le contrôle interne⁵⁵, et ii) un document sur « les risques associés au *cloud computing* » publié par l'ACPR en juillet 2013. Le dispositif de régulation français prévoit en particulier que la banque conserve l'entière responsabilité de l'activité transférée. L'externalisation d'activités sensibles est autorisée.

Des préconisations pour le *cloud* sont à l'étude à l'EBA. Elles pourraient être intégrées dans les *Guidelines on outsourcing*, dont l'actualisation est prévue en 2017. L'inclusion ou non d'un contrôle direct des superviseurs

⁴⁹ Les méthodes agiles reposent sur une structure itérative, incrémentale et adaptative.

⁵⁰ Standard de développement depuis les années 80. Il permet, en cas d'anomalie, de limiter un retour aux étapes précédentes.

⁵¹ Le *cloud computing*, ou l'informatique en nuage, est l'exploitation de la puissance de calcul ou de stockage de serveurs informatiques distants par l'intermédiaire d'un réseau, généralement internet.

⁵² L'*offshoring* désigne la délocalisation des activités de service ou de production de certaines entreprises vers des pays à bas salaire.

⁵³ Externalisation intra-groupe de la production et des développements au sein du groupe BPCE, *offshoring* d'activités informatiques de BNP Paribas et Société Générale en Inde, *offshoring* du traitement informatique des informations de KYC (*Know your customer*) par Crédit Agricole CIB,...

⁵⁴ Le *big data*, ou mégadonnées, désigne des ensembles de données qui deviennent tellement volumineux qu'ils en deviennent difficiles à travailler avec des outils classiques de gestion de base de données ou de gestion de l'information.

⁵⁵ Qui transpose les « *Guidelines on outsourcing* » du CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) de 2006.

sur les grands prestataires ayant un rôle « systémique » (Microsoft, Amazon,...), comme cela existe aux États-Unis, en sera l'un des enjeux.

Par ailleurs, de nombreuses activités de nature informatique sont déléguées à des tiers, non établissements de crédit. Si l'arrêté du 3 novembre 2014 permet d'assimiler certaines d'entre elles à des prestations essentielles, d'autres, pourtant sensibles, ne paraissent pas pouvoir être qualifiées comme telles sur la base du texte actuel, comme par exemple la fourniture de services de sécurité (cyber-surveillance, traitement de demandes d'authentification...) et justifier un pilotage rapproché. Compte tenu de l'évolution des pratiques et des risques associés, le périmètre des prestations essentielles mériterait d'être réexaminé.

Pour mieux encadrer les risques liés à l'externalisation, le rôle du superviseur lors la mise en place de projets d'externalisation de grande ampleur comme par exemple la production informatique, structurants pour l'activité des banques, ou vers des prestataires d'importance « systémique » pourrait être réexaminé. De plus, la révision de la définition réglementaire des prestations essentielles, justifiant un cadre contractuel et un suivi spécifiques, pourrait être étudiée.

c. La lutte contre les cyberattaques

Le secteur bancaire est particulièrement exposé au développement exponentiel des cyberattaques opérées par menace persistante avancée⁵⁶, hameçonnage⁵⁷ ou déni de service principalement. La Société Générale indique par exemple que « la volumétrie des attaques qui visent le groupe est multipliée chaque année par deux à dix fois le volume de l'année précédente⁵⁸ ». Les systèmes de détection des banques permettent de déjouer de nombreuses attaques, mais plusieurs incidents récents de grande ampleur montrent le caractère évolutif, de plus en plus sophistiqué et protéiforme de ces attaques : vol des données personnelles liées à 76 millions de comptes utilisateurs de la banque JP Morgan Chase en juin 2014, blocage de sites de banques en ligne européennes en 2014, rançonnement de banques grecques avec menaces d'attaques en déni de service en 2015, transfert frauduleux de 81 mns USD au détriment de la Banque centrale du Bangladesh en février 2016, etc.

Encadré 3 - Le réseau Swift

Environ 2,5 milliards d'ordres de paiement transitent annuellement via le réseau Swift, qui compte 11 000 membres dans le monde, dont 9 600 banques.

La perte subie par la Banque centrale du Bangladesh a été rendue possible par l'envoi d'ordres de transfert via le réseau Swift. L'attaque informatique a ciblé des vulnérabilités dans les équipements de la banque connectés à l'interface locale Swift, avant envoi des messages de paiement vers le réseau Swift.

Cet incident met en évidence plusieurs points de vigilance : i) la sous-estimation des risques par les dirigeants, ii) un système d'information insuffisamment sécurisé, en particulier une ségrégation insuffisante des environnements et une gestion inadéquate des droits d'accès des administrateurs des systèmes, et iii) des dispositifs de contrôle défaillants.

Les autorités prennent progressivement des initiatives pour encadrer ces risques. Au niveau européen, la directive NIS⁵⁹ a été adoptée le 17 mai 2016. En France, la Loi de programmation militaire (LPM) de 2013, complétée par décret en mars 2015, s'applique aux organismes d'importance vitale, y compris dans le domaine bancaire, et prévoit la déclaration des incidents de sécurité à l'ANSSI⁶⁰ selon des modalités qui seront fixées par arrêté.

La BCE a mené au printemps 2015 une vaste enquête sur le cyber-risque auprès de 110 banques européennes d'importance significative, qui sera étendue aux établissements sous supervision directe de l'ACPR en 2016. La BCE a également diligenté des missions sur la cybersécurité depuis début 2015, dont plusieurs dans des

⁵⁶ Advanced persistent threat (APT).

⁵⁷ Phishing.

⁵⁸ Source : Revue Banque, février 2016.

⁵⁹ Network and information security.

⁶⁰ Agence nationale de sécurité des systèmes d'information.

groupes français. Elle a aussi initié en février 2016 la collecte d'incidents de cybersécurité significatifs auprès de quelques banques et prévoit d'étendre ce dispositif à tous les établissements significatifs en 2017. La Banque d'Espagne et la Banque d'Italie collectent déjà les incidents de sécurité depuis respectivement 2010 et février 2015. La Banque d'Angleterre a quant à elle initié en 2014 un recensement des pratiques liées au risque cyber et propose aux banques la réalisation de tests d'intrusion dans le cadre du programme CBEST. De son côté, l'ACPR va coopérer avec l'ANSSI pour décliner la LPM. Elle participe également aux travaux européens et internationaux sur la cybersécurité, et a créé en interne un réseau d'experts.

