ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

JUIN 2020

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

SOMMAIRE

VUE D'ENSEMBLE 4

1. UNE CRISE ÉCONOMIQUE EXCEPTIONNELLE, UNE RÉPONSE D'UNE AMPLEUR INÉDITE 9

1.1 De la pandémie à la récession mondiale 9

1.2 L'action des autorités publiques pour préserver l'économie réelle 16

2. DES VULNÉRABILITÉS PRÉEXISTANTES 28

2.1 Le choc exacerbe les préoccupations sur la soutenabilité de l'endettement privé et public 28

2.2 La résilience limitée du financement de marché 36

3. DES RISQUES À COURT TERME 38

3.1 Les risques associés à la lenteur de la reprise 38

3.2 Une amplification des difficultés induites par des phénomènes procycliques 41

4. DES ENJEUX DE MOYEN TERME 47

4.1 Enjeux de coopération internationale et d'égalité de traitement règlementaire pour le secteur financier 47

4.2 Définir une réponse européenne à la hauteur des enjeux 47

4.3 Des enjeux environnementaux accrus 49

Vue d'ensemble

Les réponses d'urgence face à une crise économique sans précédent

Instruites de l'expérience de la crise de 2008, les autorités publiques ont rapidement déployé un vaste arsenal de mesures budgétaires, monétaires et prudentielles pour endiguer les effets du choc économique induit par la pandémie de la Covid-19 et les mesures de confinement associées. Ce choc, dont l'ampleur excède toutes les récessions intervenues depuis la Seconde Guerre mondiale, affecte, en France comme ailleurs, à la fois :

- L'offre de biens et services, en lien avec le ralentissement d'activité imposé à nombre d'entreprises par les mesures de prophylaxie qui a été à l'origine d'un choc de trésorerie inédit et de la perturbation des chaînes d'approvisionnement ; et
- La demande, avec un repli marqué de la consommation à très court terme et les conséquences à moyen terme du choc sur le revenu des ménages.

Dans les économies émergentes, la chute de la demande externe, en particulier celle des matières premières qu'elles exportent, se double d'importantes sorties de capitaux.

Une forte correction boursière est intervenue en février-mars du fait de l'ampleur du choc, reflétant la forte incertitude sur les perspectives de croissance et de profits. L'arrêt brutal de l'activité s'est traduit par une demande de liquidité élevée qui a conduit les entreprises à renégocier à la hausse et à utiliser leurs lignes de crédit, et certains intermédiaires financiers à vendre des actifs financiers les plus liquides. Les conditions d'émission de dettes sur les marchés primaires ont été tendues pendant quelques semaines, mais depuis cet épisode, l'action des banques centrales pour injecter des liquidités a permis un fonctionnement des marchés financiers globalement satisfaisant malgré une forte volatilité et une hausse des spreads de crédit.

Les gouvernements ont mis en œuvre des mesures d'urgence qui ont visé prioritairement à protéger la trésorerie des entreprises et les revenus des ménages mais aussi à faciliter l'accès au crédit bancaire, via l'octroi de garanties publiques, afin de préserver le potentiel de production et d'assurer les conditions d'un redémarrage rapide de l'économie à l'issue de la crise sanitaire.

En zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a adopté un nouveau programme d'achats de titres publics et privés visant à maintenir des conditions de financement favorables dans l'ensemble de la zone euro, nécessaires à l'atteinte de son objectif d'inflation et afin d'assurer la bonne transmission de la politique monétaire dans tous les pays de la zone euro. Ce nouveau programme d'achats de titres a permis de réduire les tensions sur les marchés de capitaux et notamment sur celui de la dette des entreprises. En complément, les programmes d'injection de liquidités et l'assouplissement des conditions de refinancement des banques commerciales auprès de l'Eurosystème ont permis le maintien de leur capacité de prêt à l'économie réelle, déterminant dans le contexte de la crise actuelle.

En matière prudentielle, les autorités ont décidé de permettre aux banques d'utiliser les coussins de capital et de liquidité disponibles pour absorber le choc en leur donnant la capacité de prêter davantage à l'économie : les coussins contracycliques ont été relâchés par les autorités nationales tandis que la BCE, agissant comme superviseur unique du secteur bancaire au sein de la zone euro, a autorisé les banques à opérer temporairement en deçà du niveau global de fonds propres réglementaires requis (recommandations au titre du pilier 2, coussin de conservation des fonds propres) et à utiliser les réserves d'actifs liquides pour répondre de façon réactive aux besoins de financement de l'économie réelle. Par ailleurs, le régulateur bancaire européen a adopté des mesures transitoires relatives au traitement comptable et prudentiel des créances restructurées dans le cadre de moratoires, qui ont été mis en place par les banques pour alléger transitoirement les charges financières de leurs débiteurs.

Les risques pour le système financier français

Ce début de crise témoigne de la solidité de l'intermédiation financière en France, résultat des réformes engagées dans le cadre international depuis 2009 et dans le contexte européen à la suite de la crise de la zone euro. Les banques françaises abordent la récession économique dans une situation financière (niveau des fonds propres, situation de liquidité) nettement plus robuste qu'en 2007-2008, au moment de la crise financière. Cette solidité leur a permis jusqu'à présent de faire face efficacement au besoin de financement supplémentaire de l'économie et leur confère une forte capacité d'absorption de la montée des risques, en particulier de crédit.

La crise exacerbe cependant des risques déjà identifiés en lien avec la hausse tendancielle de l'endettement privé (ménages et entreprises) en France ou certaines fragilités dans les financements de marché et la gestion d'actifs.

Les entreprises, confrontées à une forte tension sur leur trésorerie, sont pour beaucoup d'entre elles contraintes de solliciter un endettement supplémentaire. Les mesures prises par le gouvernement français et d'autres gouvernements européens – notamment les prêts garantis par l'État - ont permis de répondre rapidement à ces besoins de financement. L'ampleur de ce choc de liquidité reste incertaine et sa résorption conditionnée par le rythme de la reprise de l'activité économique. L'augmentation de l'endettement des entreprises est susceptible de dégrader la solvabilité de nombre d'entre elles, ce risque étant accentué dans le cas d'une reprise atone et d'une dégradation de leurs notes de crédit. Une hausse marquée des défaillances d'entreprises pourrait à son tour induire une augmentation des créances douteuses au bilan des banques, freinant la dynamique du crédit, nécessaire à la reprise économique.

À ce stade la solvabilité des ménages français demeure largement intacte compte tenu des mesures de soutien public. En revanche, une augmentation importante du chômage est susceptible d'accroître le poids du remboursement des crédits, ce qui se traduirait par un risque de crédit accru et/ou un moindre dynamisme de la consommation.

Parallèlement, l'ampleur des stabilisateurs automatiques budgétaires et la mise en œuvre massive de mesures de soutien public conduisent à une forte hausse des dettes publiques en France comme dans l'ensemble des pays de l'Union européenne.

Au-delà des mesures d'urgence indispensables, la préservation de la solvabilité des entreprises viables est prioritaire pour favoriser la reprise. Plus globalement, la maîtrise de l'endettement des entreprises, des ménages, comme des finances publiques, constituera un objectif déterminant, aussi bien au plan macroéconomique que pour la stabilité financière.

Enfin, le stress de liquidité sur les marchés financiers et la remontée du risque de crédit ont mis en lumière des tensions entre les comportements individuellement justifiés et leurs conséquences collectivement sous-optimales : par exemple, certains investisseurs ou fonds de gestion – en renforçant leur position de liquidité par prudence – ont pu être amenés à augmenter les problèmes au niveau global, créant des tensions de liquidité pour d'autres parties prenantes, notamment les entreprises non financières. L'absence d'une approche macroprudentielle pour les fonds d'investissement, qui contribuent pour une large part au financement désintermédié de l'économie réelle, comme la fragilité de la finance à effet de levier constituent également deux points d'attention pour les autorités françaises.

À plus long terme, les risques associés à une prise en compte insuffisante des grandes transitions structurelles en cours augmentent. Le recours massif au télétravail ou aux prestations de service à distance laisse présager une accélération de la transformation digitale de l'ensemble de l'économie et en particulier du secteur financier, qui nécessitera des investissements importants afin d'améliorer la rentabilité de ses modèles d'affaire. Les établissements financiers, qu'il s'agisse des banques ou des assurances, devront également renforcer leur mobilisation afin d'inciter l'ensemble des acteurs à basculer vers une économie à bas carbone. Le plan de relance européen actuellement en discussion sera certainement appelé à jouer un rôle crucial de soutien à la transition énergétique.

Face à chacun de ces risques, les autorités françaises en charge de la stabilité financière se tiennent prêtes, qu'il s'agisse de réagir face à des développements défavorables ou de chercher à atténuer les risques ex ante.

Matrice des risques du système financier à Juin 2020

1. Risques liés à l'endettement

L'endettement des sociétés non financières a progressé très rapidement alors qu'elles faisaient face à un choc de trésorerie de très grande ampleur. Elles sont exposées à une risque de solvabilité accru en lien avec la détérioration du contexte économique.
Dans un effet de second tour, la dégradation de la qualité des actifs pourrait peser sur la rentabilité des banques et des investisseurs institutionnels.
Dans le contexte d'un fort ralentissement de l'activité, les stabilisateurs automatiques ainsi que les mesures de soutien budgétaire ont aggravé le déficit public et contribuent à une hausse rapide de la dette publique, très au-delà des engagements pris dans le cadre du Pacte de stabilité européen, lequel a été suspendu.
Compte tenu du niveau de l'endettement des ménages, leur charge de remboursement restera élevée. En cas de hausse importante du chômage, les ménages pourraient voir leur solvabilité se détériorer.

2. Risques de marché

Après une correction et de très fortes tensions de marché, en particulier sur la liquidité et les marchés de dette à court terme, les interventions publiques, dont celles des banques centrales et la perception d'une amélioration de la crise sanitaire avec une sortie progressive du confinement ont favorisé un rebond de grande ampleur et très rapide des cours.
La baisse marquée des bénéfices attendue pour l'année 2020 et l'incertitude sur la vigueur de la reprise économique ne permettent pas d'exclure une nouvelle correction sur les marchés actions tandis que les marchés obligataires (crédit) pourraient à nouveau se tendre suite à une hausse marquée des dégradations de notation et/ou une augmentation des défauts. De tels épisodes seraient probablement accompagnés d'un rebond de la volatilité voire d'un nouveau choc de liquidité.

3. Risques de taux d'intérêt durablement bas pour les institutions financières

L'environnement désormais généralisé de taux d'intérêt durablement bas, s'il bénéficie aux emprunteurs, va continuer de peser sur :

- la profitabilité future des banques, dont la rentabilité de l'activité de crédit pâtît de l'aplatissement de la courbe des taux ; dans l'immédiat, les conditions de refinancement auprès de l'Eurosystème (à taux négatifs pouvant atteindre -1%), conjuguées au mécanisme de tiering de taux, devraient atténuer les effets des taux bas sur leurs marges ;
- les assureurs-vie voient leur contraintes de gestion actif-passif se renforcer alors que le rendement de leurs portefeuilles d'actifs poursuit son érosion progressive

4. Risques liés aux changements structurels

La crise accélère les besoins de transition en termes de digitalisation, ce qui invite les acteurs traditionnels à faire évoluer leur offre et leur mode de fonctionnement, dans un climat de compétition très soutenu. La prise en compte des enjeux climatiques, pour bien accompagner la transition vers une économie bas carbone, apparaît de plus en plus urgente.
Le risque d'une fragilisation du secteur financier liée à une réponse insuffisante ou inadéquate à ces défis structurels persiste.

Risque systémique **Risque élevé** **Risque modéré**

*La **couleur** représente le niveau du risque à « dire d'expert » reflétant sa probabilité de matérialisation et son impact systémique potentiel. La flèche indique l'évolution du risque au cours des six prochains mois*

Les mesures visant à limiter les risques et à garantir le bon fonctionnement du secteur financier français au service de l'économie

Confrontées à une crise économique d'ampleur sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, les autorités budgétaires, monétaires et prudentielles ont été conduites à prendre des mesures exceptionnelles pour répondre aux enjeux auxquels l'économie et le secteur financier doivent faire face. Ceux-ci concernent en priorité la pérennité du financement de l'économie, l'accompagnement de la reprise et l'essor d'une économie plus verte et plus digitale.

1. La réponse à la crise économique provoquée par la pandémie

Sur le plan prudentiel :

- Face à la brusque augmentation du besoin de financement des entreprises, conséquence de la baisse brutale d'activité résultant de l'application des mesures sanitaires, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), a pris **la décision le 1er avril 2020 de ramener à 0% le taux du coussin contracyclique**[1] des fonds propres des banques. Ce montant rapporte une décision du HCSF de 2019[2] qui portait initialement ce taux de 0,25 à 0,5% au 2 avril 2020. L'objectif est de conférer aux établissements de crédit les marges de manœuvre en capital suffisantes pour leur permettre de répondre à la hausse de la demande de crédit émanant des entreprises, confrontées à un choc majeur de liquidité du fait du recul d'activité.
- Les décisions ou recommandations précédemment adoptées restent en vigueur :
  - **La décision de mai 2018**[3] **relative à la limite d'exposition des banques aux entreprises les plus endettées** prévoit que les établissements systémiques doivent maintenir leurs expositions à une même contrepartie fortement endettée sous les 5% de leurs fonds propres. Cette décision entend prévenir le risque associé à certaines sociétés non financières plus fragiles financièrement, risque accru par le contexte de récession et de montée de l'endettement de court terme des entreprises, conséquence du choc de liquidité.
  - **La recommandation de décembre 2019**[4] **relative aux conditions d'octroi du crédit immobilier aux ménages** qui rappelle les bonnes pratiques de place (taux d'effort à l'octroi maximal de 33 %, durée de crédit n'excédant pas 25 ans, avec un encadrement des exceptions). L'environnement actuel qui se traduit par un choc sur le revenu des ménages et devrait s'accompagner d'une hausse du chômage à court et moyen terme justifie d'autant plus le respect de ces bonnes pratiques, alors que la solvabilité de certains ménages emprunteurs est susceptible d'être affectée.

Sur le plan monétaire :

- L'Eurosystème (SEBC) a répondu sans délai **en élargissant massivement ses apports de liquidité** (LTRO et TLTRO) **et ses programmes d'achat de titres** publics et privés permettant une normalisation rapide des conditions de fonctionnement des marchés de dette. Le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) a ainsi été porté en deux temps à 1350 milliards d'euros, montant qui pourrait être encore accru en cas de nécessité. Ce plan, combiné aux octrois massifs de liquidité par les banques centrales, a permis la réouverture du marché obligataire en zone euro qui s'était temporairement fermé aux émissions de sociétés en mars ainsi qu'une compression significative des primes de risque pour les émetteurs souverains comme pour les émetteurs privés (entreprises et établissements financiers).
  - **La BCE a étendu son programme d'achat aux titres de maturité inférieure à un an**, incluant ainsi le papier commercial émis par les entreprises, les collectivités publiques ou les établissements financiers. Ce marché qui s'était temporairement asséché dès la fin février a rouvert avec un encours désormais supérieur à celui constaté avant la pandémie.

1 Décision n°D-HCSF-2020-2 du 1er avril 2020 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique
2 Décision n°D-HCSF-2019-2 du 2 avril 2019 relative au taux du coussin de fonds propres contracyclique
3 Décision n°D-HCSF-2018-2 du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques
4 Recommandation N° R-HCSF-2019-1 relative aux évolutions du marché immobilier résidentiel en France en matière d'octroi de crédit

Sur le plan budgétaire :

Les mesures compensatrices de revenu d'activité (chômage partiel, aides financières aux travailleurs indépendants) comme **les annulations et reports de charges** incombant aux entreprises contribuent à la fois à soutenir la demande finale des ménages et à pérenniser les entreprises en réduisant leurs coûts alors que leur activité recule parfois fortement.

La mise en place du prêt garanti par l'État (PGE) - à concurrence de 300 milliards d'euros - permet de sécuriser les concours accordés par les banques aux entreprises. La quotité garantie est portée à 90% dans le cas des PME (contre 70% pour les grandes entreprises). Au 12 juin, 100 milliards d'euros de prêts ont ainsi été accordés, dont 75% au bénéfice des PME et TPE, illustrant à la fois les forts besoins en trésorerie des entreprises et la rapidité d'instruction des dossiers par les organismes prêteurs.

L'annonce par la Commission européenne d'un projet d'un **plan de relance *Next Generation EU* financé en partie par une dette commune**, destiné à soutenir des programmes européens et nationaux contribuera à conforter les réponses nationales.

Le secteur financier joue également un rôle essentiel dans le soutien à l'économie et a pris à ce titre des mesures exceptionnelles. Les banques se sont engagées à mettre en place un moratoire pour les crédits des professionnels qui porte sur près de 20 milliards d'encours. Les assureurs ont pour leur part décidé d'abonder à hauteur de 200 millions d'euros un fonds de solidarité dédié aux TPE et aux indépendants. Au travers de la **médiation du crédit**, la Banque de France s'emploie à maintenir le dialogue entre banques et entreprises et à trouver des solutions équitables pour les deux parties.