Pour faire face à ces cybermenaces, les banques doivent adapter leur dispositif de sécurité informatique en profondeur en s'appuyant sur des équipes spécialisées pour renforcer : i) la protection de leur système d'information, ii) sa surveillance pour détecter les attaques, et iii) le traitement des incidents. La protection repose notamment sur un cadre procédural détaillé, une sensibilisation suffisante des collaborateurs et des clients aux risques, la sécurisation des développements, la mise en place de dispositifs techniques (firewalls, authentification forte des clients...), une séparation des environnements, des droits d'accès strictement limités aux besoins et un dispositif de contrôle interne rigoureux. La réalisation régulière de tests d'intrusion, la supervision adéquate des prestations externalisées et la mise en place de plans d'urgence et de poursuite de l'activité prenant spécifiquement en compte les risques liés à la cybersécurité s'avèrent en outre désormais incontournables.

Surtout, la sensibilisation des dirigeants est primordiale afin qu'ils intègrent ces risques dans la stratégie d'entreprise et allouent les budgets nécessaires à la mise en place de dispositifs visant à réduire les risques liés à la cybersécurité. Le rattachement du responsable de la sécurité des systèmes d'information (RSSI) à la direction des risques est également souhaitable pour garantir son indépendance.

Il devient par conséquent urgent que les dirigeants de banques prennent la pleine mesure des risques en matière de cybersécurité et que les dispositifs de sécurité soient renforcés.

3.4. Réallocation des portefeuilles des gestionnaires d'actifs

L'encours des Organismes de Placement Collectif (OPC) de droit français s'établit à 1 388 mds EUR fin décembre 2015. Il se répartit entre 1 066 mds EUR d'OPC non monétaires et 312 mds EUR d'OPC monétaires. Dans l'environnement de taux bas actuel, on distingue deux catégories d'investisseurs : d'un côté, ceux optant pour des fonds à profil de risque plus élevé, d'un autre ceux privilégiant les fonds monétaires à très faible rendement (mais toujours positif en terme nominal ou réel) traduisant un arbitrage en faveur de la liquidité. Les gestionnaires de fonds ont intensifié leurs placements en 2015 vers des titres plus longs et émis par des émetteurs non-résidents de la zone euro et à profil de risque plus élevé (émetteurs privés en particulier sociétés non financières).

Malgré ces réallocations de portefeuilles visant à rechercher plus de rendement, la performance globale moyenne des fonds non monétaires a baissé en rythme annuel sur 2015 (à 5,1% fin 2015, contre 8,6% fin 2013). Depuis le début 2016, cette performance est même devenue négative (-5,3% en mars 2016). La performance des fonds monétaires quant à elle diminue, mais offre encore un rendement nominal et réel légèrement positif (0,18% fin 2015 et 0,05% à mars 2016 en rythme annuel.)

a. Les souscripteurs d'OPC non monétaires, à la recherche de rendement, s'orientent vers les fonds diversifiés et les fonds d'actions

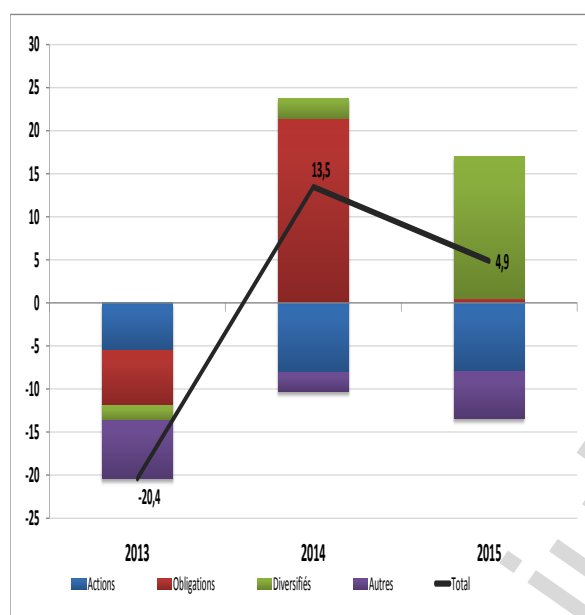
Les souscriptions nettes d'OPC non monétaires, à 4,9 mds EUR sur 2015, se caractérisent par une réorientation nette vers les fonds diversifiés (+16,5 mds EUR), dont la structure de portefeuille (20% investis en actions) est de nature à leur offrir de meilleures perspectives de retour sur investissement que les fonds obligations. Les fonds diversifiés ont effectivement enregistré une performance de 3,1% en 2015 contre 0,8% pour les fonds obligataires.

En 2015, les plus gros souscripteurs d'OPC non monétaires sont les établissements de crédit (+6,5 mds EUR), les administrations publiques (+4 mds EUR) et les fonds non monétaires (+3,5 mds EUR). Les assurances et les non-résidents se désengagent (respectivement -6,5 mds EUR et -3,6 mds EUR).

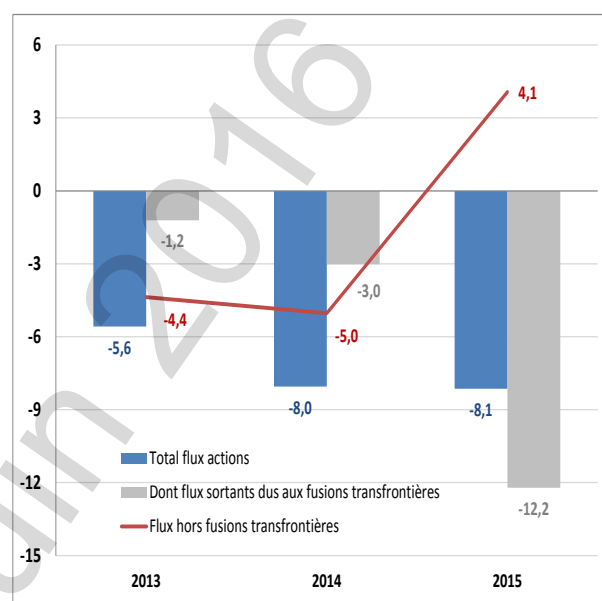
Les fonds actions présentent des flux négatifs sur 2015, en raison de fusions transfrontières qui engendrent des sorties de fonds de France. Principalement en direction du Luxembourg, ces fusions atteignent 12,2 mds EUR en 2015. En isolant ce phénomène, les fonds actions collectent 4,1 mds EUR sur 2015, venant confirmer l'appétence des investisseurs pour ce type de produit présentant un profil risque-rendement élevé.

Ces tendances restent toutefois à confirmer en 2016 : le 1er trimestre est marqué par une légère décollecte sur fonds diversifiés (-5 mds EUR) et sur fonds actions hors fusions transfrontières (-1,3 md EUR) pouvant s'expliquer par la dégradation des marchés boursiers.