2. Les enjeux structurels du système financier français

A ces éléments de réponse à l'urgence de la crise économique, d'autres enjeux structurels relatifs au secteur financier s'ajoutent :

La généralisation d'un environnement de taux bas prolongé dont l'incidence est défavorable à la profitabilité des intermédiaires financiers, assurances et banques. Le HCSF rappelle la nécessité pour les organismes d'assurance d'ajuster les taux servis aux conditions actuelles de marché actuelles et à poursuivre la diversification des produits qu'ils distribuent auprès de leur clientèle. Il attire également l'attention des établissements de crédit sur l'importance d'une tarification du crédit immobilier qui assure une couverture appropriée des coûts et des risques.

En matière de risque opérationnels, la crise sanitaire a conduit à une bascule massive et réussie des activités financières vers le télétravail et la prestation de services à distance. Dans ce contexte particulier, dont certains effets seront durables, les autorités rappellent l'importance des politiques de prévention contre les risques opérationnels et notamment contre les cyber-risques, dont la probabilité d'occurrence est appelée à croître. La poursuite des investissements en matière de digitalisation du secteur financier doit en effet accompagner la demande de la clientèle et contribuer à favoriser une meilleure maîtrise des coûts de gestion, gage de redressement de la profitabilité des banques et des assurances.

Enfin, s'agissant de l'adaptation du système financier au changement climatique, dont la crise sanitaire actuelle rappelle l'urgence, la Banque de France et l'ACPR se sont engagées dans une démarche d'accélération des transformations nécessaires et de renforcement de la maîtrise des risques. La mise en œuvre d'un exercice climatique en 2020 par les banques et les assurances françaises vise à s'assurer que les institutions financières françaises sont en capacité de mettre en place des modalités de gestion des risques climatiques. La conduite de cet exercice entend mesurer les expositions et les vulnérabilités du secteur financier français aux différents scénarios climatiques développés en collaboration avec l'industrie. Il a vocation à sensibiliser le secteur des banques et des assurances au risque de changement climatique et à ses conséquences financières, en particulier en les incitant à intégrer une vision à plus long terme dans leurs décisions stratégiques.

1. Une crise économique exceptionnelle, une réponse d'une ampleur inédite_

1.1 De la pandémie à la récession mondiale

Une récession mondiale et un scénario de reprise en U avec perte définitive de PIB à horizon 2021

Après avoir ralenti en 2019 dans un contexte d'escalade des tensions commerciales et d'incertitude croissante, l'économie mondiale a été confrontée depuis fin février à une crise sanitaire majeure avec la pandémie du COVID-19 qui a nécessité l'adoption de mesures drastiques d'endiguement.

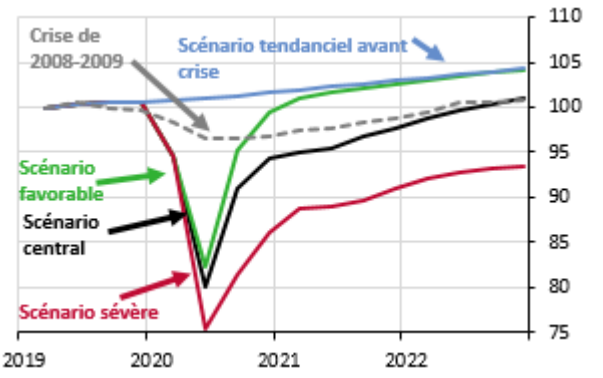
Même si la tendance est au relâchement des mesures de restriction, le dénouement de ces mesures reste, à la date de publication de ce rapport, incertain et constitue un élément clé des projections macroéconomiques. Les prévisions de croissance et d'inflation de la Banque de France font l'hypothèse d'une durée de confinement de 8 semaines, essentiellement au 2ème trimestre 2020 (à l'exception de la Chine et autres pays d'Asie, confinées dès le 1er trimestre). Les conséquences d'une deuxième vague épidémique de grande ampleur ne sont pas intégrées. Ces hypothèses constituent également le cadre des prévisions du FMI (WEO d'avril) et sont proches de celles de la BCE. Le scénario le plus sévère de la BCE fait l'hypothèse d'un prolongement des mesures de distanciation physique jusqu'en 2021 en l'absence d'un vaccin avant cette période[5].

De nombreuses mesures d'urgence, budgétaires, monétaires et prudentielles ont été prises dans plusieurs pays afin d'amortir le choc économique lié à une baisse brutale de l'activité en apportant un soutien aux ménages et aux entreprises et dans l'objectif de favoriser une reprise rapide de l'activité économique à l'issue de la crise sanitaire.

Malgré cela, une reprise rapide de l'activité, généralement appelée « reprise en V », reste incertaine. Une reprise progressive au cours du second semestre 2020, en forme d'aile d'oiseau, est devenue le scénario le plus probable pour la France et l'économie mondiale. La trajectoire de sortie de la crise sanitaire constitue à cet égard un enjeu majeur. L'incertitude liée à l'évolution de la situation sanitaire dans le monde peut en effet entraver durablement l'activité et entraîner une faiblesse prolongée de l'investissement, notamment avec une perte de confiance des acteurs économiques.

Graphique 1.1 : la crise du COVID-19 a un impact d'une ampleur sur l'activité en France

x : axe temporel / y : indice (base 100 :Q4 2019)



Source : Banque de France

Selon les estimations de l'Eurosystème publiées début juin, prenant en compte les mesures de politiques monétaires, budgétaires et prudentielles des principaux pays, le creux de la croissance mondiale devrait être atteint au deuxième trimestre de 2020, ce qui correspond au pic de confinement dans de nombreux pays.

En cumul, le PIB mondial (hors zone euro) devrait se contracter de 4,0% en 2020 et se redresser pour progresser de 6,0% en 2021. La contraction du PIB mondial dépasse de beaucoup celle observée lors de la crise financière de 2008, une caractéristique partagée par la plupart des pays.

Le PIB mondial ne reviendrait à son niveau de fin 2019 que vers le milieu de 2021. La perte estimée de PIB mondial à fin 2020 oscille entre 3 et 4% selon les institutions et les scénarios sanitaires retenus. Selon la BCE, pour la zone euro, cette perte pourrait dépasser 10% en cas de prolongement des mesures de distanciation physique en 2021 (scénario dit sévère).

5 Cf. Communiqué de presse de la BCE en date du 4 juin 2020

Les prévisions de la Banque de France estiment que l'activité économique en France, troisième pays de la zone euro le plus touché par la crise sanitaire, connaîtrait une chute historique en 2020 (avec un recul de plus de 10%), avant de rebondir en 2021 et 2022 pour retrouver son niveau pré-crise vers la fin 2022, dans le scénario central.

Après ce choc massif, le rattrapage serait étalé dans le temps. Les taux de croissance du PIB projetés en 2021 (7 %) et en 2022 (4 %), bien qu'élevés, permettraient de retrouver le niveau d'activité de fin 2019 vers la fin 2022 seulement. En 2020, la consommation privée baisserait dans des proportions légèrement inférieures à celles du PIB, tandis que les chutes de l'investissement privé et des exportations seraient nettement plus marquées.

Les ménages subiraient en 2020 une baisse de leur pouvoir d'achat limitée, grâce à l'ampleur des amortisseurs budgétaires. Leur taux d'épargne bondirait à 22% en 2020 avant de se replier en 2021 et 2022. Ce surcroît d'épargne « forcée » de plus de 100 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année 2020, pourrait n'être que partiellement consommé dans les trimestres à venir, en fonction de l'évolution de la menace épidémique, ainsi que de l'évolution du chômage. Ce dernier continuerait à augmenter jusqu'au début de 2021, avant de commencer à rebaisser. Pour les ménages, la hausse du chômage sera le principal facteur susceptible d'influer sur la consommation comme sur leur solvabilité, et partant sur la qualité du risque de crédit essentiellement immobilier auquel les banques sont exposées. Pénalisé par l'arrêt de la construction, l'investissement des ménages chuterait brutalement en 2020, avant de se redresser progressivement en 2021 et 2022.

Du côté des entreprises, la chute de l'activité serait accompagnée d'une chute marquée de l'investissement en 2020 avant une reprise nette en 2021 et 2022. Conjuguée à l'augmentation de l'endettement, l'ampleur de la contraction d'activité constitue un risque majeur pour la solvabilité des entreprises : si le choc de liquidité semble devoir être absorbé par des mesures de soutien budgétaire et les prêts bancaires garantis par l'État, la plus ou moins grande vivacité de la reprise aura une incidence déterminante sur le niveau des défaillances d'entreprise.

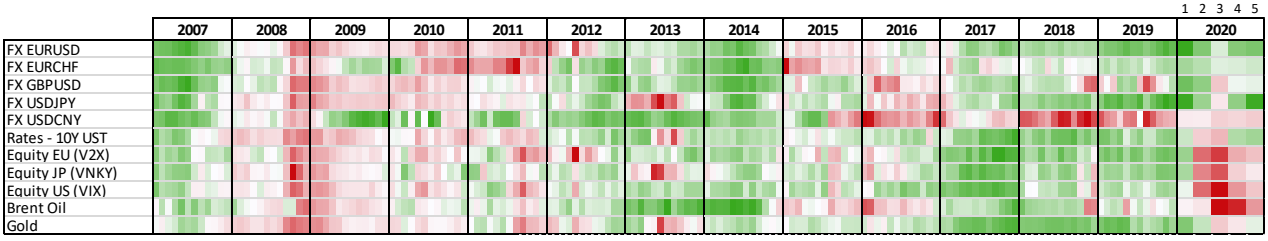
Un impact majeur sur les pays en voie de développement

La contraction de l'activité induite par la pandémie et par les mesures sanitaires produit un double choc économique et financier sur les pays en voie de développement : chute de la demande mondiale notamment au travers de la baisse des prix de matières premières, sorties de capitaux engendrant une baisse du cours des devises et une ponction sur les réserves de changes. Le risque de crise de balance des paiements pour les pays les plus fragiles s'accroît fortement nécessitant une action des bailleurs publics étrangers (institutions internationales et pays prêteurs). Cela a notamment justifié la décision des pays du G20 de suspendre le service de la dette des pays les plus pauvres, pour l'année 2020, mesure nécessaire mais insuffisante pour alléger la contrainte financière de ces pays et prévenir de possibles défauts souverains. Le FMI a reçu des demandes de financement d'urgence de plus de 100 pays membres et s'apprête à débourser 100 milliards de dollars pour aider ces pays à traverser la crise actuelle.

L'évaluation de la situation par les marchés financiers : correction sévère suivie d'un regain de confiance consécutif aux mesures de politique économique mises en œuvre

Graphique 1.2 : Évolution de la volatilité

x : axe temporel / y : z-score



Sources: Bloomberg, calculs Banque de France

Note de lecture : z-score calculé sur la volatilité. En vert les périodes de faible volatilité, en rouge les périodes de forte volatilité.

L'anticipation des incidences économiques de la pandémie à l'échelle mondiale a provoqué une correction brutale des prix d'actifs à parti de la fin février 2020. Cette réévaluation des prix d'actifs a été la résultante de deux phénomènes concomitants. D'une part, la révision à la baisse des prévisions de croissance économique et de profit des entreprises a eu un impact immédiat et majeur sur les marchés boursiers, les cours des actions s'inscrivant en forte baisse et les rendements obligataires des entreprises (financières et non financières) en forte hausse. La volatilité implicite des principaux indices boursiers et des autres instruments financiers a ainsi fortement augmenté. D'autre part, les besoins de liquidité engendrés par la baisse des cash-flows des entreprises comme la demande de liquidité de certains investisseurs ont suscité des ventes d'actifs considérés comme défensifs (obligations souveraines, or…) pour obtenir rapidement des liquidités.

Ces besoins de liquidité ont été amplifiés par les besoins de collatéralisation des positions financières (compensées ou non par les chambres de compensation) liés à l'augmentation de la volatilité, pour les différents intervenants financiers, que ce soit les banques ou leurs clients. Ce double mouvement – assez inédit - de ventes sur les actifs risqués et les actifs non-risqués a été suscité par une recherche de liquidités émanant des entreprises et des investisseurs, désireux de renforcer leur trésorerie immédiatement disponible en se dégageant des fonds monétaires ou des fonds obligataires qu'ils détenaient. Les fonds d'investissement ont eux-mêmes dû faire face à des demandes de retrait élevés, ce qui les a conduits à céder leurs actifs les plus liquides. Enfin, dans les chambres de compensation, le pic de volatilité et le gonflement des volumes de transactions observé à la mi-mars ont provoqué une forte hausse des appels de marge, créant des besoins de liquidité accrus pour les intervenants.

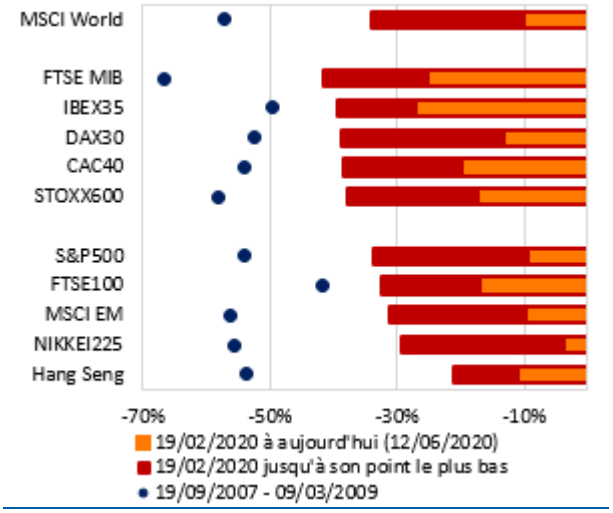
Les indices de volatilité des principales classes d'actifs ont ainsi brutalement remonté dès février, avec un effet plus marqué sur les actions et les matières première (or et pétrole) que sur les devises ou les taux souverains.

Avec l'éclatement de la crise sanitaire, les marchés boursiers de la zone euro ont fortement corrigé : l'indice des actions européennes Stoxx600 et le Cac40 français ont perdu près de 40% entre le 19 février et le 18 mars. Les marchés boursiers mondiaux ont subi des pertes comparables : le S&P500 a chuté de 34%, tandis que les actions des marchés émergents ont baissé de 31%.

À la suite des mesures de soutien des autorités publiques et notamment des annonces des banques centrales, les marchés ont rebondi nettement (graphique 1.3). Au 12 juin, l'indice actions européennes Stoxx600 se situait 17 % en dessous de sa valeur d'avant la crise, soit un rebond de 33%. Le S&P500 affichait une reprise encore plus prononcée de 37%. Il ne se situait plus au 12 juin que 10 % en deçà de son niveau record d'avant crise, et à un niveau équivalent à celui de novembre 2019.

Graphique 1.3 : la crise du COVID-19 a un impact d'une rare ampleur sur les marchés actions

x : Rendement total / y : Indices actions



Sources: Bloomberg, calculs Banque de France
Dernière valeur : 12/06/2020

Malgré les incertitudes encore persistantes début juin sur les résultats des entreprises pour l'exercice 2020, l'ensemble des marchés actions a donc regagné du terrain (à hauteur de 36% depuis le point bas) effaçant la majeure partie de la baisse constatée en mars. En effet, les marchés semblent avoir davantage réagi aux mesures de soutien à l'économie qu'aux incidences de la récession sur l'activité et les résultats futurs des entreprises. Une nouvelle phase de baisse ne peut être exclue, suscitée par un possible regain de la pandémie ou des révisions massives à la baisse des bénéfices des entreprises en 2020.

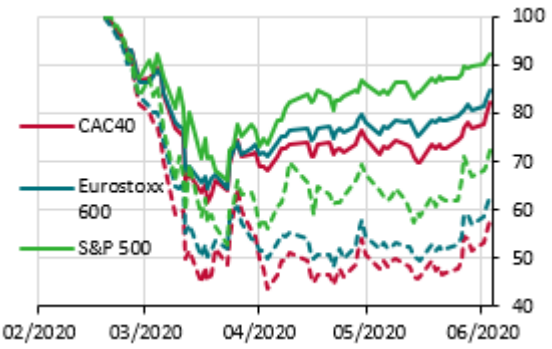
Certains secteurs ont enregistré une baisse plus marquée des cours de leurs actions comme le secteur de l'énergie en lien avec l'effondrement des prix pétroliers, mais également les secteurs du tourisme et du transport ou ceux de la consommation discrétionnaire, touchés par les mesures sanitaires et l'effondrement de la consommation.

En revanche, le secteur de la technologie et celui de la santé affichent une performance positive depuis le début de l'année, conséquence de l'essor des services numériques et de la hausse des dépenses de santé.

S'agissant des valeurs financières (banque et assurance), elles ont plus fortement corrigé que la moyenne du marché en raison du repli des taux d'intérêt et des inquiétudes des investisseurs concernant la hausse des risques financiers (Graphique 1.4). Ce phénomène de sous-performance des valeurs financières est habituel en cas de choc négatif sur l'activité économique.