Graphique 27 : Flux de souscriptions nettes par catégorie de fonds non monétaires (mds EUR) **Graphique 28 : Souscriptions nettes sur fonds actions (mds EUR)**



Source : Banque de France

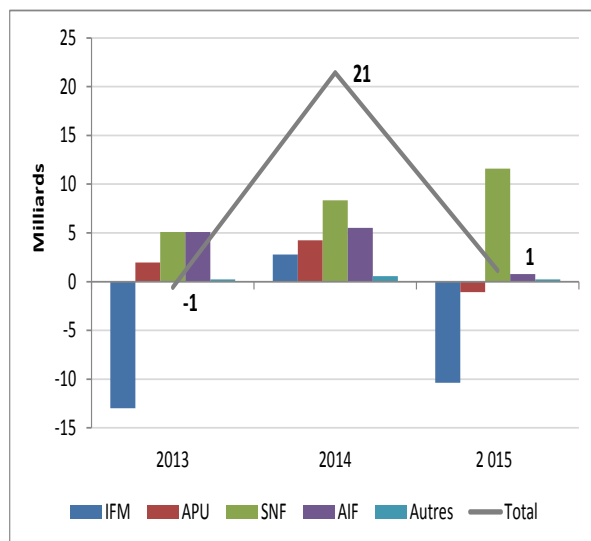


Source : Banque de France

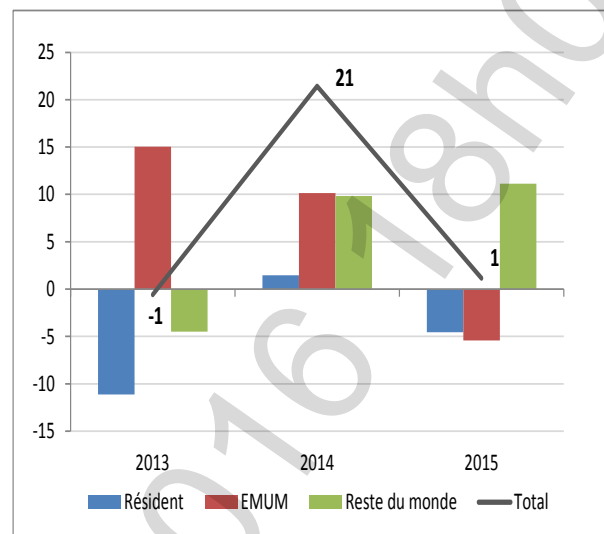
b. L'allongement de la durée de vie des placements et l'exposition à des secteurs plus risqués augmente la vulnérabilité des fonds

La durée de vie résiduelle moyenne des titres de créance des OPC non monétaires continue d'augmenter (6,7 années fin 2015 contre 6,4 fin 2014 et 5,5 fin 2013) exposant ces fonds au risque d'une remontée brutale des taux longs. Les dévalorisations importantes subies par les fonds obligataires et diversifiés au 2ème trimestre 2015 suite à la hausse des taux longs illustrent ce facteur de risque.

Par ailleurs, les OPC non monétaires achètent principalement des titres émis par des sociétés non financières provenant de pays hors Zone Euro (graphiques 34 et 35). Toutefois, il convient d'observer qu'en termes d'encours, la diversification géographique reste à dominante intra européenne (77%). En particulier, les expositions aux pays émergents demeurent très faibles (moins de 0,5% des encours à fin 2015). Les administrations publiques font l'objet au contraire de désinvestissements nets (+2 mds EUR pour APU résidents et -3,3 mds EUR pour APU zone euro) ainsi que les institutions financières (-6,6 mds EUR résidentes et -3,1 mds EUR zone euro) compte tenu d'amortissements importants de titres de dette au sein de ce secteur.

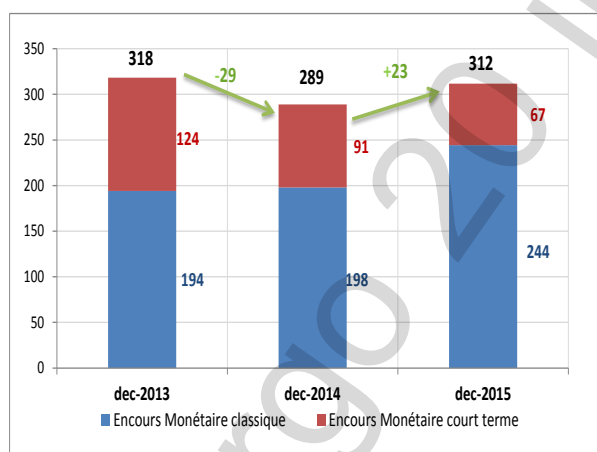
Graphique 29 : OPC non monétaires : placement en titres de dette par secteur émetteur (mds EUR)

Source : Banque de France

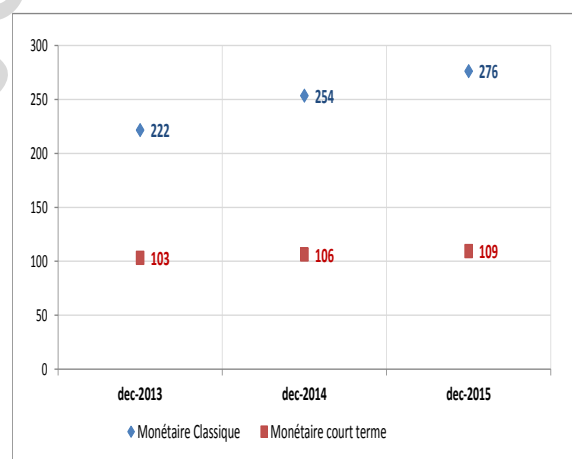
Graphique 30 : OPC non monétaires : placement en titres de dette par zone géographique (mds EUR)

Source : Banque de France

- c. L'afflux sur les monétaires traduit un certain attentisme des investisseurs et un arbitrage en faveur de la liquidité

Graphique 31 : Décomposition des encours OPC monétaires (mds EUR)

Source : Banque de France

Graphique 32 : Maturité résiduelle moyenne des portefeuilles des OPC monétaire (nombre de jours)

Source : Banque de France

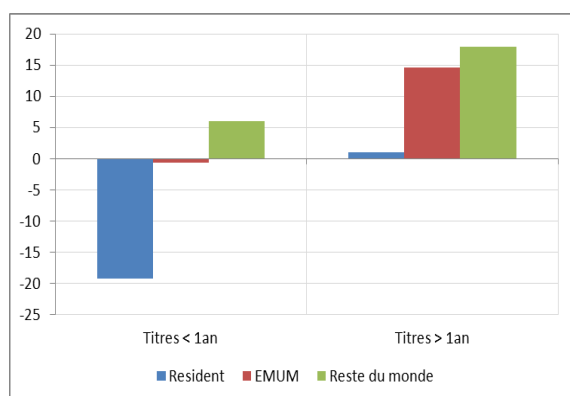
Avec 22,6 mds EUR de flux de souscriptions nettes sur 2015 (graphique 36), les OPC monétaires ont été prisés des investisseurs, en particulier des sociétés non financières (11,6 mds EUR) et des non-résidents (11,2 mds EUR).

Cette tendance s'intensifie au 1^{er} trimestre 2016 avec des flux nets de +17,8 mds EUR. Dans l'environnement actuel de taux bas voire négatifs, ce type de placement, certes peu rentable mais très liquide, offre un rendement réel positif (0,18% en 2015 et 0,05% en mars 2016). Cette relative résistance du rendement des fonds monétaires s'explique en partie par une réallocation des fonds vers les monétaires dits « classiques » offrant une durée de vie plus longue : ceux-ci, dont la maturité résiduelle moyenne ne peut dépasser 365 jours (+46 mds EUR en 2015, graphique 36), ont été largement favorisés au détriment des monétaires dit « court terme » (-24 mds EUR en 2015, durée de vie résiduelle moyenne plafonnée à 120 jours). La durée de vie

résiduelle moyenne de chacun des 2 types de contrats a augmenté depuis 2 ans, celle des monétaires « court terme » étant proche de la limite autorisée (109 jours pour 120 au maximum, Graphique 37). Les placements en titres plus long terme permettent aux OPC monétaires de maintenir une performance positive supérieure à l'inflation (+0,05% en mars 2016 contre -0,1% pour l'IPC en rythme annuel, graphique 38). Toutefois, on observe au 1^{er} trimestre 2016 un réajustement des portefeuilles vers des titres de plus court terme (+15,7 mds EUR) traduisant vraisemblablement une marge de manœuvre de plus en plus limitée pour allonger leurs horizons de placement compte tenu des contraintes réglementaires.

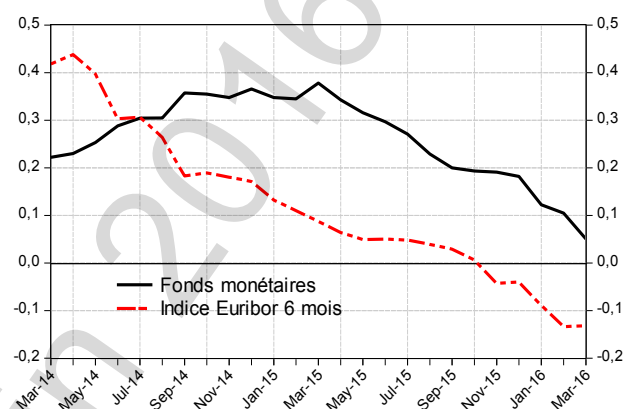
Par ailleurs, à l'instar des fonds non monétaires, la diversification géographique des placements tend à augmenter (graphique 39), la directive CRA (*Credit Rating Agencies*) leur permet de sélectionner des émetteurs non notés sous certaines conditions (utilisation de notation interne notamment).

Graphique 33 : OPC monétaires : placement en titres de dette (2015)



Source : Banque de France

Graphique 34 : Performance annuelle des OPC monétaires (%)



Source : Banque de France

4. Risques pour les marchés financiers

Le fonctionnement des marchés financiers est soumis à de multiples points de pression, sous l'effet de divers facteurs tenant à la mise en place des nouvelles réglementations, à l'essor du trading électronique, à l'effet des politiques monétaires non conventionnelles et à un changement de l'équilibre des forces entre différents types d'acteurs, avec notamment une montée en puissance du secteur de la gestion d'actifs et une réduction de la présence des banques. Ces facteurs se cumulent et interagissent entre eux, aboutissant à remodeler la structure de l'ensemble des marchés financiers, qu'il s'agisse des marchés boursiers, obligataires ou de changes.

4.1. Risques liés à la liquidité des marchés financiers

a. Le niveau moyen de liquidité des marchés obligataires apparaît satisfaisant, malgré une divergence d'évaluation entre les indicateurs de marché et la perception des acteurs

La liquidité – capacité d'exécution rapide d'une transaction à faible coût et avec peu d'impact sur les prix – des marchés obligataires est une composante importante pour analyser la stabilité du système financier français. Or son évaluation fait l'objet d'une certaine divergence entre les résultats fournis par des enquêtes qualitatives d'une part et les enseignements d'indicateurs quantitatifs d'autre part⁶¹. En effet, de nombreux rapports et questionnaires ont relayé les fortes inquiétudes des acteurs de marché sur l'état de la liquidité des marchés obligataires. Tel est le cas, par exemple, du rapport ICMA sur le marché européen des obligations d'entreprise⁶².

En revanche, comme l'indique le rapport sur la liquidité des marchés obligataires du *Committee on the Global Financial System* (CGFS) publié en janvier 2016⁶³, les mesures directes de prix de la liquidité (*bid-ask spreads*) restent à des niveaux comparables à ceux observés avant la crise financière, et les épisodes de stress observés n'ont pas eu de conséquences sur la durée. Il faut se tourner vers des indicateurs de quantité (profondeur du marché, taille moyenne des transactions, etc.) pour détecter une réduction de la liquidité, encore que celle-ci s'avère différenciée selon les segments et les zones géographiques.

Ce que révèle cette divergence d'analyse, c'est que la nature multidimensionnelle de la liquidité en fait une notion difficile à appréhender et à estimer. En outre sur les marchés obligataires européens, la qualité et la quantité des données disponibles est souvent de faible qualité. Dès lors, il ne saurait y avoir un baromètre unique pour évaluer la liquidité des marchés obligataires et les indicateurs les plus récents prennent acte de cette multi-dimensionnalité.

Ainsi, la BCE a récemment évalué les conditions de liquidité sur les marchés secondaires de la zone euro à l'aide d'une agrégation d'indicateurs sous la forme d'un schéma de type araignée permettant de mieux capturer le caractère pluridimensionnel de la liquidité pour les titres souverains. Cette approche conduit à considérer que les conditions de liquidité sont toujours fragiles mais que la situation demeure bien meilleure que lors des récents épisodes de crise. Dans une récente étude, l'Autorité des marchés financiers (AMF) propose d'utiliser un indicateur composite basé sur trois indicateurs pour suivre l'évolution de la liquidité des marchés obligataires français⁶⁴. Les résultats obtenus à l'aide de cet indicateur indiquent une amélioration de la liquidité des marchés obligataires français depuis le début 2012 même si les niveaux de liquidité mesurés n'ont pas retrouvé leurs niveaux antérieurs à la crise (2005-2007)⁶⁵.