Graphique 1.4 : Le secteur bancaire sous-performe les autres secteurs

x : axe temporel / y : indice



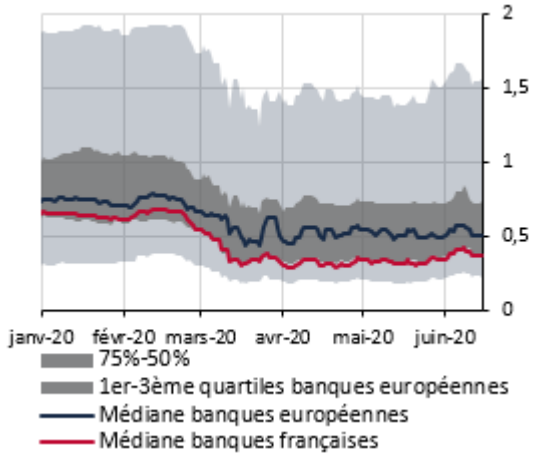
Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
Note : en trait plain les indices principaux, en pointillés les indices bancaires des différentes zones géographiques.
Base 100 : 19/02/2020 Dernier point : 01/06/2020

En dépit des résultats solides des banques pour l'exercice 2019[6], la performance boursière récente du secteur bancaire a également mis en exergue certaines faiblesses rémanentes des banques françaises et européennes : i) une rentabilité dégradée dans un contexte de taux d'intérêt faibles pesant sur la marge nette d'intérêt, ii) une difficulté à améliorer significativement le coefficient d'exploitation par la maîtrise des frais de gestion, voire iii) des interrogations sur le futur modèle d'activité de ces acteurs, en lien notamment avec la digitalisation du secteur.

Les banques françaises, compte tenu d'un coefficient d'exploitation élevé imputable notamment à l'existence d'un dense réseau d'agences, souffrent de ratios de valorisation boursière structurellement inférieurs à ceux des banques européennes, soulignant la mauvaise perception de leur profitabilité future par les marchés financiers. Ainsi le ratio capitalisation boursière sur actif net (Price-to-Book Ratio – Graphique 1.5) médian des banques françaises, rapportant leur valeur de marché à leur valeur comptable, se situait à un niveau inférieur à celui des banques européennes début 2020 (0,66 contre 0,74). Ceci est à rapprocher du ratio cours/bénéfices des banques américaines nettement supérieur à celui des banques françaises et européennes (22 contre 16 pour l'exercice 2020)[7]. La crise liée au Covid-19 a entraîné une baisse marquée du ratio capitalisation boursière sur actif net pour l'ensemble des différentes banques. Mais elle a également accentué l'écart entre banques françaises et européennes, témoignant d'anticipations défavorables des investisseurs vis-à-vis de la rentabilité des banques françaises. Cela justifie la triple action menée par les banques françaises destinée à maîtriser les coûts de gestion, développer de nouveaux revenus indépendants des marges d'intérêt et accélérer l'innovation digitale.

Graphique 1.5 : Comparaison des ratio capitalisation boursière sur total de bilan (Price-to-Book) entre banques françaises et banques européennes

x : axe temporel / y : ratio capitalisation boursière sur total bilan (Price-to-Book)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

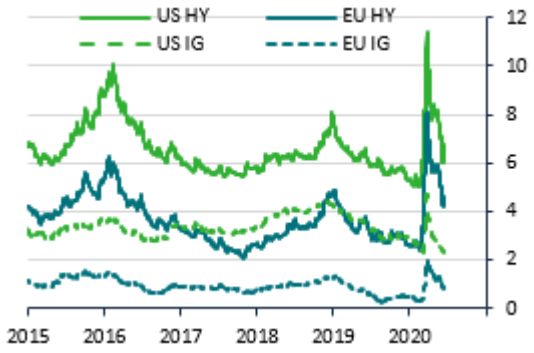
6 Vor Analyse & Synthèse sur la situation des banques françaises en 2019, https://acpr.banque-france.fr/liste-chronologique/analyses-et-syntheses.
7 Source : Bloomberg (Indice des banques du SP500 contre indice des banques de l'Eurostoxx 600)

Une fermeture temporaire des marchés primaires et un fonctionnement par moment dégradé des marchés secondaires qui a impacté les sociétés non financières emprunteuses

La propagation du virus a suscité une réappréciation brutale des risques relatifs aux entreprises non financières. Concomitamment à la chute des cours des actions, une hausse importante des primes de risque (spreads) obligataires a été observée, ainsi qu'une fermeture temporaire des marchés primaires obligataires.

Graphique 1.6 : Les rendements de crédits High Yield ont augmenté brusquement…

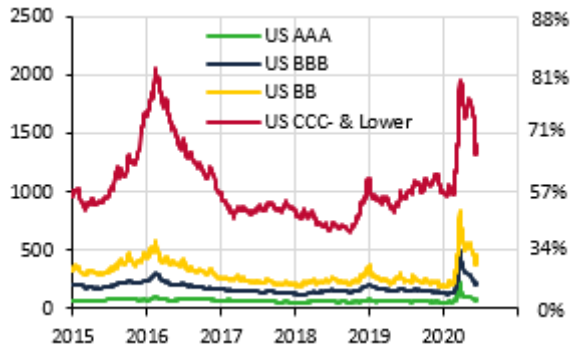
x : axe temporel / y : rendement en %



Sources : Federal Reserve Bank of St. Louis, calculs Banque de France
Notes : indices ICE BofA US High Yield Index et ICE BofA Euro High Yield Index.
Dernier point : 4 juin 2020

Graphique 1.7 : … notamment pour les actifs crédits risqués notés BB et CCC

x : axe temporel / y[gauche] : spread en point de base / y[droite] : probabilité de défaut implicite à horizon 5 ans



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France
Notes : indices ICE BofA pour les entreprises aux États-Unis de notations Investment Grade (AAA et BBB) et High Yield (BB et CCC ou moins).
Dernier point : 4 juin 2020

Les rendements obligataires en euros se sont inscrits en forte hausse passant de 0,3 % à mi-février 2020 à 2,0 % à fin mars 2020 pour les obligations de catégorie *Investment Grade* (obligations les mieux notées) des sociétés non financières et de 2,5% à 8,2% pour la catégorie *High Yield* (obligations d'entreprises les moins bien notées). Les titres du secteur de l'énergie, du secteur financier et du secteur de la consommation ont été les plus pénalisés pendant la phase d'écartement des spreads.

Les spreads de crédit *High Yield* ont fortement augmenté : les coûts d'emprunt des entreprises européennes *High Yield* ont triplé en moins d'un mois avec le rendement de l'indice des obligations européennes *High Yield* (ICE BofA Euro High Yield) qui a clôturé le 18 mars 2020 à un peu plus de 7,8%, son plus haut niveau depuis 2012 (Graphique 1.6). Les titres américains notés CCC (ou moins) ont même vu leurs primes de risque atteindre 1 828 points de base le 19 mars 2020 (Graphique 1.7).

En Europe, comme aux États-Unis, l'activité sur le marché primaire des obligations s'est fortement contractée : entre le 17 février et le 13 mars, les émissions obligataires des sociétés non financières européennes ont reculé de 80% (6,5 milliards d'euros émis seulement) par rapport à la même période de l'année précédente. Le marché obligataire français s'est tari pendant plusieurs semaines avec seulement trois émissions entre le 5 février et le 20 mars pour un total de 2 milliards d'euros. Le marché européen du *High Yield* est resté gelé pendant près de 6 semaines dès la première moitié de mars.

Encadré 1 : le marché du papier commercial réactivé grâce à l'intervention de la BCE

Les sociétés non financières (SNF) ont également rencontré des difficultés pour se financer sur les marchés à court terme. Les émissions des titres de créances négociables, dont les NEU CP (Negotiable European Commercial Paper) émis sur le marché français, qui s'étaient jusqu'alors maintenues à des niveaux élevés se sont fortement repliées à la mi-mars jusqu'à un gel quasi-total des émissions nouvelles. Les principaux

investisseurs de ces papiers, les fonds monétaires français, qui portent environ 80 % des encours en euros à l'échelle européenne, ont en effet enregistré une décollecte de plus de 58 milliards d'euros entre le 19 février et le 07 mai 2020, avant que le mouvement ne s'atténue. La dynamique s'est même inversée avec une collecte redevenue nettement positive (+ 16 milliards d'euros entre le 20 mai et le 8 juin).

Entre mi-février et début juin, les fonds monétaires français ont ainsi perdu 13% de leurs actifs sous gestion. La moindre capacité d'investissement des fonds monétaires, investisseurs traditionnels sur le marché du papier commercial, a donc tari un bassin naturel de placement pour les émetteurs de papier commercial. Parallèlement, les émissions hebdomadaires sur le marché français des NEU CP ont diminué pour atteindre en moyenne 4,9 milliards d'euros en mars 2020 (versus une moyenne des émissions de mars 2019 de 6,4 milliards d'euros), soit une diminution de 23%, phénomène également observé aux États-Unis.

En réaction au gel du fonctionnement du marché du papier commercial, l'Eurosystème a innové en élargissant son programme d'achat de titres privés aux titres de maturité court terme, notamment aux titres de créance à court terme (moins d'un an) échangés sur le marché du Commercial Paper et émis entre autres par les entreprises non financières à des fins de gestion de trésorerie. Cette intervention a permis de normaliser les conditions de financement de marché de court terme des sociétés non financières puisque dès la troisième semaine après le lancement du programme d'achat, 9 milliards d'euros ont pu être levés par les entreprises, soit un volume comparable à celui du début de l'année, contre 1,8 milliard la semaine précédant l'intervention de l'Eurosystème. Les encours de NEU CP émis par les sociétés non financières atteignaient ainsi au 31 mai 2020 un montant de 74 milliards d'euros, contre 58 milliards fin janvier 2020.

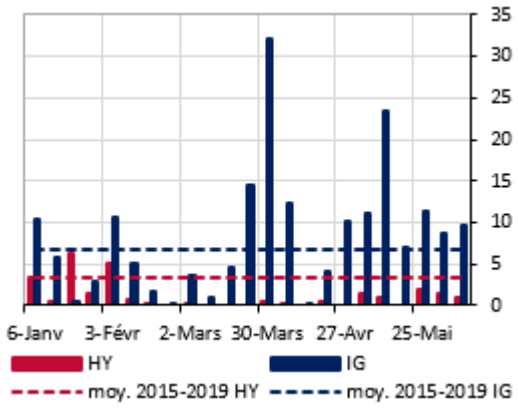
L'action conjuguée des mesures d'assouplissement monétaire et de soutien budgétaire décidées en Europe et aux Etats-Unis a redonné confiance aux investisseurs et favorisé une normalisation des conditions de transactions sur l'ensemble des marchés financiers.

Ainsi le marché obligataire corporate a rouvert rapidement, avec une activité très soutenue au regard des moyennes historiques, tandis que les primes de risque se sont stabilisées à des niveaux bien inférieurs à ceux observés après les pics de la crise en 2008-09 ou de la crise des dettes souveraines en 2011-12.

Alors que durant les six semaines précédentes les émissions de titres de créances par les sociétés non financières en zone euro étaient nettement inférieures à la moyenne 2015-2019, celles-ci ont bondi à 14,3 et puis 32,5 milliards d'euros les deux semaines du 23 et 30 mars, soit plus que sur les onze semaines précédentes cumulées (Graphique 1.8).

Graphique 1.8 : émissions de titres de créance par les SNF en Zone Euro en 2020

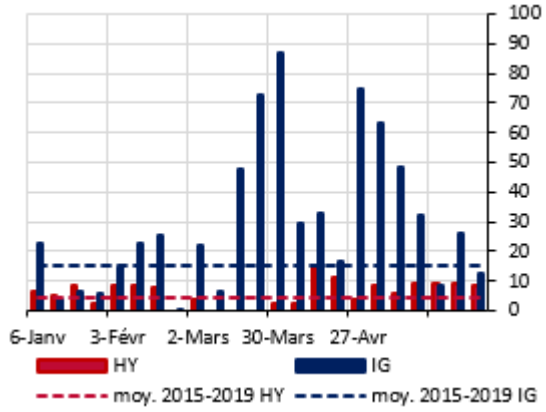
x : semaine / y : en milliards EUR



Sources: Dealogic, calculs Banque de France

Graphique 1.9 : émissions de titres de créance par les SNF américaines en 2020

x : semaine / y : en milliards USD



Sources : Dealogic, calculs Banque de France
Le graphique capture les entreprises non financières américaines qui ont également une société mère non financière.

Les émetteurs de catégorie *Investment Grade* (IG), en commençant par les émetteurs de meilleur qualité puis le segment des émetteurs BBB, ont pu bénéficier dès avril d'une fenêtre d'émission. Les émissions sur le marché primaire ont augmenté jusqu'à 49,5 milliards d'euros en avril sur ce segment *Investment Grade* (Graphique 1.8). Les conditions de rémunération se sont renchéries par rapport au début de l'année en raison de l'augmentation des primes de risque, tout en redevenant plus favorables qu'au pic de la crise de liquidité en mars. L'accès au financement via l'émission de papier commercial s'est également ouvert progressivement : plus de trente milliards d'euros de titres ont été émis sur le marché français du NEU CP par des sociétés non financières depuis le 28 mars (Graphiques 1.8 et 1.9).

En zone euro, la forte hausse des coûts d'emprunt pour les entreprises les moins bien notées (catégorie *High Yield* – HY) a également été enrayée et a permis à certaines entreprises de revenir sur le marché de la dette, mais les taux d'intérêt restaient début juin à des niveaux élevés que les années précédentes. Les coûts d'emprunt des entreprises européennes *High Yield* se sont ainsi stabilisés après avoir triplé en moins d'un mois : 5,8% le 5 mai, contre 8% le 23 mars (le plus haut niveau observé depuis 2012) et 3,6% en moyenne depuis 2015. En avril, seuls 1,1 milliard euro ont été émis, après un mois de mars quasiment vierge de toute émission (avec deux émissions de 60 millions d'euros cumulés uniquement).

Un effet globalement modéré sur les primes de risque souverain à ce stade en mars 2020

La liquidité sur les marchés obligataires souverains de la zone euro s'est détériorée dans un contexte de risque de crédit élevé et d'aversion au risque accrue.

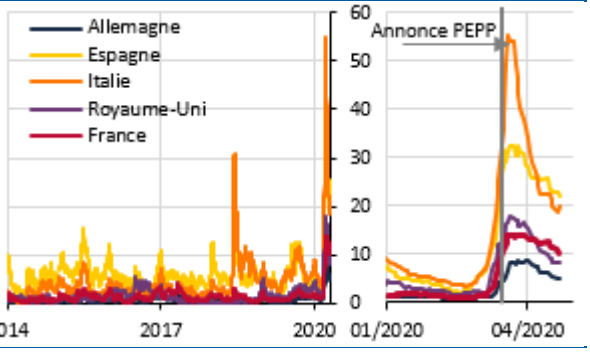
Mesurée à partir de l'écart entre les prix demandés à l'achat et ceux demandés à la vente (*bid-ask* spread, Graphique 1.10), elle a atteint vers le 18 mars son niveau le plus bas des six dernières années.

Parmi les pays de la périphérie de la zone euro, les obligations d'État italiennes ont d'abord connu la plus forte baisse de liquidité, les écarts entre les cours acheteurs et vendeurs (un indicateur des coûts de transaction) ayant significativement augmenté.

Les tensions sur la liquidité se sont atténuées sur le marché des titres souverains à la suite de l'annonce du programme d'achat d'urgence Pandemic Emergency Purchase Programme de la BCE le 18 mars, programme temporaire d'achats de titres privés et publics, dont l'enveloppe initiale de 750 milliards d'euros a été portée à 1 350 milliards d'euros.

Graphique 1.10 : La liquidité sur le marché des obligations souveraines s'est détériorée, en particulier pour les pays périphériques de la zone euro

x : axe temporel / y : indice



Source: Tradeweb (Valeurs de l'indice Tradeweb LCI pour les obligations d'État dans une fourchette d'échéance de 5,5 à 11,5 ans et calculées sur la base des écarts entre les cours acheteur et vendeur)
Note : un indice plus élevé indique une liquidité plus faible.

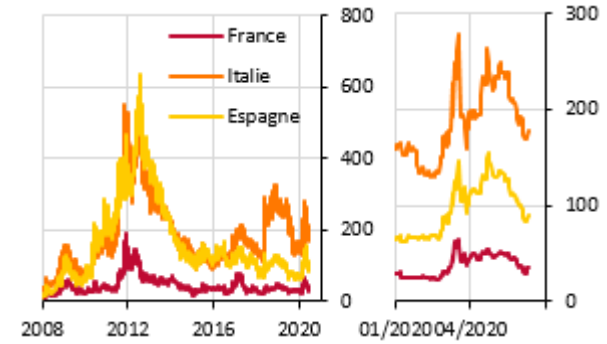
Le PEPP présente, à la différence des programmes précédents d'achat de titres, une forte flexibilité tant dans le rythme de ses achats que pour les différentes classes d'actifs achetés (entre titres privés et titres publics, ou encore au titre des juridictions émettrices (Graphique 1.10).

La hausse de l'aversion pour le risque a provoqué dans un premier temps un net repli du rendement des obligations souveraines allemandes dont le taux d'intérêt à 10 ans est passé de -0.2% au 1er janvier à -0,9% au 9 mars 2020) avant de converger graduellement vers -0.3% début juin.

L'élargissement des écarts de rendements à la maturité 10 ans entre les obligations souveraines allemandes et françaises a été contenu (atteignant un maximum de 64 points de base sur la période) mais l'élargissement a été beaucoup plus significatif pour les rendements souverains italiens et espagnols (respectivement un maximum de 280 et 153 points de base - graphique 1.11).