61 Une des explications possibles de ce paradoxe serait de considérer que pour un intervenant de marché, la liquidité d'un actif est toujours constatée ex-post en prenant en compte les délais de négociation. Or ces délais ne sont pas mesurables directement par des indicateurs sur les marchés obligataires, de même que les stratégies de fractionnement des ordres permettant d'obtenir une meilleure exécution.

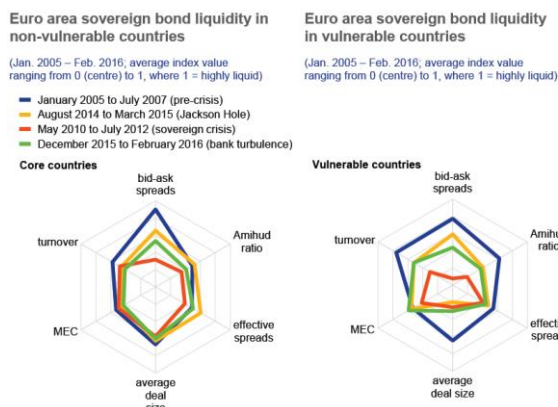
62 International Capital Market Association Secondary Market Practices Committee, *The current state and future evolution of the European investment grade corporate bond secondary market: perspectives from the market*, novembre 2014.

63 CGFS, Fixed income market liquidity, rapport du groupe de travail présidé par D. Beau (Banque de France), janvier 2016.

64 L'indicateur composite de l'AMF est une moyenne équipondérée de trois indicateurs (un indicateur de spread bid-ask, un indicateur de zero-return et un indicateur d'impact-prix) couvrant un échantillon d'obligations françaises listées entre 2005 et 2015. V. Étude sur la liquidité des marchés obligataires français, AMF, 16 novembre 2015.

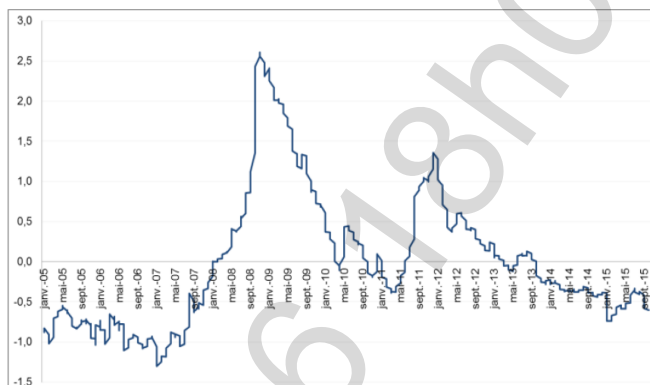
65 Il faut toutefois préciser que les niveaux de liquidité antérieurs à la crise ne constituent pas nécessairement un niveau optimal de liquidité, le risque de liquidité ayant été sous-évalué avant la crise financière.

Graphique 35 : Des conditions de liquidité encore fragiles sur les marchés souverains



Source : BCE

Graphique 36 : Indicateur composite d'illiquidité des marchés obligataires français



Source : AMF, Bloomberg

Note : Plus la valeur de l'indicateur augmente, moins le marché est considéré liquide.

Au total, et dans des conditions de marché habituelles, le niveau de liquidité globale des marchés obligataires ne semble donc pas devoir faire l'objet d'inquiétudes spécifiques. Pour autant, deux évolutions nécessitent une attention particulière : (i) la poursuite du phénomène de bifurcation de la liquidité et (ii) la question de la résilience de cette liquidité.

b. Les inquiétudes portent sur les questions de bifurcation et de fragilité de la liquidité

On parle de phénomène de bifurcation pour désigner le fait que la liquidité se concentre vers les segments déjà les plus liquides du marché ou disposant d'une profondeur plus grande, au détriment des autres⁶⁶. Ainsi, entre 2010 et 2014, le taux de rotation des obligations publiques est en croissance en raison de l'augmentation de la taille moyenne des transactions tandis que ce taux diminue pour les titres d'entreprise sur la même période (Tableau 17). Sur les segments les moins liquides, la réduction de la capacité des *market makers* semble avoir eu un plus fort impact sur la liquidité en raison de la moindre disponibilité de substituts.

Tableau 5 : Répartition des volumes négociés par secteur sur le marché obligataire français

Année	Supra-Gov-Agencies		Bank-Financial		Non Financial	
	Nombre de transactions par obligation	Taux de rotation mensuel	Nombre de transactions par obligation	Taux de rotation mensuel	Nombre de transactions par obligation	Taux de rotation mensuel
2010	1 627	18%	426	7%	1 273	8%
2011	1 746	21%	407	8%	1 229	9%
2012	1 496	19%	484	7%	1 340	7%
2013	1 325	20%	538	6%	1 124	7%
2014	1 271	21%	482	7%	905	7%
2015 ⁽¹⁾	1 056	19%	456	7%	653	8%

Source : AMF

Note : Les données pour l'année 2015 sont arrêtées à fin septembre

Enfin, l'amélioration du niveau moyen de liquidité en conditions normales de marché ne doit pas masquer la question de la résilience de la liquidité, c'est-à-dire de sa réaction en cas de stress sur les marchés. En particulier, la multiplication des épisodes de *flash crash*, y compris sur des obligations souveraines réputées très liquides⁶⁷, semble indiquer une modification de nature de la liquidité sur les marchés obligataires, qui peut disparaître brusquement.

⁶⁶ Notion documentée notamment dans les rapports récents du CGFS (2014 ; 2016) et du FMI – GFSR (octobre 2015).

⁶⁷ Flash rally UST du 15 oct 2014 et Bund tantrum d'avril/mai 2015

Sur les marchés obligataires, la liquidité semble bien avoir connu un changement de nature structurel : désormais plus fragile, elle dépend plus fortement de facteurs conjoncturels que par le passé. Dans ce cas, cette fragilité qui se caractérise par une difficulté à exécuter des ordres, une volatilité soudaine et une profondeur réduite en dehors de tout facteur explicatif net, peut toucher les marchés traditionnellement les plus liquides. Ces marchés ayant un rôle de référence pour coter les autres instruments, tout impact sur leur liquidité peut se propager à l'ensemble du marché obligataire.