Graphique 1.11 : Évolution des spread sur les obligations à 10 ans

x : axe temporel / y : points de base

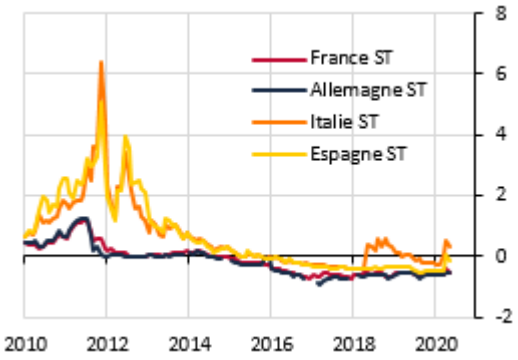


Sources : Bloomberg, Banque de France
Note : Données au 9 juin 2020

Au total, la hausse du coût de financement des souverains de zone euro apparaît contenue à ce stade au regard de la détérioration attendue de leurs finances publiques en 2020 et en comparaison de la crise de 2011-12. Le coût de refinancement et d'émissions de dette court terme (< 1 an) des 4 principales économies de la zone euro a augmenté de près de 30 points de base (graphique 1.12), mais à partir de niveaux historiquement faibles. Il en est de même du coût de refinancement à moyen et long terme dont la remontée a été perceptible mais limitée (graphique 1.13).

Graphique 1.12 : Le coût de la dette court terme à l'émission a enregistré une hausse au mois d'avril 2020

x : axe temporel / y : taux d'intérêt à l'émission



Sources : Agence Nationales d'Émissions, Banque de France
Note : Données au 9 juin 2020

Graphique 1.13: La hausse du coût de la dette CT, MT et LT à l'émission se fait ressentir au niveau de la Zone Euro (Proxy All, Fr, Esp, It)

x : axe temporel / y : taux d'intérêt à l'émission

Sources : Agence Nationales d'Émissions, Banque de France
Note : Données au 9 juin 2020

1.2 L'action des autorités publiques pour préserver l'économie réelle

Une réaction rapide et massive des gouvernements, des banques centrales et des autorités prudentielles

Les mesures mises en œuvre dans les différents pays pour faire face aux conséquences économiques et sociales de la crise liée au COVID-19 ont été assez similaires tant sur le plan des objectifs que des modalités pour y parvenir.

Des mesures budgétaires sans précédent

En Europe : en supplément des gouvernements nationaux, la Commission européenne a agi pour faire face à l'urgence, aidant à la mise en place de nouveaux pare-feux et proposant un plan de relance ambitieux « Next generation EU »

Le 13 mars, la Commission européenne a lancé la *Corona Response Investment Inititiative,* puis le 20 mars, activé la clause dérogatoire du Pacte de stabilité ainsi qu'un cadre temporaire pour les aides d'Etat.

L'Eurogroupe a donné un accord de principe (9 avril) sur trois nouveaux outils de protection et de soutien (i) pour les finances publiques via le Mécanisme européen de stabilité (ouvrant la possibilité d'octroyer des prêts aux Etats membres à hauteur de 2% de leur PIB), (ii) pour les PME via la Banque européenne d'Investissement et un Fonds de garantie paneuropéen et enfin (iii) pour les ménages *via* le programme de soutien au chômage partiel *(SURE : Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). Au total, ces nouveaux dispositifs en place jusqu'en 2020 portent sur un effort cumulé de 540 milliards d'euros.

La Commission a proposé le 27 mai un plan de relance, Next génération EU, pour 750 milliards d'euros couvrant une période jusqu'à fin 2024. La proposition prévoit que la Commission puisse emprunter sur les marchés au nom de l'Union européenne, avec des maturités longues (remboursement de 2028 à 2058) en bénéficiant d'une signature de rang AAA.

Ces deux enveloppes, de 540 et 750 milliards d'euros respectivement, se cumulent avec le cadre financier pluri-annuel de l'UE sur la période 2021-2027, correspondant à une enveloppe globale de 1100 milliards d'euros, soit un total de près de 2400 milliards d'euros.

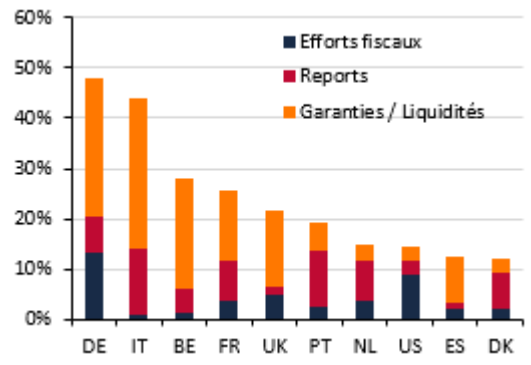
En France : environ 500 milliards d'euros (20 % du PIB) au profit des entreprises et des ménages

Dans la plupart des pays avancés, d'importants plans budgétaires, d'une ampleur sans précédent, ont été mis en place (plus de 10% du PIB aux États-Unis, plus de 20 % du PIB au Royaume-Uni et en France, en comptabilisant les garanties publiques, avec un plafond de 300 milliards d'euros en France). Ces plans sont orientés principalement vers les entreprises non financières afin de couvrir les besoins de financement et la consommation de trésorerie conséquence de la diminution brutale d'activité (reports ou annulations de charges sociales et d'échéances fiscales, moratoires sur les crédits, octroi de garanties d'État sur les nouveaux prêts). Ces mesures ont également permis de préserver les revenus des ménages (soutien et extension du chômage partiel dans l'UE et en France à hauteur de 24 milliards d'euros pour plus de 12 millions de salariés mi-mai, accès élargi à l'assurance-chômage aux États-Unis, aide à la garde d'enfants, aides à destination des familles à bas revenus, soutien aux indépendants).

Des crédits destinés spécifiquement aux TPE ont par ailleurs été débloqués dans plusieurs pays, parmi lesquels la France qui a créé un fonds de solidarité (7 milliards d'euros environ) et pris des mesures ciblées vers les entreprises les plus fragiles et touchées par la crise (suspension de loyer commercial, annulation de charges). Au sein de l'UE, les États ont également accru leurs dépenses dans leurs services hospitaliers et de santé (entre 3 et 10 milliards d'euros selon les pays, 8 milliards d'euros en France).

Graphique 1.14 : Effort budgétaire

x : pays sélectionnés / y : pourcentage du PIB



Source : Institut Bruegel

Plusieurs pays, là où les dispositifs de protection sociale préexistants se sont avérés insuffisants, ont mis en œuvre des soutiens budgétaires directs pour les plus défavorisés, versant des *stimulus checks* directement aux ménages, comme aux États-Unis (300 milliards de dollars), en Corée du Sud (10 milliards d'euros) ou au Japon (80 milliards d'euros).

Si les ordres de grandeur des plans de soutien sont globalement comparables, y compris entre Union européenne et États-Unis, les orientations et moyens de ceux-ci sont restés variables selon les pays, en fonction, notamment, de leurs marges de manœuvre budgétaires. En témoigne par exemple la manière dont l'Allemagne utilise les apports en capital pour aider les entreprises (100 milliards d'euros apportés à un fonds stratégique), outil qui n'a été répliqué par la France qu'à hauteur de 20 milliards d'euros à ce stade.

S'agissant des entreprises, compte tenu de la décision de la Commission européenne d'assouplir les règles strictes régissant les aides d'État, les États membres de l'Union sont désormais autorisés – sous conditions – à aider les entreprises touchées par la crise du coronavirus en entrant à leur capital ou en leur accordant des prêts à taux concessionnel. Dans ce cadre, ces entreprises ne pourront plus verser de dividendes, ni de bonus. Elles seront également interdites de rachats d'actions et d'acquisitions. Cette situation pourra prévaloir pour une durée limitée à sept ans.

Compte tenu du caractère asynchrone des mesures de confinement, tous ces plans ont aussi été adoptés en ordre dispersé, mais au plus près des besoins identifiés dans chaque juridiction.

Mesures de politique monétaire : déploiement massifs d'outils non conventionnels

Les banques centrales ont redéployé les outils non conventionnels de la politique monétaire mobilisés en 2007-2008 et en 2011. Là où les taux directeurs restaient en territoire positif, notamment au Royaume-Uni et aux États-Unis, ils ont été abaissés à des plus bas historiques (0,1% au Royaume-Uni, 0-0,25% aux États-Unis.). Des programmes d'achats nets d'actifs de très grande ampleur ont été relancés (lancement par l'Eurosystème du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) initialement fixé à 750 milliards d'euros le 18 mars puis porté à 1350 milliards le 4 juin (représentant 11% du PIB de la zone euro), *quantitative easing* potentiellement « illimités » pour la Réservé fédérale des États-Unis (Fed) ou la Banque d'Angleterre. S'y ajoutent de nouveaux instruments et un élargissement des mécanismes existants pour corriger des fragilités spécifiques à la crise actuelle : programmes destinés à faciliter le financement des fonds monétaires et l'accès au financement des entreprises sur les marchés primaires et secondaires pour la Fed[8] ; achats de *commercial papers* dans le cadre du PEPP pour la BCE ; apports de liquidités en dollars étendus à des nouvelles contreparties par la Fed. La Réserve fédérale des États-Unis estime son soutien total à l'économie réelle à environ 2,3 trillions de dollars, soit plus de 10% du PIB américain (*Main Street Lending Programme* de 600 milliards de dollars pour les PMEs, *Municipal Liquidity Facility* de 500 milliards d'euros pour les États fédérés, rachats de créances d'environ 1000 milliards de dollars).

Encadré 2 : Les mesures de politique monétaire de la BCE en réponse à la crise suscitée par le COVID-19

Des mesures d'une ampleur exceptionnelle…

- Soutien immédiat et sans limite à la liquidité du système bancaire de la zone euro (LTRO, TLTRO III, appels d'offre en USD à 3 mois) à des taux pouvant atteindre -1 %
- Augmentation des achats APP puis mise en place du PEPP à hauteur de 750 milliards d'euros pour assurer le maintien de conditions de financement favorables à l'économie réelle et éviter une fragmentation des marchés de la zone euro en utilisant toute la flexibilité requise dans le temps, entre classes d'actifs et entre juridictions
- Élargissement de l'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème, notamment pour inclure des titres non Investment Grade.

… qui ont contribué à la stabilisation des marchés financiers et des conditions de financement de l'économie réelle.

- Un environnement de marché marqué par une volatilité certes encore élevée mais en net retrait par rapport au pic historique de mars
- Resserrement des spreads souverains contre Bund et des spreads de crédit EUR sous l'effet des achats massifs de titres publics et privés de l'Eurosystème

8 Mesures mises en œuvre par la Fed en réponse à la crise du COVID-19 : https://www.federalreserve.gov/covid-19.htm

- Redressement progressif des marchés actions

Les mesures annoncées le 4 juin ont amplifié le dispositif pour sécuriser la transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro et éviter un ancrage de l'inflation à de trop bas niveaux

- Hausse de l'enveloppe du PEPP de 600 milliards soit une enveloppe totale de 1350 milliards d'euros.
- Extension des achats jusque juin 2021
- Réinvestissement intégral des tombées du PEPP jusque fin 2022

La chronologie :

12 Mars : Accroissement du programme d'achat de titres (APP) de 120 milliards d'euros, assouplissement des TLTRO 3 (*Targeted Long Term Refinaning Operations*), mise en place de LTRO (*Long Term Refinancing Operations*) « bridge » à des conditions plus favorables.

15 mars : mise en place de nouvelles opérations de fourniture de liquidités en USD à 3 mois au bénéfice des banques de la zone euro.

18 Mars : lancement du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) pour 750 milliards d'euros (6,3% du PIB de la zone euro), extension au papier commercial des achats du CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*), extension aux titres à moins d'un an des achats du PSPP.

7 Avril : Élargissement du collatéral éligible aux prêts garantis par les États notamment, réduction du taux de décote sur les titres et créances privées acceptés en collatéral

22 Avril : Application d'une clause d'antériorité aux titres détenus en portefeuille ou acceptés en collatéral et dégradés en catégorie spéculative (*High Yield*)

30 Avril : Abaissement de 50 points de base en dessous des taux d'intérêt de référence des opérations de refinancement à très long terme (TLTRO III) sur la période Juin 2020-Juin 2021, lancement de nouvelles opérations de refinancement (PELTRO : P*andemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*)

4 Juin : Élargissement du PEPP de 600 milliards, portant le programme d'achat de titres à 1350 milliards d'euros.

Mesures micro et macro-prudentielles pour les banques et les assurances : **activation pour la première fois des flexibilités introduites après la grande crise financière.**

Dans le secteur bancaire, les autorités macro-prudentielles et micro-prudentielles ont activé les flexibilités prévues par la réglementation instaurée post-crise de 2007-2008 (coussin contracyclique ramené à 0 % en France, en Allemagne et au Royaume-Uni, annonce de la possibilité d'utiliser les coussins de liquidité et de capital constitués de façon préventive (« libérant » près de 400 milliards d'euros de fonds propres pour les banques supervisées par la BCE) et ont décidé de décaler l'application de nouvelles règles (certains aspects des standards de Bâle III) et de reporter certains exercices ou contrôles (stress tests EBA, *Holistic impact assessment* de l'ESMA).

Les autorités compétentes ont également appelé les institutions financières à ne pas distribuer de dividendes afin de conserver le capital nécessaire. Cet assouplissement à titre transitoire des règles prudentielles, conjugué à l'assouplissement de la politique monétaire est destiné à permettre aux banques de répondre promptement à la

demande massive de financement exprimée par le secteur des entreprises, tout en étant en mesure d'absorber les pertes susceptibles de survenir.

Des recommandations nationales et européennes ont été adressées au secteur de l'assurance afin de concilier leur profitabilité et la protection des assurés. Les organismes d'assurance ont annoncé courant avril l'augmentation de leur contribution aux efforts consentis par l'ensemble des acteurs dans ce contexte de crise (400 millions d'euros pour le fonds de solidarité, gestes commerciaux estimés à 1,3 milliard d'euro, plan d'investissement d'1,5 milliard d'euros). L'utilisation de ces outils constitue une innovation par comparaison à la crise financière de 2008 et atteste de l'apport des réformes destinées à en tirer les leçons. Néanmoins, les modalités de prise en charge par les assureurs des pertes d'exploitation des entreprises constituent un sujet de débat.

Encadré 3 : Le Brexit dans le contexte de la crise sanitaire

La crise intervient pendant la période de transition prévue par l'accord de sortie qui place le Royaume-Uni dans une situation particulière depuis la fin janvier 2020. Ce dernier se trouve en effet toujours soumis au droit de l'Union Européenne (UE), jusqu'au 31 décembre 2020, alors même qu'il ne participe plus à ses instances de gouvernance. Il reste ainsi concerné par l'essentiel des décisions ayant été prises par l'Union en réponse à la crise liée au COVID-19, comme par exemple l'assouplissement des contraintes du Pacte de stabilité et de croissance ou les financements dégagés par la Commission européenne sur le budget actuel (37 milliards d'euros).

Le Royaume-Uni, tout comme les pays de l'UE, devrait par ailleurs être particulièrement affecté par la crise. Les perspectives économiques de l'OCDE parues en juin 2020 prévoient ainsi que le Royaume-Uni sera l'un des pays où la récession sera la plus forte à la suite de la crise liée au COVID-19, avec une contraction de la production nationale atteignant -11,5% et un taux de chômage d'environ 9% pour l'année 2020. En cas de seconde vague de contamination, cette prévision serait réévaluée à -14% avec un taux de chômage d'environ 10%. Si la situation sanitaire redevient gérable et ne rend pas nécessaire la mise en œuvre de nouvelles mesures de protection sanitaire, la croissance économique connaitrait alors un rebond l'année suivante avec une augmentation de 9% en 2021 - contre seulement 5% en cas de nouvelle vague – et un taux de chômage légèrement inférieur à 8%.

La crise a retardé les négociations : la majorité des réunions prévues courant mars se sont tenues en visioconférence. Beaucoup de sujets sont en jeu notamment : l'accès aux prestataires de services, la reconnaissance des auditeurs britanniques sur le marché européen, la reconnaissance des qualifications professionnelles, ou encore l'attribution d'équivalences en en matière de services financiers.

La dégradation des conditions de négociation maintient l'incertitude sur la prolongation de la période de transition. Les deux parties peuvent demander un report de la date de fin à travers le Comité Mixte jusqu'au 30 juin 2020, pour deux ans maximum. Malgré la crise actuelle, le Royaume-Uni a maintenu jusqu'à présent sa position quant au refus de toute prolongation de la période de transition au-delà du 31 décembre 2020.

L'hypothèse d'une absence d'accord sur la relation future au 31 décembre 2020 reste donc plausible. Les impacts économiques liés au Brexit viendraient alors s'ajouter aux impacts de la crise sanitaire, tant pour le Royaume-Uni que pour l'UE, ajoutant encore à l'incertitude économique. La préparation des acteurs français à un tel scénario ne suscite toutefois pas d'inquiétude particulière pour la Banque de France et l'ACPR pour la Banque de France et l'ACPR, compte tenu de la mise en œuvre de plans ou mesures de contingence par l'ensemble du secteur financier depuis 2017, sous le contrôle des superviseurs.

Une capacité d'amortissement du choc macroéconomique par les acteurs financiers

Les banques françaises ont fortement accru leur capacité d'absorption des chocs depuis la crise de 2008

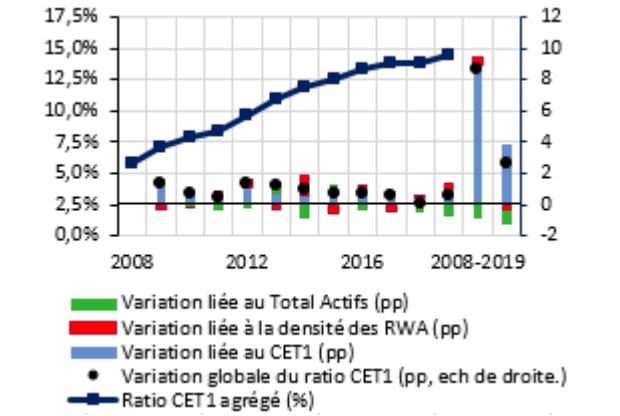
Depuis la crise financière de 2008-2009, le renforcement des standards bancaires prudentiels internationaux définis par le Comité de Bâle et leur déclinaison réglementaire dans l'Union Européenne ont conduit les établissements de crédit à renforcer i) leurs fonds propres – en qualité et en montants et ii) leurs structures de financement.

La solidité des banques françaises peut être appréciée au travers des primes de CDS, qui permettent aux investisseurs de se protéger contre un défaut. Le prix de la protection contre un défaut des grandes banques françaises a fortement baissé depuis la crise des dettes souveraines. Bien que les primes aient sensiblement augmenté au plus fort des tensions sur les marchés financiers, leur niveau est resté contenu, signe de la capacité du système bancaire français à traverser la crise tout en continuant à financer l'économie.

Graphique 1.15 : Ratio de fonds propres CET1 agrégé des 6 grands groupes bancaires français

Évolution sur la période 2008-2019

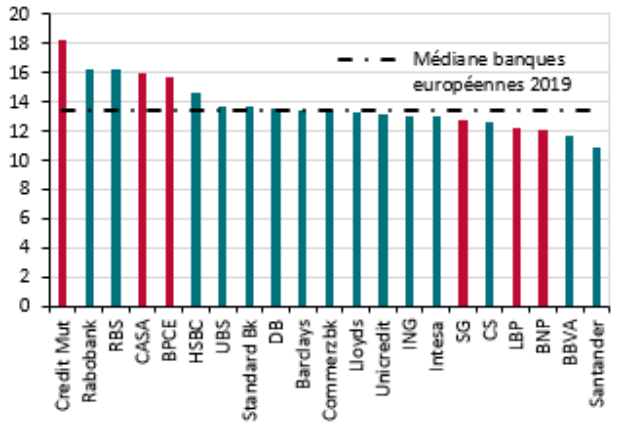
x x : axe temporel / y : en pourcentage



Sources : États réglementaires BAFI/SURFI, FINREP et COREP, Calculs ACPR[9][10]

Comparaison européenne à fin 2019

x : axe temporel / y : en pourcentage



Sources : S&P Global Market Intelligence et Communication Financière

En amont de la crise liée à la pandémie « Covid-19 », **le graphique 1.15 montre que les 6 grands groupes bancaires français**[11] **ont depuis 2008 largement renforcé leurs ratios de solvabilité** via essentiellement une augmentation de leurs fonds propres de base « durs » CET1. **Les banques françaises, après avoir plus que doublé en l'espace de douze ans leurs ratios de solvabilité CET1, sont bien mieux positionnées pour absorber les pertes potentielles à venir.** L'exercice 2019 a permis un renforcement de 0,5 point de pourcentage des fonds propres des 6 grands groupes bancaires français.

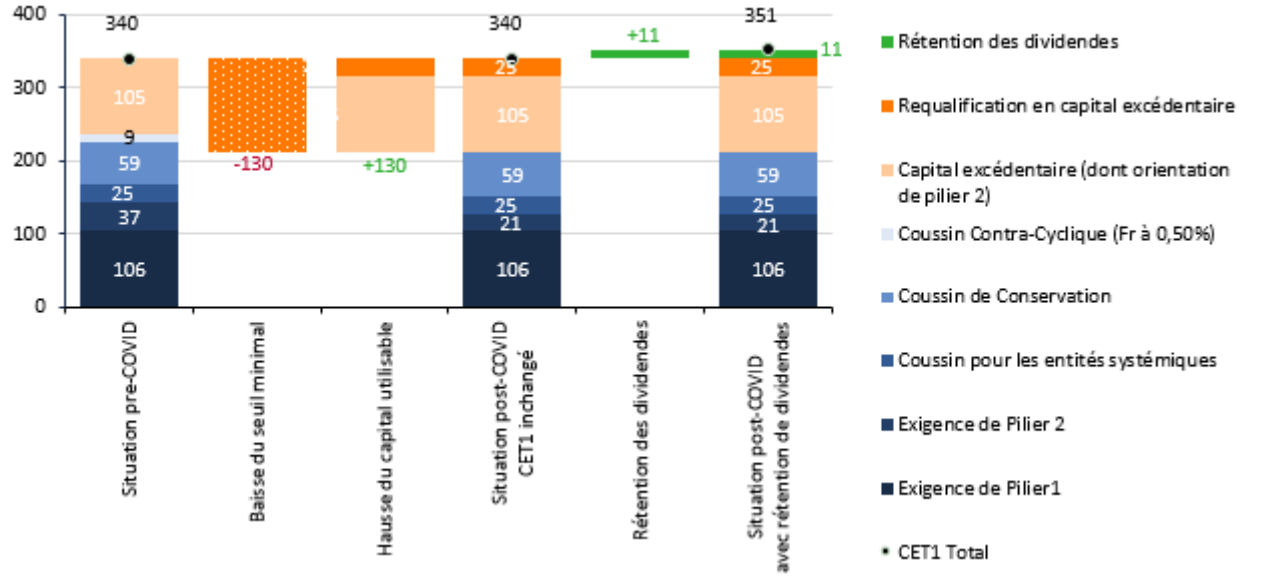
Tous respectent les exigences minimales de levier et de solvabilité en tenant compte des différents « coussins » réglementaires : pilier 2, coussin de conservation, coussin pour les institutions systémiques et coussin contra-cyclique. À fin 2019, les banques françaises présentent néanmoins une dispersion marquée du niveau de leur ratio CET1, les trois groupes mutualistes se situant sensiblement au-dessus de la médiane européenne alors que les banques généralistes se positionnent en-dessous.

9 Les ruptures réglementaires et de reporting ont été autant que possible retraitées afin de présenter des fonds propres CET1 et des risques pondérés cohérents dans le temps avec les mesures « full CRR/CRD4 ».
10 La décomposition des contributions aux évolutions du ratio de solvabilité suit celle proposée par Cohen & Scatigna (2014), « Banks and capital requirements: channels of adjustment », BIS Working Paper No. 443.
11 BNPP, Groupe BPCE (GBPCE), Groupe Crédit Agricole (GCA), Groupe Crédit Mutuel (GCM), La Banque Postale (LBP) et Société Générale (SG).

Par ailleurs, les quatre banques françaises d'importance systémiques mondiales[12] (G-SIB) respectent avec des marges conséquentes[13] les exigences liées au ratio de capacité totale d'absorption des pertes en cas de résolution (TLAC) entrées en vigueur en 2019.

Graphique 1.16 : Décomposition du CET1 pour les 6 grandes banques françaises

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : ACPR

Enfin, **les structures de financement des groupes bancaires français sont solides**[14]**,** tant sur le court terme - réserves d'actifs liquides élevées (989 milliards d'euros) et ratio de liquidité court terme (LCR) agrégé moyen à 132% – que sur le moyen terme avec un ratio de refinancement stable (NSFR) à 105%.

Ces points positifs ne doivent pas faire oublier certaines faiblesses rémanentes des banques européennes et françaises : i) une rentabilité dégradée dans un contexte de taux d'intérêt faibles pesant sur la marge nette d'intérêts et **ii) des difficultés à améliorer significativement le coefficient d'exploitation** en lien avec la pression sur les marges et la maîtrise délicate des frais de gestion**.**

Alors que le secteur bancaire international avait été le principal vecteur de la crise de 2008, **la situation solide des banques françaises fin 2019 fait du système bancaire un des piliers de la transmission des soutiens budgétaires et monétaires** (cf. section précédente) décidés par les États européens et la Banque Centrale Européenne pour faire face à l'impact économique des mesures de confinement. **Des mesures prudentielles techniques**[15] **sont venues conforter la capacité des banques à répondre aux besoins de financement accrus de l'économie réelle et à soutenir la reprise d'activité,** en dépit des risques de court et moyen terme – essentiellement liés à la dégradation de la qualité de leurs actifs - auxquels elles sont confrontées (cf. parties 3 et 4). Ces différentes mesures de soutien pour s'assurer que les banques sont à même de conforter la hausse du crédit à l'économie réelle peuvent être classées en six objectifs. Il s'agit :

12 BNPP, BPCE, GCA, SG.

13 Analyse & Synthèse sur la situation des banques françaises en 2019, https://acpr.banque-france.fr/liste-chronologique/analyses-et-syntheses

14 Ibidem.

15 Mesures décidées par les autorités de régulation et de supervision internationales, européennes et françaises – Comité de Bâle, Commission Européenne, Autorité Bancaire Européenne (ABE), Mécanisme de Supervision Unique (MSU), HCSF, ACPR.

1. **De l'assouplissement des contraintes de gestion de leur liquidité** par l'autorisation d'utiliser leurs réserves d'actifs liquides et d'opérer avec un ratio LCR inférieur à 100%, afin de répondre rapidement et massivement aux demandes de prêts des sociétés non financières, sans contrainte de liquidité.
2. **De la diminution des exigences minimales de fonds propres.** Dès le 12 mars, le mécanisme de supervision unique (MSU) a autorisé les banques à i) opérer en-dessous du capital défini par les attentes de pilier 2 (*Pilar 2 Guidance* – P2G), ii) à utiliser le coussin de conservation (CCB). La qualité des fonds propres nécessaires à la couverture des exigences de pilier 2 (*Pilar 2 Requirements* – P2R)[16] a été élargie pour partie aux fonds propres additionnels au CET1 et aux instruments subordonnés (tier2), allégeant les contraintes en matière de CET1. Ces mesures ont été complétées fin mars par les décisions macro-prudentielles d'abaissement des exigences de fonds propres au titre des coussins contra-cycliques (CCyB) existantes dans certains pays européens. Ainsi en France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a décidé de ramener à 0% le taux du coussin contracyclique à compter du 2 avril 2020 alors qu'il aurait dû être relevé de 0,25 % à 0,5% le 1er avril.
3. **Un renforcement de leurs fonds propres via l'absence de distribution des dividendes**. Les banques en se conformant aux recommandations du MSU et de l'ACPR concernant la suspension du versement de dividendes aux actionnaires au titre de l'année 2019, ont procédé à un renforcement supplémentaire de leurs fonds propres, après celui déjà intervenu à l'issue de l'exercice 2019 de l'ordre de 0,5 point de pourcentage du ratio CET1.
4. **Un allègement des contraintes en ratio de levier devrait être introduit dans CCR afin de ne pas pénaliser les opérations de politiques monétaires** (« solution rapide » dite « *quick fix* » de la Commission Européenne encore en cours de discussion au Conseil et au Parlement européens début juin 2020). Le principe est double : une exemption partielle de l'assiette du ratio de levier des liquidités disponibles sur les comptes des banques commerciales auprès des banques centrales compensée par un relèvement du niveau d'exigence du ratio de levier (ou « adjusted Leverage Ratio » : aLR), ce niveau n'aurait toutefois pas vocation à être ajustée à la hausse si les réserves banques centrales des banques commerciales devaient augmenter.
5. **Limitation des effets pro-cycliques non-intentionnels de certaines réglementations comptables et prudentielles relatives à la qualité des créances :** les autorités recommandent d'appliquer avec flexibilité et discernement les règles de déclassement comptable et prudentiel des créances qui font l'objet de restructuration décidée dans le cadre de moratoires de dettes, afin que ces mesures générales de soutien à l'économie ne se traduisent pas mécaniquement par des dépréciations massives qui engendreraient des effets procycliques. Elles prévoient aussi l'extension de la phase transitoire pour la prise en compte dans les fonds propres prudentiels du passage à une approche de provisionnement des pertes attendues sur encours sains lié à la norme IFRS 9.
6. **Allègement des contraintes opérationnelles des établissements pour leur permettre de se concentrer sur leurs fonctions essentielles :** l'ABE a décidé de reporter d'un an l'exercice de stress test 2020, des délais ont été accordés pour la remise d'une partie des états réglementaires et pour les exercices d'analyse d'impact de la réglementation (*QIS – Quantitative Impact Study* du Comité de Bâle et de l'ABE).

Les réformes réglementaires et prudentielles post-crise financière ont rendu le secteur de l'assurance plus résilient

La crise aura aussi des effets significatifs sur les résultats du secteur de l'assurance en 2020, même s'il est trop tôt pour évaluer précisément leur ampleur. Du côté des revenus, il faut s'attendre à une baisse des produits financiers et des primes encaissées. Du côté de la sinistralité, l'impact variera fortement d'une branche d'activité à l'autre. Le secteur de l'assurance est toutefois suffisamment solide et bien capitalisé pour faire face à tous ses engagements et résister même dans les scénarios les plus défavorables. Au 31 décembre 2019, le taux de couverture du capital de solvabilité requis était en augmentation et s'établissait pour l'ensemble des organismes français à 265 %.

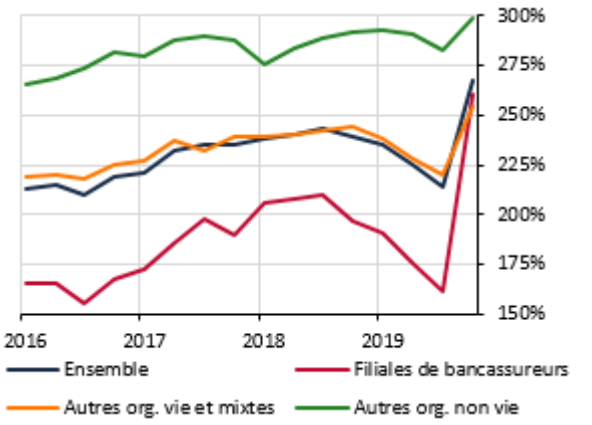
16 Mesure prise en anticipation de la 5ème Directive sur l'adéquation des fonds propres qui devait entrer en vigueur fin 2020.

Début 2020, les assureurs français opéraient avec un ratio de couverture des exigences en capital solide, en dépit du niveau bas des taux d'intérêt

Tout comme les banques françaises, les assureurs français opèrent avec des marges de manœuvre financières suffisantes pour surmonter cette crise. La mise en œuvre des dispositions réglementaires – Solvabilité 2 – introduites depuis la crise de 2008 a en effet concouru à renforcer la solidité financière du secteur de l'assurance. Depuis l'entrée en vigueur de la directive Solva 2 en 2016, les organismes français d'assurance ont continûment affiché des ratios de solvabilité supérieurs à 200% en moyenne, ce qui signale la solidité financière du secteur.

Graphique 1.17 : Taux de couverture moyen des exigences en capital par les fonds propres des organismes d'assurance soumis à Solvabilité 2

x : axe temporel / y : taux de couverture moyen du capital règlementaire par les fonds propres en %



Source : ACPR

La baisse des taux intervenue en 2019 dans un contexte de niveau bas des taux d'intérêt depuis 2014 ainsi que la volatilité des marchés financiers liée à la crise du coronavirus ont pesé sur la situation financière des assureurs français et plus particulièrement sur le niveau de couverture des exigences en capital (voir l'ERS de décembre 2019[17]). Les assureurs vie avaient enregistré une baisse de leur niveau de couverture moyen des exigences en capital entre la fin de l'année 2018 et la fin du troisième trimestre 2019 avant que celui-ci ne remonte au 31 décembre sous l'effet combiné de la remontée des taux en fin d'année et de l'autorisation d'intégrer une partie de la provision pour participation aux bénéfices dans les fonds propres (voir encadré) et d'une modification des modalités de calcul du ratio de solvabilité (voir encadré 4).

Des organismes ont par ailleurs mis en place des mesures pour renforcer leur situation financière (via une augmentation de capital ou l'émission de dettes subordonnées et pour certains en suspendant ou reportant la distribution de dividendes). Sur l'ensemble de l'année 2019, les assureurs ont ainsi globalement amélioré leur niveau de couverture du capital règlementaire par les fonds propres qui s'établissait ainsi à plus de 250% en moyenne à fin 2019 (Graphique 1.17). Les premiers mois 2020 montrent que la dégradation de l'environnement a déjà une conséquence avec une baisse des ratios de solvabilité au 31 mars 2020, de l'ordre de 20 à 30 points de base par rapport au 31 décembre 2019.

Encadré 4 : Arrêté relatif aux fonds excédentaires en assurance vie du 24 décembre 2019

Un arrêté relatif aux fonds excédentaires en assurance vie a été publié le 24 décembre 2019. Il vise, sous certaines conditions[18], à autoriser les organismes en difficulté (non-couverture du SCR et résultat technique négatif) à reprendre la provision pour participation aux bénéfices (PPB)[19].