4.2. Un nouveau régime de liquidité induit par des facteurs structurels et conjoncturels

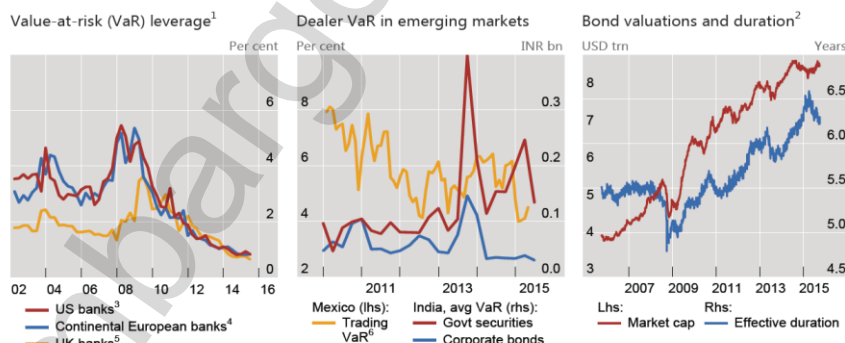
Les facteurs expliquant ce double mouvement de bifurcation et de fragilité de la liquidité sont à la fois structurels et conjoncturels et concourent à créer un nouvel environnement de marché. Autrement dit, des évolutions structurelles ont pu rendre la liquidité de marché plus sensible aux facteurs conjoncturels alors que les inventaires des teneurs de marché (*markets makers*) se sont réduits.

a. Une évolution divergente entre offre et demande de services de tenue de marché

Le rapport du CGFS sur la liquidité des marchés obligataires (2016) note que les marchés obligataires sont dans une période de transition en raison de l'évolution opposée en cours entre l'offre et la demande de service de liquidité. D'une part, se produit une baisse de l'offre de *market making* ou à tout le moins une différenciation croissante suivant les segments en raison d'un nouveau contexte de marché (*deleveraging*, réévaluation des risques et adaptation à un nouveau cadre réglementaire pesant sur la rentabilité des activités de marché qui a pour conséquence une réallocation des ressources des *market makers* dans le sens d'une réduction des activités à forte consommation de bilan et faibles marges). D'autre part, on relève une hausse et une concentration de la demande de liquidité avec l'accroissement majeur du poids et de la concentration des gestionnaires d'actifs, l'uniformisation des pratiques d'investissement et la forte croissance des marchés obligataires.

Dans ce cadre, les participants de marché soulignent régulièrement l'impact négatif majeur des réglementations récentes - qu'elles soient prudentielles ou de marché - en raison de leur impact négatif sur l'activité de *market making*. Toutefois, il est difficile de statuer définitivement sur l'impact réel de ces réglementations. En premier lieu, il apparaît complexe d'isoler le rôle de la réglementation sur l'évolution récente du *market making* par rapport à d'autres facteurs de marché comme la hausse de l'aversion au risque des dealers. En second lieu, le *deleveraging* des *market makers* a débuté avant l'annonce des nouvelles réglementations affectant spécifiquement les activités de trading (par exemple la limitation du trading pour compte propre)⁶⁸.

Graphique 37 : indicateurs de risques financiers



Source : BRI

⁶⁸ Dans le même ordre d'idées, la diminution de la rentabilité des activités de *market making*, souvent invoquée par les participants de marché, est complexe à mesurer et ne semble pas avoir été plus prononcée pour les banques ayant une activité de trading importante (Roengpitya et al (2014)).

b. Un effet incertain des évolutions technologiques

Un autre facteur structurel important est celui des évolutions technologiques. La BRI estime par exemple en 2016 que la négociation à haute fréquence (NHF) concernait plus de 50% des volumes de transaction sur les *Treasuries* US. Les marchés obligataires européens sont vraisemblablement moins exposés à la NHF en raison d'un plus faible degré de standardisation et de l'utilisation de protocoles *request-for-quote*. Néanmoins, la part de la NHF s'accroît sur les marchés de contrats *futures* de la zone euro.

Or le développement de la NHF a des effets ambivalents sur la liquidité de marché⁶⁹ en particulier du fait du poids de certaines stratégies de trading (telles le *momentum trading*) et de la baisse des capacités de *market making* des teneurs de marché traditionnels qu'elle induit. La NHF pourrait renforcer la bifurcation de liquidité et modifier la nature du service de fourniture de liquidité (par une réduction de la profondeur de marché notamment)⁷⁰.

Encadré 4 : Les transactions algorithmiques sur les marchés des changes

Les transactions algorithmiques recouvrent l'ensemble des opérations de marché qui utilisent des programmes informatiques pour mettre en œuvre la stratégie d'exécution d'un ordre de la prise de décision au règlement de l'ordre.

Les transactions algorithmiques ont été rendues possibles par l'essor du trading électronique, à la différence du traitement « à la voix ».

Les principales caractéristiques des transactions algorithmiques

L'idée sous-jacente aux algorithmes est d'effectuer des transactions très rapidement (de l'ordre de quelques millièmes de secondes alors qu'une intervention manuelle nécessite environ 50 millièmes de secondes) et d'accéder simultanément à plusieurs plateformes électroniques.

- **Les principes de base des transactions algorithmiques**

Le principe de fonctionnement des algorithmes est de découper des ordres de taille importante en plusieurs ordres de petite taille, plus facilement absorbables par le marché, de façon à réduire l'impact sur le prix, ou à bénéficier des meilleurs prix disponibles à un instant donné, sur de nombreuses plateformes.

Les premiers mis en place, il y a déjà une décennie, utilisaient une méthode simple consistant à étaler l'ordre initial dans le temps en exécutant à intervalle régulier des tickets de taille constante, dite *time-weighted average price* (TWAP). Une autre méthode restant relativement simple est celle visant à obtenir, en découpant les ordres de manière appropriée, le prix moyen prévalant pendant une période de temps prédéfinie, dite méthode *volume-weighted average price* (VWAP). L'algorithme fondé sur le *target volume* (TVOL) a un mode de fonctionnement similaire au TWAP et au VWAP mais avec un objectif défini en termes de volume à traiter.