Une telle disposition permet ainsi aux organismes d'intégrer la PPB qui n'est pas exigible à un horizon inférieur à un an, dans les fonds propres éligibles en couverture des exigences en capital. Ces montants représentaient plus de 15% des fonds propres éligibles à la couverture des exigences en capital des organismes d'assurance ayant une activité vie, à fin 2019. La prise en compte de ces réserves constituées au fil des ans par les assureurs a permis de renforcer en moyenne de 30 points la couverture des exigences en

17 https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/ers2019s2_final_webv1.pdf

18 L'arrêté relatif aux fonds excédentaires en assurance vie du 24 décembre 2019 prévoit que la reprise de PPB n'est possible que dans des situations exceptionnelles réunies lorsque le solde du compte de résultat technique de l'assurance vie du dernier exercice comptable est négatif et que le capital de solvabilité requis n'est plus couvert. L'organisme doit également remettre à l'ACPR un plan prévoyant la restitution dans les huit ans des montants repris ainsi que le non versement de dividendes tant que ces montants repris n'ont pas été restitués.

19 La provision pour participation aux bénéfices (PPB) est une réserve financière permettant aux compagnies d'assurance de lisser dans le temps la participation aux résultats distribués aux assurés. Elle doit être apurée dans un délai maximal de huit ans. Le code des assurances impose une allocation minimale au profit des assurés de 85 % du résultat financier et 90 % du résultat technique.

capital. L'autorisation de mobiliser la PPB pour couvrir des pertes ne peut être délivrée que si un plan est remis par l'organisme et approuvé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Ce plan doit notamment prévoir la restitution à partir de résultats ultérieurs et sous un délai maximal de huit ans des montants repris sur la provision pour participation aux bénéfices et l'interdiction de verser des dividendes tant que ces montants repris ne sont pas restitués.

L'impact de l'épidémie de coronavirus sur le passif des assureurs non vie

Les effets de la crise seront variables selon les branches d'activité. Certains risques connaissent une sous-sinistralité pendant la période de confinement, mais qui n'exclut pas un rattrapage ultérieur.

Alors que pour le risque automobile (32% des primes perçues en 2018), une baisse de sinistralité a été constatée pendant le confinement, poussant certains assureurs à restituer une fraction des primes encaissées à leurs assurés, en santé, la diminution des consultations et achats d'équipements - lunettes, etc.- pourrait se traduire plus certainement par un report des achats.

Tableau 1 : marché de l'assurance non vie en 2018

2018 en milliards d'euros	Primes de l'exercice	Résultat technique
Total Affaires Directes	**68**	**5,0**
dont Pertes pec. Div.	1,8 *2,6%*	0,2
dont Crédit	0,2 *0,3%*	0,0
dont Caution	0,4 *0,6%*	0,2
don Prévoyance	4,6 *6,8%*	0,8

Source : ACPR

L'impact sur certaines garanties est plus difficile à évaluer compte tenu des incertitudes actuelles et notamment l'assurance des pertes d'exploitation des entreprises, l'assurance-crédit qui garantit les paiements des factures des petites et moyennes entreprises, l'assurance caution qui protège les consommateurs contre la défaillance financière des professionnels ou encore l'assurance prévoyance qui indemnise les arrêts de travail.

Assurance-crédit et caution

Pour l'assurance-crédit[20], le gouvernement a mis en place avec les assureurs un dispositif de réassurance publique (porté par la Caisse centrale de réassurance et BPI France avec la garantie de l'État) permettant de maintenir l'assurance-crédit au profit des PME et des ETI françaises, semblable à celui qui avait été mis en place en 2008-2009 et qui avait été maintenu pendant 2 ans. Un dispositif équivalent est également demandé par les assureurs pour la prise en charge de l'assurance caution[21].

Prévoyance

La crise actuelle survient dans un contexte déjà tendu pour le secteur de la prévoyance, caractérisé par une multiplicité d'intervenants. Depuis 2012 ce secteur a été contraint de revoir son modèle d'activité pour améliorer sa rentabilité. Ce secteur est touché à la fois par l'augmentation des arrêts de travail et par le recours accru au chômage partiel et devrait être également affecté par une hausse des faillites d'entreprise. Les engagements pris en matière de gel des tarifs des assurés devraient également avoir une incidence sur leurs résultats.

L'impact sur l'assurance vie, dans un contexte de taux historiquement bas

Une phase d'épargne forcée, principalement dirigée vers les dépôts bancaires

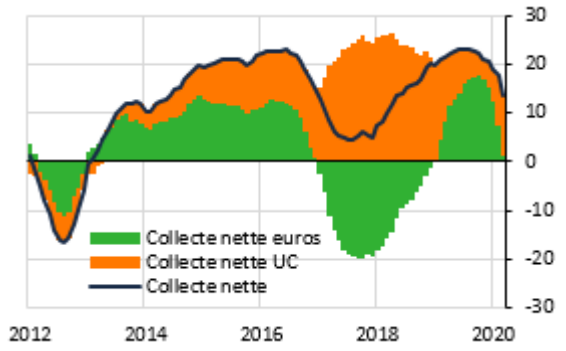
La forte hausse de l'épargne des français intervenue pendant le confinement s'est traduite une augmentation des dépôts bancaires (+45 milliards d'euros en mars et avril), dont 27,7 milliards pour les dépôts à vue et 17,3 milliards pour les dépôts rémunérés. Parallèlement, la production de crédit sur la même période a été ralentie, conduisant

20 L'assurance-crédit est une assurance offrant une garantie sur les créances commerciales contre les risques de défaillance de paiement des clients.
21 L'assurance-caution concerne les entreprises qui ont besoin d'une garantie financière pour opérer leur activité : opérateurs immobiliers, auto-écoles, agences d'intérim, exploitants forestiers, opérateurs de transport, professionnels du vin…

à des flux nets de crédits négatifs en avril (-4,2 milliards d'euros), après une quasi-stabilité en mars à -0,3 milliard d'euros. Au total, hors placements non bancaires, le surplus d'épargne financière nette des ménages (numéraire + dépôts – crédits) était de 22,5 milliards en mars et continuerait d'augmenter en avril pour atteindre 31 milliards, soit 53,5 milliards en cumul.

Graphique 1.18 : Collecte nette en assurance-vie (cumul 12 mois)

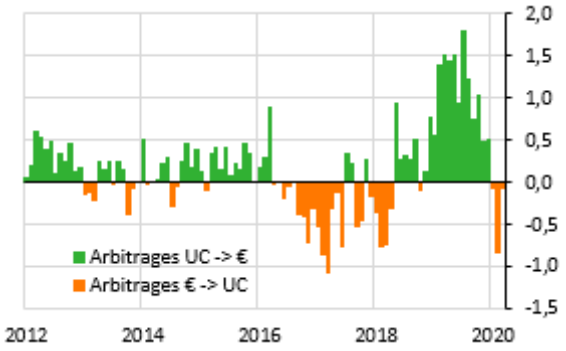
x : axe temporel / y : milliards EUR



Source : ACPR

Graphique 1.19: Arbitrages fonds en euros – unités de compte (cumul 12 mois)

x : axe temporel / y : milliards EUR



Source : ACPR

La collecte brute d'assurance-vie, et plus particulièrement celle sur les supports en euros[22], a connu un très fort ralentissement depuis le début de l'année 2020 (Graphiques 1.18 et 1.19) sans que l'évolution très mesurée des rachats ne traduise une perte de confiance dans l'assurance vie.

Le ralentissement de la collecte sur les supports en euros s'inscrit dans une dynamique initiée avant la crise. Depuis plusieurs années, les assureurs-vie ont en effet cherché à limiter la collecte sur les supports en euros au profit des unités de compte, qui présentent l'avantage d'un moindre risque de taux pour les assureurs que les contrats euros, dont les rendements sont garantis.

Si les flux se portent de manière croissante sur les supports en unités de compte (UC) susceptibles d'offrir de meilleurs rendement en contrepartie d'un risque, les phases de turbulence financière suscitent souvent une recherche de sécurité de la part des épargnants. Ainsi sur les contrats existants, les arbitrages se font en faveur des supports en euros, au détriment des supports en UC, lorsque les actifs risqués baissent (actions et obligations d'entreprise). Le début de l'année 2020 constitue à cet égard une exception notable.

Les assureurs vie n'ont pas significativement modifié leur allocation d'actifs

La volatilité des marchés liée à la crise du coronavirus constitue un risque supplémentaire pour les assureurs vie dont la rentabilité était affectée par le contexte actuel de taux durablement bas.

Toutefois, malgré la baisse des rendements de l'actif depuis plusieurs années, les assureurs ont peu modifié l'allocation de leurs actifs, qui continue à privilégier les placements sûrs et liquides, comme les obligations souveraines (27% des placements après mise en transparence), les obligations des entreprises non financières (24%), les obligations du secteur financiers (16%) et les actions et autres participations (16%).

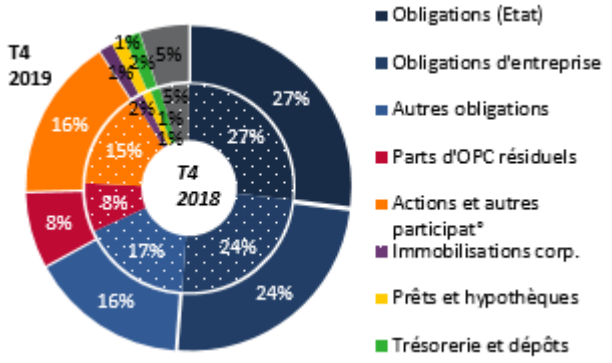
Ainsi, la part des actifs les plus risqués – actions hors UC et hors participations, crédits et titres de créances mal notés – restait en début de crise stable et faible aux alentours de 8% (Graphiques 1.20 et 1.21).

22 Les fonds euros sont des supports d'investissement investis essentiellement en titres d'État dont les assureurs garantissent de manière continue dans le temps à la fois la liquidité et une garantie de capital revalorisée des performances passées. Ils se distinguent des contrats libellés en unités de compte pour lesquels le souscripteur porte seul le risque de performance et de liquidité.

Par ailleurs, la part d'investissement liquides et bien notés permet également dans le contexte actuel de faire face à d'éventuels retards de perception des cotisations des entreprises pour le secteur de la prévoyance notamment ou à une hausse des rachats en assurance-vie.

Graphique 1.20 : Décomposition de l'actif des assureurs en T4 2018 et T4 2019

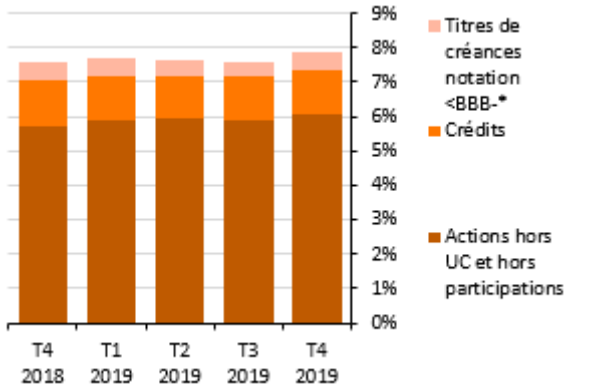
Chaque anneau représente la décomposition à une date donnée



Sources : ACPR et DGSEI

Graphique 1.21 : Ventilation des investissements risqués*

x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : ACPR et DGSEI

**La notation s'applique aux obligations, titres structurés et titres garantis.*

2. Des vulnérabilités préexistantes

2.1 Le choc exacerbe les préoccupations sur la soutenabilité de l'endettement privé et public

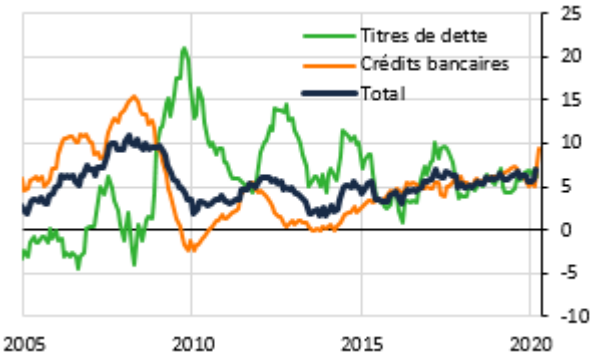
La niveau d'endettement des entreprises : facteur de fragilité en phase de retournement brutal de l'activité

Une hausse tendancielle de l'endettement sur la dernière décennie

La dette consolidée des entreprises françaises s'élevait à 1 779 milliards d'euros fin 2019, soit 73,5 % du PIB : elle dépasse ainsi de 12,6 points de pourcentage la moyenne de la zone euro. Ces dix dernières années, l'endettement des entreprises françaises a ainsi crû de 13 points de PIB, tandis que celui des entreprises de la zone euro décroissait de 3,1 points (Graphique 2.1). Cette tendance s'est poursuivie en 2019 : la dette des entreprises a crû de 5,7% en 2019 après 5,8% en 2018 (Graphique 2.2).

Graphique 2.1: taux de croissance des crédits aux entreprises

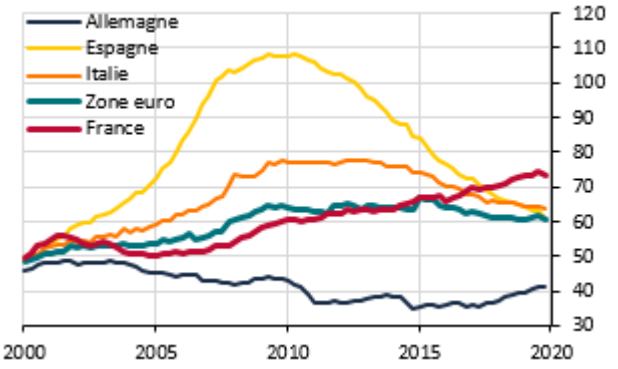
X : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Graphique 2.2 : Ratio de la dette des SNF sur le PIB*

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Deux raisons principales peuvent être invoquées pour expliquer cette hausse de l'endettement : d'une part, les entreprises se sont endettées pour accumuler des liquidités et titres de court-terme (qui sont donc facilement mobilisables), tout en réduisant leurs investissements financiers. Leur détention d'actifs monétaires a ainsi doublé en proportion du PIB, atteignant 29% en 2019[23]. Ce phénomène est notamment redevable aux grandes entreprises qui ont accumulé des réserves de liquidités par exemple pour financer des opérations de croissance externe. D'autre part, certaines grandes entreprises internationales peuvent également s'endetter au niveau de leur tête de groupe pour ensuite redistribuer les fonds à leurs filiales étrangères (crédit interentreprises) et financer ainsi des activités à l'étranger. Exprimer leur endettement en seule proportion du PIB français biaise quelque peu la réalité reflétée par ce ratio ; c'est un phénomène qu'on ne retrouve pas dans tous les pays de l'UE. En utilisant des données granulaires permettant de tenir compte de ces deux facteurs, le FMI concluait ainsi que les ratios d'endettement des entreprises françaises étaient en ligne avec ceux de leurs pairs[24].

Toutefois, sur la période plus récente, une troisième raison peut être avancée : les grandes entreprises ont modifié leur structure de financement et recouru davantage à l'endettement, profitant du contexte de taux bas pour optimiser leur coût de financement[25]. La baisse des taux semble avoir entrainé une baisse relative du coût de la

23 « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », Marie-Baïanne Khder et Clément Rousset, Note de conjoncture de l'INSEE, Décembre 2017

24 "France Financial Sector Assessment Program Technical Note Nonfinancial Corporations", IMF Country Report N°19/321, Financial Sector Assessment Program France, October 2019

25 « Le recours croissant des grands groupes français à l'endettement : une stratégie de financement qui montre ses limites », Le Bulletin de la Banque de France n°226 : Article 4, par H. Charasson-Jasson

dette relativement à celui des fonds propres[26]. Ce diagnostic a conduit le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) à prendre une mesure en 2018 pour limiter la concentration des expositions bancaires envers les grands groupes de sociétés non financières les plus endettés[27]. La dette considérée à risque par le HCSF, émises par des entreprises à ratios d'endettement détériorés, s'élève ainsi à près de 200 milliards d'euros en 2018[28].

Des entreprises endettées face à un choc de trésorerie sans précédent

La crise sanitaire mondiale et les mesures nécessaires à son endiguement ont impacté brutalement l'activité des entreprises. La baisse de chiffres d'affaires qui a été en moyenne de 32% par semaine de confinement en mars, et de 27% par semaine au mois d'avril, diminue fortement la capacité des entreprises à dégager :

i. de la trésorerie pour faire face aux règlements qu'elles ont à honorer (problématique de liquidité et risque de cessation de paiement) et,
ii. affecte leurs résultats et par conséquent leur niveau de fonds propres.

L'ampleur et l'acuité de ce choc de trésorerie à court terme restent très incertaines et sa résorption dépend du rythme du retour à des conditions d'activité plus normales.