- **Une sophistication progressive des algorithmes**

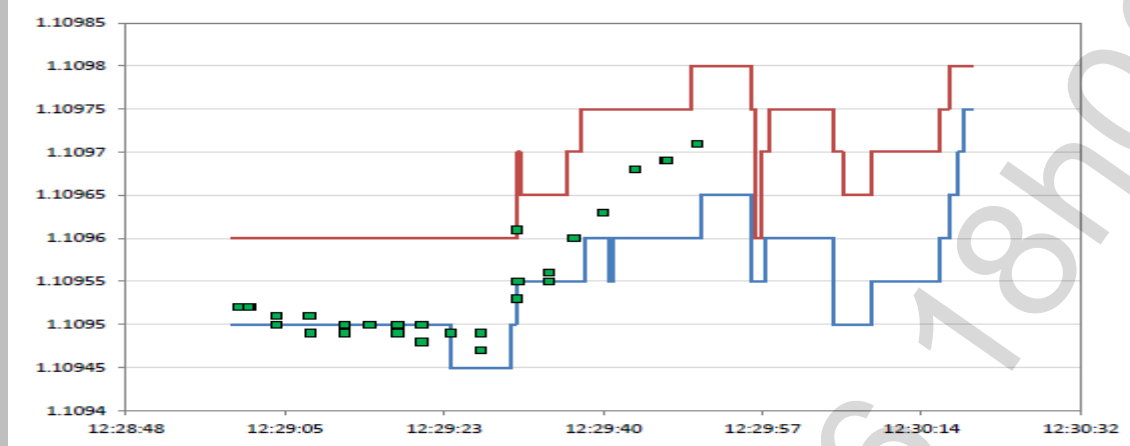
Progressivement, sont apparus sur le marché de nouveaux types d'ordres « plus intelligents » qui analysent les carnets d'ordres, c'est-à-dire l'offre et la demande pour un couple de devises donné, et qui permettent ainsi une exécution avec plus ou moins de passivité ou d'agressivité sur le marché, selon les besoins du client. Ainsi, la méthode TWAP pourra d'abord débiter par des ordres passifs (ordres limites qui s'ajoutent aux meilleur prix du carnet d'ordres afin d'obtenir la meilleure exécution possible) et terminer par des ordres agressifs (ordres au marché) qui permettent de tout exécuter en temps et en heure (mais à un prix qui n'est pas le meilleur).

Une telle stratégie, s'adaptant à l'évolution du cours, est illustrée par l'exemple suivant :

⁶⁹ Cf. l'édition de décembre 2015 de l'Évaluation des risques du système financier français de la Banque de France

⁷⁰ BRI Markets Committee : « Electronic trading in fixed income markets » rapport du groupe de travail présidé par J. Nagel, janvier 2016.

Ordre de vente EUR/USD en TWAP pour 15 millions EUR



Cet ordre de vente a ici été « découpé » en 26 ordres (points verts) dont le montant unitaire a varié suivant la liquidité à chaque instant. Ici, le programme a d'abord exécuté les ordres de vente unitaires de façon agressive (au niveau ou proche du cours acheteur du marché (courbe bleue)) dès lors que le niveau de marché était stable voire en légère baisse, puis de façon plus passive donc à un cours plus proche du cours vendeur du marché (courbe rouge) afin de bénéficier de la tendance haussière du marché qui est ensuite apparue.

La hausse récente des transactions algorithmiques sur les marchés des changes

- **Un contexte de hausse de la part des transactions électroniques**

La part des transactions électroniques sur les marchés des changes s'est très sensiblement accrue ces dernières années. La dernière enquête triennale de la BRI sur les marchés des changes publiée en 2013⁷¹ indique que la part des transactions électroniques sur le marché des changes s'est accrue passant de 41% en 2010 à plus de 50% en 2013. Également, l'enquête d'Euromoney sur le marché des changes, qui porte sur 2015, confirme cette tendance et montre que les transactions électroniques deviennent prépondérantes, puisqu'elles représentent désormais 53% des volumes traités sur le marché des changes.

- **Une augmentation des transactions algorithmiques dont l'ampleur est toutefois difficilement mesurable**

C'est donc dans ce contexte très évolutif sur le front du *trading* électronique que s'inscrivent les transactions algorithmiques. Cependant, il est difficile de mesurer l'ampleur précise des transactions algorithmiques au sein des transactions électroniques. Aucune statistique officielle et représentative de l'ensemble des marchés des changes n'existe en la matière. Toutefois, les participants de marché s'accordent sur une augmentation de la part des transactions algorithmiques au cours des trois à quatre dernières années, même si les opinions diffèrent sur la rapidité de cette tendance haussière.

L'utilisation du trading algorithmique par les participants de marché

- **Les plateformes d'intermédiation non-bancaires**

Il s'agit d'*Electronic Communication Networks* (ECN) qui mettent en relation les participants de marché mais sans se porter contrepartie. On pourra citer parmi les principaux ECN sur les marchés de changes, notamment Currenex, EBS, FX Connect, Hotspot, Reuters/FxAll, 360T. Certaines de ces plateformes sont régulées par les superviseurs de marché, mais des plateformes non régulées sont aussi présentes.

L'offre par des ECN de leurs propres algorithmes dépend des besoins exprimés par les clients : si certains ECN en proposent, d'autres n'en ont pas développé. Enfin, d'autres encore ont mis en place des mesures pour

71 Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2013. <http://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>

éviter de favoriser ce type de transactions algorithmiques par rapport aux autres types de transactions, comme par exemple l'introduction de période de quelques millièmes de secondes pendant laquelle les ordres sont collectés et mis en attente (*latency floor* de 1 à 3 millièmes de secondes) et sont ensuite envoyés en bloc sur la plate-forme mais dans un ordre aléatoire. Ainsi, il n'y a pas de prime systématique aux ordres algorithmiques, plus rapides, puisque l'ordre qui a été envoyé le plus rapidement n'est pas nécessairement celui qui atteint la plate-forme en premier. De telles mesures ont été prises par des ECN à la demande de certains de leurs clients, notamment des banques commerciales, pour ne pas pénaliser systématiquement le mode de transactions nécessitant une intervention humaine.

- **Les plateformes algorithmiques « mono-banques »**

Les plateformes « mono-banque » sont proposées par des banques commerciales, qui se portent contrepartie de tous les ordres passés sur leur plateforme, même si les ordres sont ensuite découpés en plus petites transactions exécutées sur une myriade de plateformes électroniques, dont les ECNs non bancaires mentionnés ci-dessus. Des exemples de plateformes mono-banque sont Alpha (Société Générale), Autobahn (Deutsche Bank), BARX (Barclays), Velocity (Citigroup).

- **Les principaux utilisateurs d'algorithmes sur les marchés des changes**

S'agissant de la typologie des participants de marché traitant des opérations de change via des algorithmes, les *hedge funds* ont été les précurseurs. Ils ont ainsi développé leurs propres systèmes de *trading* qui exécutent automatiquement des stratégies prédéfinies par programmation.