Tableau 2.1 : impact des mesures d'endiguement sur l'activité (données en % à fin avril 2020)

Secteur	Part dans la valeur ajoutée	Impact sur l'activité de la situation de confinement	
		Semaine type mois de mars	Semaine type mois d'avril
Agriculture et industrie	15	-31	-25
Agriculture et industrie agroalimentaire	4	-6	-3
Énergie, eau déchets et cokéfaction et raffinage	3	-15	-17
Industrie manufacturière hors alimentaire et cockéfaction raffinage	9	-48	-37
Construction	**6**	**-75**	**-75**
Services marchands	**57**	**-37**	**-27**
Commerce de gros et de détail, transports, hébergement et restauration	18	-65	-47
Services financiers et immobiliers	17	-12	-3
Autres services marchands	22	-34	-28
Services non marchands	**22**	**-9**	**-16**
Total	**100**	**-32**	**-27**

Source : Banque de France

Le choc d'activité et de trésorerie a été très différencié selon le secteurs d'activité aussi bien en niveau qu'en matière de trajectoire de redressement. Dans son *point sur la conjoncture française à fin avril 2020* [29], la Banque de France estimait la perte d'activité pour l'ensemble de l'économie à 27% pour une semaine type de confinement et selon les données disponibles au moment de l'enquête (tableau 2.1). Mais ce chiffre était de 75% pour la construction, de 47% pour le commerce, les transports et l'hébergement et de 37% pour l'industrie manufacturière (au sein de laquelle on relève toutefois une forte hétérogénéité visible, par exemple, dans les taux d'utilisation de capacités de production, graphique 2.3). *A contrario*, la perte d'activité était estimée à 3% pour le secteur de l'agriculture et de l'industrie agroalimentaire.

26 « Coût des fonds propres et rentabilité des entreprises en France », Clément Mazet-Sonilhac et Jean-Stéphane Mésonnier, Bloc-notes Eco de la Banque de France Billet N°32, Octobre 2017

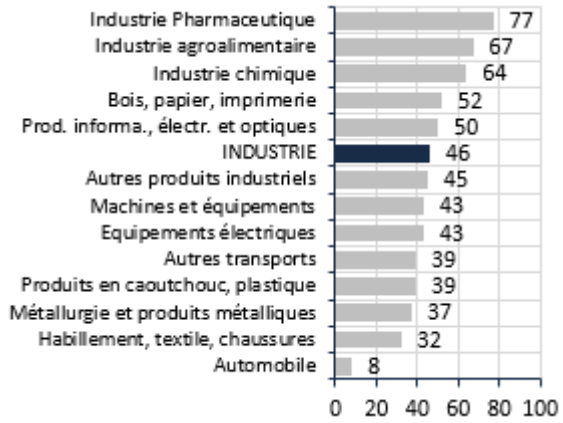
27 Décision N°D-HCSF-2018-2 du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques.

28 « Les grandes entreprises très endettées : un risque systémique ? », Cyril Couaillier, Dorian Henricot, Julien Idier, Bloc-notes Eco de la Banque de France Billet N°147, Janvier 2019

29 *Point sur la conjoncture française à fin avril 2020, Banque de France, 12 mai 2020*. Ces résultats sont issus de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France réalisée auprès d'un échantillon de 8500 entreprises entre le 28 avril et le 6 mai, et recouvre une période d'un mois complet de confinement. Dans son point de conjoncture en date du 7 mai 2020, l'INSEE estime pour sa part la perte d'activité à 33 % pour l'ensemble de l'économie. L'écart peut s'expliquer en partie par le fait que l'enquête de la Banque de France a été menée un peu plus récemment que celle de l'INSEE.

Graphique 2.3 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'Industrie pour le mois d'avril 2020 (en %)

x : en pourcentage / y : classification industrielle



Source : Banque de France

Le choc de trésorerie est d'autant plus critique que les entreprises opéraient avec une trésorerie tendue. À ce titre, les PME apparaissent les plus exposées : leurs réserves de trésorerie, qui représentaient un peu plus de deux mois de chiffre d'affaires en moyenne, sont nettement inférieures à celles des grandes entreprises ou des ETI (cf. tableau 2.2). Au-delà de ces niveaux moyens, il existe des disparités importantes, 25% des entreprises opérant, avant le choc avec une trésorerie représentant moins de deux semaines de chiffre d'affaires.

Ce choc a été amorti grâce au dispositif de chômage partiel mis en place par le gouvernement[30] ainsi que par des moratoires sur les dettes fiscales et sociales (voir graphique 2.4). Les moratoires ont parfois été étendus aux loyers ou encore aux dettes bancaires.

Tableau 2.2 : indicateur d'activité des entreprises présentes dans FIBEN par catégorie de taille (2018)

(Chiffre d'affaires et valeur ajoutée en milliards d'euros, poids du BFR et du crédit interentreprises en jours de chiffre d'affaires)

	chiffre d'affaires	valeur ajoutée	Poids du BFR d'exploitation	Poids du Crédit interentreprises	Trésorerie en jours de chiffre d'affaires
Ensemble	3 397	910	16,7	2,5	96,8
PME	837	259	31,9	11,8	71,6
ETI	1 127	284	26,1	5,7	91,1
Grande entreprises	1 434	367	0,5	-5,6	115,9

Source : Banque de France

Pour faire face à leurs engagements, tous les secteurs mobilisent le crédit bancaire en particulier ceux dont l'activité a été la plus fortement touchée

Même si les dispositifs publics ont pu amortir une partie du choc de trésorerie, la reconstitution d'un niveau de trésorerie opérationnel est aussi passé, pour un grand nombre d'entreprises, par une augmentation de l'endettement en particulier via le tirage de lignes de crédit mobilisables préexistantes ou de nouveaux crédits de trésorerie, en particulier les prêts garantis par l'État (PGE) pour lesquels une enveloppe de 300 milliards d'euros a été prévue[31]. Le tirage de lignes de crédit mobilisables a principalement été le fait de grandes entreprises et d'ETI tandis que le PGE a permis de sécuriser la demande de crédit de trésorerie des PME et des TPE (sur les 100 milliards d'euros de PGE accordés, près de 76 milliards l'ont été à des PME ou des TPE, tableau 2.3).

Tableau 2.3 : bénéficiaires des PGE par catégorie de taille (encours en milliards d'euros au 12 juin)

	Nombre de bénéficiaires		Montants accordés		Part dans la valeur ajoutée	Intensité du recours au PGE
	Nombre	Part	Montant	Part		
Grandes entreprises	11	0%	12,2	12,2%	32,9%	0,37
Entreprises de taille intermédiaire - ETI	853	0,2%	10,5	10,4%	26,9%	0,39
Petites et Moyennes Entreprises - PME	25 469	5,1%	34,4	34,3%	23,7%	1,45
Très Petites Entreprises - TPE	446 301	88,9%	41,4	41,4%	16,5%	2,51
Autres	29 202	5,8%	1,7	1,7%		
Totaux	**501 896**	**100,0%**	**100,1**	**100,0%**	**100,0%**	

Source : Banque de France

Note de lecture : l'intensité de recours au PGE est calculé en rapportant les part du secteur dans les montants accordés à sa part dans la valeur ajoutée.

30 Au 2 juin 2020, plus d'un million d'entreprises et plus de 13 millions de salariés ont bénéficié des mesures de chômage partiel, voir Ministère du Travail (2020), « Situation sur le marché du travail au 18 mai 2020 », DARES, mai.

31 Le PGE peut représenter un financement égal à trois mois de chiffre d'affaires, soit environ le temps des mesures de confinement. Les conditions du PGE prévoit une quotité garantie de 90 % de l'encours pour les PME et TPE contre 70 % ou 80 % pour grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire.

L'encours des crédits à l'ensemble des entreprises a ainsi fortement progressé passant de 5,1 % en rythme annuel en février [32] à 9,3% au mois d'avril, et devrait atteindre 11,5% en mai selon des données provisoires. Dans le même temps, les émissions de titre ont aussi beaucoup augmenté. De mars à mai, ce flux de dette brute (+143 milliards d'euros) a permis un renforcement quasi équivalent de la trésorerie des entreprises (+130 milliards de dépôts).

Cette progression est tirée notamment par les grandes entreprises et les ETI (avec une croissance annuelle de, respectivement, +13,5 % et +3,8 % en avril contre +3,1 % et -0,9% en février) qui ont largement utilisé les lignes de crédit dont elles disposaient[33]. Pour ces entreprises, la mesure « grands risques » adoptée par le HCSF en 2018[34] incite à une répartition des encours de crédits supplémentaires entre un certain nombre de banques afin de limiter les risques de concentration qui pourraient apparaître. Pour les PME, l'encours de crédits progresse en rythme annuel de 9,1% contre 5,8% en février, en phase avec la montée en puissance rapide des PGE. Selon l'enquête sur l'accès au crédit de la Banque de France, la demande de crédit de trésorerie des PME a triplé au premier trimestre 2020 par rapport à la période précédente et doublé pour les TPE, comme en témoigne la forte demande de PGE[35].

La finance à effet de levier sous surveillance

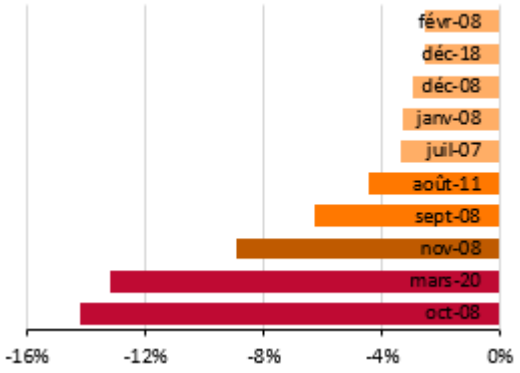
La finance à effet de levier constitue un segment de marché particulièrement sensible aux conditions de financement et à l'appétit pour le risque des investisseurs. Ce segment concerne les entreprises fortement endettées présentant un ratio de levier dette sur EBITDA[36] supérieur à 4 qui contractent des prêts. Les LBO sont par exemple des cas typiques. Compte tenu de leur endettement, ces entreprises sont fortement exposées à une détérioration de la conjoncture.

Les prêts consentis à ces entreprises sont souvent titrisés dans des *Collateralized Loans Obligations* (CLO). Dans ce cas, la titrisation est particulièrement sensible à la dégradation de notes susceptible d'avoir un effet en cascade sur les souscripteurs des différentes tranches des plus risquées aux plus défensives.

Les émissions de prêts à effet de levier et de *Collateralized Loans Obligations* (CLOs) sont en forte réduction depuis le début de la crise. En données cumulées à fin mai, les émissions de CLO étaient en recul de 49% aux États—Unis et de 39% en Europe par rapport à la même période de 2019[37], pour des montants d'émissions respectivement de 28,2 milliards de dollars et de 7,7 milliards d'euros.

Graphique 2.4 : La baisse de l'indice des prêts à effet de levier au cours du mois de mars 2020 est presqu'aussi forte que celle d'octobre 2008

x : variation (pourcentage) / y : mois



Sources : Bloomberg, S&P/LSTA Leveraged Loan Index (données au 31 mai 2020)

Les spreads de crédit des prêts à effet de levier ont fortement augmenté conduisant à une perte annuelle de -14% en mars 2020 sur l'indice de marché représentatif des prêts à effet de levier (Graphique 2.4). Les prix ont remonté depuis le pic de la crise, avec une perte ramenée -10% en avril. La dynamique de dégradation concerne tout particulièrement le secteur de la finance à effet de levier - caractérisé par des entreprises très endettées fortement exposées à une dégradation de la conjoncture. En effet, si la taille de ce marché reste modeste en Europe en comparaison des États-Unis, il joue un rôle de précurseur en cas de tensions sur le marché du crédit.

32 Banque de France (2020), « Crédits par taille d'entreprises », Stat info, avril.
33 Banque de France (2020), « Crédits par taille d'entreprises », Stat info, mars.
34 Voir décision n°D-HCSF-2018-2 du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques prise sur la base de l'article 458 du règlement CRR.
35 Banque de France (2020), « Accès au crédit des entreprises », Stat info, 1er trimestre 2020.
36 EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization = bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements.
37 Source : S&P LCD, Barclays, CLO & Leveraged Loan Monthly Update May 2020.

Ce marché est très surveillé par les agences de notation conduisant à des mises sous surveillance avec implication négative (*negative watch/negative outlook*) ou des dégradations de notation. Non seulement les prêts à effet de levier sont impactés mais aussi les CLOs – en particulier les tranches émises au passif les moins bien notées - structurellement adossés aux prêts à effet de levier. Alors que la qualité de crédit des prêts à effet de levier se détériore, un nombre élevé de CLO européens ont été placés sous surveillance en mai dans la perspective d'une dégradation de leur notation. L'évolution du marché du crédit spéculatif (*High Yield*) dans les mois à venir aura naturellement une incidence déterminante sur l'évolution des notations.

La capacité des investisseurs confrontés à une perte de valeur de leurs actifs à ne pas les céder (et potentiellement par contagion un spectre plus large d'actifs crédits risqués comme les actifs notés BBB) au regard de leurs contraintes financières et règlementaires sera déterminante dans les mois à venir alors que les premières observations en mars 2020 montrent déjà des mouvements de *flight-to-safety*.

Renforcer les fonds propres pour préserver la solvabilité des entreprises

Confrontée à un double phénomène de hausse de l'endettement résultant du recours à des crédits de trésorerie pour compenser la perte de cash flows d'activité et de forte baisse du résultat affectant la dynamique d'accumulation par fonds propres, la structure financière des entreprises est donc fragilisée et pourrait également menacer leur viabilité de long terme. Si les mesures d'urgence permettent de limiter le risque immédiat associé à ce choc de liquidité, elles ne peuvent atténuer le risque de défaut lié à une moindre solvabilité des entreprises. Ce risque semble plus aigu dans les secteurs où les entreprises à la fois (i) opèrent avec une profitabilité faible (taux de couverture des frais financiers inférieur à 1), (ii) présentaient avant la crise un niveau d'endettement levé (ratio de levier supérieur à 100%) et (iii) connaitraient une reprise d'activité lente voire opéreraient dans un secteur qui, post crise, serait durablement dans une situation de surcapacité.

Dès lors, un renforcement du bilan des entreprises (apport de fonds propres ou quasi fonds-propres) apparaît souhaitable, au risque d'obérer la capacité d'entreprises viables à rembourser leur dette accumulée et à investir. Quelles que soient les modalités de ce renforcement, deux enjeux principaux se présentent pour assurer à la fois l'efficacité de ces interventions et la maitrise indispensable de leur coût pour les finances publiques :

- Le souci d'assurer une sélectivité dans les apports en fonds propres afin de concentrer ces interventions sur les entreprises viables pour en maximiser le bénéfice économique – de ce point de vue, la capacité du secteur privé à sélectionner les risques doit être mobilisée au travers d'incitations qui responsabilisent les créanciers (« *skin in the game* ») et les intéressent au succès des rétablissements en évitant au maximum les phénomènes d'anti-sélection ;
- Un partage du risque équitable entre les investisseurs privés et les pouvoirs publics et une juste rémunération du risque porté par les finances publiques.

En complément, une préoccupation de viabilité durable (e.g. au regard des enjeux liés au changement climatique) apparaît déterminante pour le succès du rebond tandis que l'efficacité des procédures de restructuration collective et liquidation sera indispensable pour permettre un traitement rapide et performant des situations manifestement compromises.

La maîtrise du taux d'effort face au choc sur les revenus des ménages

La dynamique de l'endettement immobilier des ménages

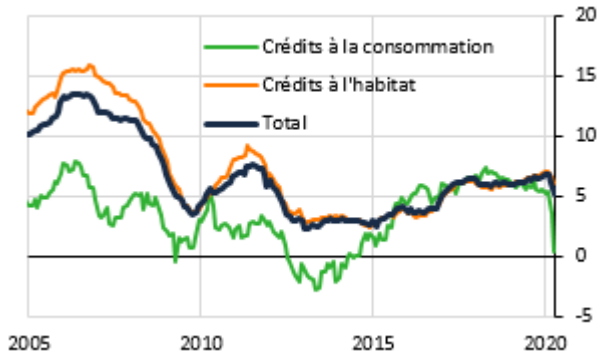
L'endettement bancaire des ménages résident s'élevait à 1305 milliards d'euros en avril 2020 dont 1088 milliards de crédits à l'habitat (soit 83%). La dynamique d'endettement des ménages a nettement accéléré à partir de 2015, soutenue par la baisse des taux d'emprunt et l'amélioration de la conjoncture économique. Depuis le début de l'année 2015, l'encours de dette des particuliers a progressé de 28%. Cette tendance est visible aussi bien pour les crédits à l'habitat (taux de croissance autour de 6% à 7% par an depuis 2017) que sur les crédits à la consommation (Graphique 2.5).

À partir de mars 2020, le confinement a entraîné une décélération brutale de la production de crédit, en particulier le crédit à la consommation. Le crédit à l'habitat est pour l'instant moins affecté car les procédures de demande de prêts sont plus longues engendrant une certaine inertie. Les raisons liées au confinement sont évidentes : arrêt des visites et de la prospection immobilière, retardement des signatures, délais opérationnels sur les offres de crédit…

Au total, le taux d'endettement des ménages français n'a cessé d'augmenter depuis 20 ans, pour atteindre 61,6% du PIB au quatrième trimestre 2019 (Graphique 2.6). Contrairement à la plupart des autres pays européens, la France n'a pas connu d'épisode de reflux suite à la crise financière de 2008. Ainsi, l'endettement des ménages français rapporté au PIB excède la moyenne de la zone euro depuis 2017 (57,9% du PIB).