Puis les grandes banques commerciales ont commencé à utiliser des ordres algorithmiques pour exécuter en interne les ordres de leurs clients qui pouvaient s'apparier (internalisation des flux), le surplus d'ordres n'ayant pas pu être appariés étant exécutés de manière algorithmique. Les banques ont ainsi ouvert leurs algorithmes à leurs clients externes (*corporates, asset managers...*), créant ainsi les plateformes mono-banques. À noter que pour éviter les conflits d'intérêt, les clients externes peuvent spécifier s'ils veulent ou non que leurs ordres rencontrent les ordres internalisés de la banque, ou s'ils préfèrent être exécutés uniquement dans le marché.

Au total, il semble que le développement des transactions algorithmiques sur les marchés de changes ces dernières années n'ait pas été le fait d'une catégorie spécifique de participants de marché, mais que les investisseurs *real money*, les banques commerciales, les *corporates*, les fonds souverains, les *hedge funds* utilisent de manière plus ou moins marquée les algorithmes.

c. Le rôle majeur des politiques monétaires non conventionnelles

Les politiques monétaires post-crise ont soutenu les marchés obligataires et permis un rétablissement de leur fonctionnement. Toutefois, l'environnement de taux proches de zéro, voire négatifs, et les programmes d'achat massifs peuvent générer, après une phase prolongée, des risques de pénurie sur certaines classes d'actifs, des prises de risque plus importantes et donc des réactions brutales en cas de changement d'anticipation ou de perspectives de normalisation des politiques accommodantes. Aussi, les mesures non-conventionnelles de politique monétaire menées par les principales banques centrales, au premier rang desquelles s'inscrivent les programmes d'achats d'actifs, constituent un facteur devenu essentiel dans la détermination du prix des actifs financiers et les anticipations de marché.

Le rapport du CGFS (2016) indique un possible effet de mutation dans le temps des effets des politiques monétaires et des interventions des banques centrales. Si au départ ces politiques soutiennent les marchés primaires et améliorent la liquidité, elles pourraient, après une phase prolongée, contribuer à réduire la liquidité des segments de marchés qui font l'objet de programmes d'achats, provoquer une anticipation de risque de dégradation en phase de normalisation, et encourager le comportement moutonnier des investisseurs. Néanmoins, conscient des enjeux sur la liquidité de marché des conséquences de leurs actions, les banques centrales disposent d'outils pour surveiller de manière étroite et prévenir une détérioration significative des conditions de liquidité du marché comme les entraves à son bon fonctionnement.

Dans ce contexte, les régulateurs continuent également de surveiller la liquidité et d'évaluer les impacts combinés des nouvelles réglementations tout en menant une réflexion sur la standardisation des titres afin d'encourager l'activité sur le marché secondaire. Les récents pics de volatilité mettent également en évidence la nécessité d'évaluer l'impact de la NHF sur les marchés ainsi que l'efficacité des coupe-circuits existants.

Encadré 5 : impact du PSPP sur la liquidité de marché

Les programmes d'achats d'actifs décidés par le Conseil des Gouverneurs de l'Eurosystème s'inscrivent dans le cadre de mobilisation d'outils non-conventionnels de la politique monétaire visant à ramener l'inflation à des niveaux inférieurs mais proches de la cible des 2%. Les effets sur la liquidité de marché de ces programmes, au premier rang desquels le PSPP (*Public Sector Purchase Program*), sont néanmoins difficiles à quantifier, d'une part parce que la prime de liquidité n'est pas une grandeur observable et, d'autre part, parce que d'autres facteurs difficiles à isoler peuvent aussi influencer sur la liquidité (évolution des *business models* des *market makers*, impact NHF ou impacts réglementaires par exemple). Les effets des programmes d'achats sont ambivalents sur la liquidité des marchés. Ils soutiennent la liquidité de marché en permettant une baisse des taux des classes d'actifs achetées. Dans le cadre des obligations souveraines par exemple, cela a permis de réduire les taux d'emprunt des états dits semi-core ou non-core et ainsi tendre à plus d'homogénéité au sein de la classe d'actif (canal du portefeuille). Ceci améliore la liquidité de certaines obligations de la zone euro, d'autant que le PSPP étant présent tous les jours à l'achat sur le marché apporte prédictibilité et liquidité sur le marché secondaire⁷².

Toutefois cette présence peut aussi contraindre certains investisseurs à désertir certaines classes d'actifs, et ainsi, réduire une partie de la demande usuelle (par exemple pour les acteurs qui ne peuvent plus évoluer dans un environnement de taux bas, voire n'ont pas le droit de négocier des opérations à taux négatif). Par ailleurs, une forte demande par les BCN apporte de la liquidité uniquement si l'offre « éligible » suit. L'évolution des volumes de titres nouvellement émis par les grandes institutions, en particulier les Trésors, joue à cet égard un rôle primordial.

Dans le cadre décentralisée de la politique monétaire de l'Eurosystème, les modalités de mise en œuvre des programmes s'attachent à préserver la liquidité des marchés sur lesquels l'Eurosystème intervient, par le biais de plusieurs mesures:

- ✓ Des limites d'emprises par titre. Pour le PSPP, ces limites ont été initialement définies à 25% puis rehaussées pour la plupart des titres en septembre dernier à 33%.
- ✓ Des facilités de prêts de titres opérées par chaque BCN et la BCE. Ces dispositifs ne se substituent pas aux marchés privés du repo mais visent à éviter des phénomènes de pénurie de titres en remettant les titres très demandés en circulation.
- ✓ Le concept de « *market neutrality* » : Les achats sont modulés le long de la courbe des taux, de manière à éviter de peser de manière trop prononcée sur certains segments particulièrement sollicités. De façon ponctuelle, les BCNs évitent aussi, dans la mesure du possible, les achats de titres qui deviendraient particulièrement recherchés (« spécifiques ») sur le marché du repo.
- ✓ Enfin, les pratiques usuelles en matière de mise en concurrence et de *best execution* participent d'un fonctionnement équilibré du marché.

Empiriquement, les indicateurs classiques de liquidité ne montrent pas de détérioration de la liquidité sur les marchés obligataires même après l'augmentation de la cible des achats dans le cadre du PSPP, portée de 60 mds EUR à 80 mds EUR par mois depuis avril 2016.

⁷² Cela est particulièrement visible lors des dernières semaines avec des émissions obligataires à 50 ans de la France, de la Belgique et de l'Espagne (maturité pourtant en dehors du périmètre du programme d'achat).