Graphique 2.5: taux de croissance des crédits aux particuliers

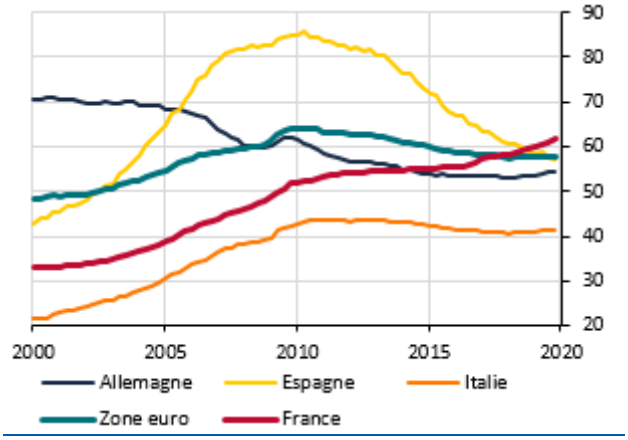
X : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Graphique 2.6 : Ratio de la dette des ménages sur le PIB*

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France

Face à la dérive des conditions d'octroi du crédit immobilier, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) présidé par le ministre de l'Économie et des Finances et incluant le gouverneur de la Banque de France, a émis en décembre dernier une recommandation[38] concernant les conditions d'octroi de crédit immobilier aux ménages. **Le HCSF a ainsi rappelé des règles de bon sens aux banques et aux ménages afin de prévenir des risques de surendettement : la charge de remboursement des crédits, dans la majorité des cas, ne doit pas dépasser le tiers des revenus de l'emprunteur et demeurer sur une durée raisonnable en évitant d'aller au-delà des 25 ans.** Cette recommandation apparaît d'autant plus justifiée dans le contexte actuel que la récession pèse d'ores et déjà sur l'emploi et le revenu des ménages.

La récession va fortement dégrader les comptes publics et augmenter la dette

La crise sanitaire a conduit la France, comme la plupart des autres pays, à mettre en œuvre d'importantes mesures budgétaires pour amortir l'impact sanitaire et économique de la pandémie de COVID-19 et favoriser une reprise de l'activité ultérieure. Le fort ralentissement de l'activité en 2020 couplé à ces mesures de soutien exceptionnelles conduiront à une forte dégradation des finances publiques en 2020. Le solde des administrations publiques se détériora donc fortement en 2020 pour atteindre un déficit de l'ordre de 10% du PIB, mais il devrait se redresser par la suite avec la fin des mesures de soutien exceptionnelles et un retour à une activité plus vigoureuse. Le niveau de dette devrait en conséquence se stabiliser (voire reculer légèrement) l'an prochain mais son niveau resterait cependant plus élevé qu'avant la crise d'environ 20pp de PIB.

Selon les prévisions de la Banque de France de juin 2020[39], la dette publique française rapportée au PIB atteindrait 119 % du PIB en 2020 après 98,1 % du PIB en 2019, soit une hausse de 21 points du PIB, et resterait à un niveau élevé à 118 % du PIB en 2022. La situation de la France est assez similaire à celle des autres économies avancées. Selon les prévisions de la Commission Européenne de mai 2020, la dette publique allemande rapportée au PIB

38 Recommandation N° R-HCSF-2019-1 du 20 décembre 2019

39 Source : https://www.banque-france.fr/economie/projections-macroeconomiques-france

progresserait de 16 points en 2020 pour atteindre 75,6%. Pour l'ensemble de la zone euro, la dette publique s'accroîtrait de 17 points du PIB en 2020, atteignant 101 % du PIB en 2020 avant de reculer légèrement à 100 % du PIB en 2022. Dans le même ordre de grandeur, la dette publique du Royaume-Uni augmenterait de 17 points de PIB, s'établissant à 102,1 % du PIB en 2020 puis à 101,5 % du PIB en 2021, selon la prévision de la Commission européenne. La détérioration des finances publiques européennes ne contraste pas avec celle des autres économies avancées : le Japon connaîtrait en 2020 une hausse comparable de la dette publique d'environ 18 points de PIB, et les États-Unis verraient leur ratio de dette publique augmenter de 25 points de PIB.

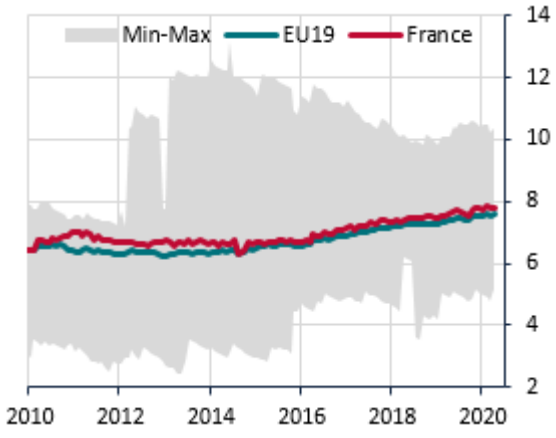
Cet accroissement important de l'endettement pose la question de la soutenabilité de la dette publique et des risques qui entourent sa trajectoire. La soutenabilité de la dette publique dépend surtout de deux facteurs : l'écart entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance nominale (r-g), qui détermine ce qu'on appelle « l'effet boule de neige », ainsi que l'évolution du solde primaire. En situation de r-g négatif, c'est-à-dire lorsque la croissance nominale reste supérieure à moyen terme au taux d'intérêt nominal payé sur la dette publique, l'effet boule de neige, qui traduit la dynamique spontanée du ratio de dette publique hors déficits nouveaux, reste favorable et permet au ratio de dette publique de décroître. Quand r=g, et que le solde primaire est à l'équilibre, la dette publique se stabilise.

Donc, dans le contexte actuel, une hausse, même importante du niveau de dette publique, si elle est ponctuelle, ne porterait pas préjudice à la dynamique future de la dette dans le scenario central. Les finances publiques françaises devraient de plus continuer à bénéficier, à court et moyen terme au moins, dans un contexte où une inflation basse est prévue, de taux d'intérêt bas avec un effet favorable sur la dynamique de la dette. Tant que g demeure supérieur à r, la stabilisation de la dette publique est atteignable. Mais cet objectif reste conditionné au retour à un solde primaire[40] suffisamment élevé après sa forte détérioration sous l'effet de la récession.

Au-delà, la décrue de la dette publique dépendra avant tout de l'incidence des mesures prises pour soutenir la croissance potentielle en réponse aux conséquences économiques de la crise sanitaire, plus que de trajectoire conjoncturelle de court terme des finances publiques. Elle sera également tributaire de l'ajustement budgétaire structurel nécessaire pour parvenir à un solde primaire compatible avec une décrue de la dette durable avec à terme, si possible, le retour à un solde proche de l'équilibre.

Graphique 2.7 : Maturité moyenne des dettes publiques de la zone euro et française

x : axe temporel / y : années



Source : BCE
Note : la bande du minimum au maximum (Min-Max) permet de connaitre l'étendue des maturités moyennes des dettes publiques des pays de la zone euro.
Dernier point : fin avril 2020

Le reflux durable de la dette publique rapportée au PIB apparaît comme un objectif important. En effet, la hausse du ratio de dette publique réduit les marges de manœuvre budgétaire face à un choc macroéconomique ou dans l'hypothèse d'une remontée des taux d'intérêt qui viendrait renchérir le coût de la dette, même si ce risque semble limité dans la situation actuelle.

Au niveau de la zone euro, l'action de l'Eurosystème a conduit à diminuer la part de la dette détenue par les résidents et non-résidents depuis 2014. La part de la dette publique française (dette de l'État) détenue par les non-résidents (Graphique 2.10) est demeurée stable, légèrement supérieurs à 50% de l'encours au cours des dernières années, après un léger recul lié aux programmes d'achat de titres par la BCE. Ce niveau, un des plus élevés d'Europe, témoigne de l'attractivité de cette dette. Toutefois, un niveau élevé de détention de la dette par des non-résidents a potentiellement des implications sur la stabilité financière du fait de son caractère plus volatil : un changement de comportement des investisseurs étrangers suppose que les investisseurs résidents sont en

40 Le solde primaire est le solde des comptes publics hors charges d'intérêt de la dette publique.

mesure d'absorber les sorties des non-résidents, comme au cours de la crise souveraine de 2012. Par ailleurs sa maturité moyenne (Graphique 2.7) demeure relativement constante au cours du temps entre 7 et 8 ans, ce qui réduit les risques de refinancement dans l'hypothèse d'une remontée des taux d'intérêt.

La suspension des règles de discipline budgétaire de l'UE permet d'élargir les marges de manœuvre budgétaires temporairement, en dépit d'une situation de départ déjà dégradée à l'aune des critères historiques. Certains pays de la zone euro présentaient toutefois, au moment du choc macroéconomique, une situation budgétaire plus favorable leur donnant des marges de manœuvre budgétaires accrues en matière de relance économique.

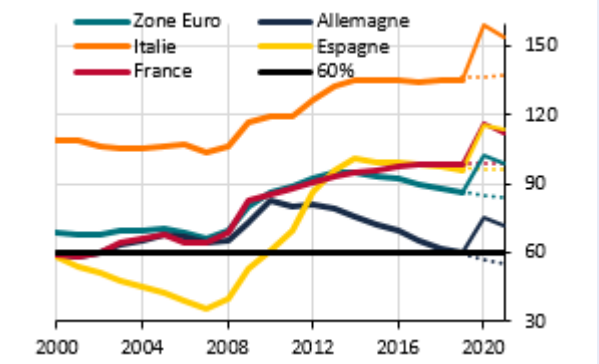
La combinaison d'une intervention massive du SEBC avec un programme d'achat de titres porté le 4 juin dernier à 1350 milliards d'euros et du plan de relance de la Commission européenne d'un montant initial de 750 milliards d'euros introduisent des mécanismes de protection et de solidarité de nature à permettre de financer la reprise de l'activité et à éviter la répétition d'une crise des dettes souveraines en euro.

Encadré 5 : Comparaison de l'évolution de l'endettement public en zone euro

Selon les prévisions de la Commission européenne publiées en mai dernier, l'ampleur de la crise va conduire à une augmentation très significative de la dette publique de la zone euro de près de 17 points en 2020 à 102,7% du PIB, avant de refluer en 2021 à 98,8%, sous l'effet de la reprise économique. Face à l'urgence des enjeux**, la Commission européenne a suspendu le Pacte de stabilité et de croissance qui, conformément aux traités, reflète l'engagement mutuel pris par les États qui partagent l'euro,** et notamment le seuil de 60% du PIB pour la dette publique.

Graphique 2.8 : Évolution de la dette publique

X : axe temporel / y : pourcentage du PIB



Source : Commission Européenne

S'agissant de la France, la Commission prévoit que l'endettement public pourrait représenter 116,5% du PIB à la fin 2020, avant de revenir à 111,9% en 2021. Lors de la création de la monnaie unique, l'endettement public français était proche de la norme de 60% du PIB, tout comme en Allemagne ou en Espagne.

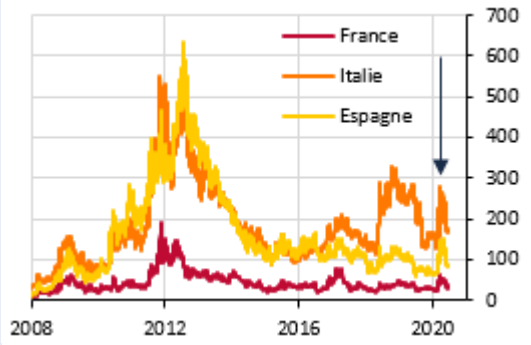
Certains pays de la zone euro ont su dans le passé faire baisser leur endettement :

- l'Allemagne qui avait enregistré une progression de son endettement public de 18 points entre 2007 et 2010 (de 64 à 82%) a pu faire revenir son ratio en-deçà de 60% en 2019, soit un niveau inférieur à celui de 2007.
- l'Espagne avait connu un fort gonflement de sa dette à la suite de la crise financière de 2008, la dette bondissant de 35% en 2007 à 100% en 2014. Depuis cette date, elle a tiré parti d'une croissance soutenue pour ramener progressivement sa dette à 95% du PIB en 2019.

Après un choc économique majeur, il est dans l'intérêt des pays concernés de faire refluer le poids de la dette dans le PIB afin de pouvoir faire face à d'éventuels chocs macroéconomiques futurs, quelle qu'en soit la cause. Une dette élevée fragilise la situation financière d'un pays, le rend davantage dépendant des financements externes lorsque sa balance courante est déficitaire, comme dans le cas de la France. Il l'expose aussi davantage à une éventuelle hausse des taux d'intérêt auxquels il emprunte, ce qui vient renchérir le service de sa dette.

Graphique 2.9 : Écart de taux des obligations souveraines contre Allemagne

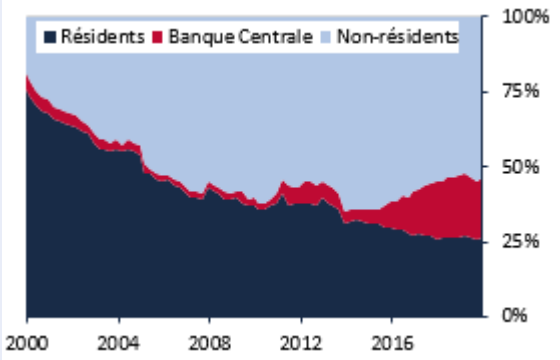
y : axe temporel / y : points de base



Source : Bloomberg

Graphique 2.10 : Détention de la dette publique française (État) par les non-résidents

y : axe temporel / y : % de la dette négociable



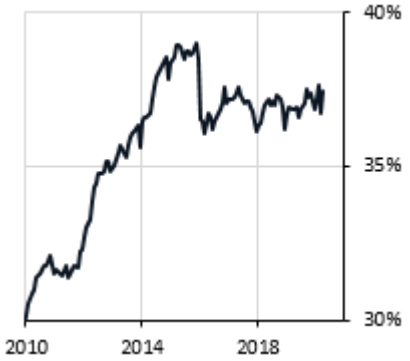
Source : AFT
Dernier point fin 2019

2.2 La résilience limitée du financement de marché

Le financement de marché des sociétés non financières (SNF) s'est développé en France ces dix dernières années, passant de 30 % de l'encours de dette en 2009 à 37% à fin avril 2020[41] (Graphique 2.11). Ce phénomène s'explique par l'essor du financement non bancaire et non par un recul de l'endettement bancaire (Graphique 2.12). Cette évolution est notamment portée par les grandes entreprises pour lesquelles le financement non bancaire atteint en moyenne plus de 88 % de la dette totale au bilan à fin 2019 (Graphique 2.14, pour le périmètre SBF 120).

Graphique 2.11 : Part financement non bancaire (% dette total SNF)

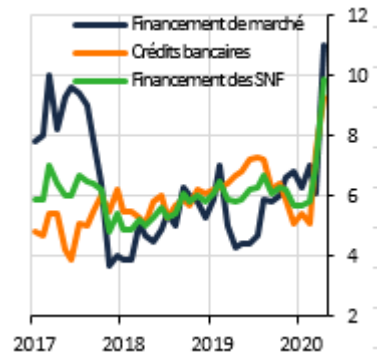
x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Banque de France Webstat.
Dernier point : Avril 2020.

Graphique 2.12 : Croissance annuelle par mode de financement (en %)

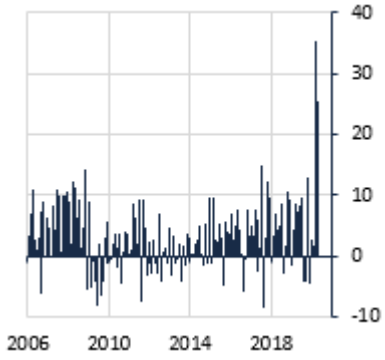
x : axe temporel / y : croissance en pourcentage



Sources : Banque de France -
Stat Info : https://www.banque-france.fr/statistiques/credit/endettement-et-titres/financement-des-snf

Graphique 2.13 : Flux de crédits des SNF françaises

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : Banque de France Webstat. Dernier point : Avril 2020.
Note : Il s'agit des flux de nouveaux crédits nets des remboursement de crédits passés.

Le développement du financement de marché (Graphique 2.12) s'explique notamment par la flexibilité offerte par ce type de financement (différents niveaux de séniorité lors de l'émission de la dette, taux d'intérêt fixe ou variable, émissions sur des maturités longues plus aisée) ainsi que par son coût moins élevé que celui des crédits bancaires (Graphique 2.15). Par ailleurs, l'accès des entreprises au financement de marché fournit une liquidité alternative aux crédits bancaires mais cette liquidité a un coût, surtout en période de stress comme dans le cas de

41 Source : https://www.banque-france.fr/statistiques/credit/endettement-et-titres/financement-des-snf

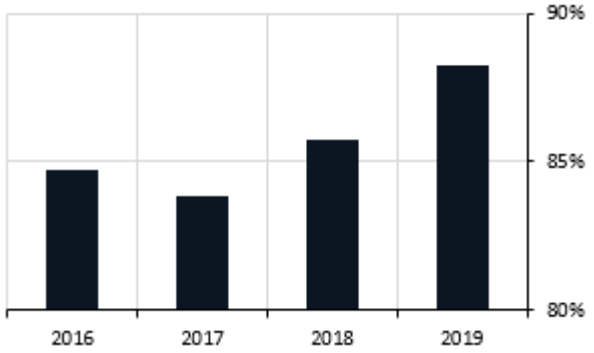
la crise Covid-19. En effet, l'accès aux ressources de marché peut se tarir ou se renchérir lorsque les incertitudes économiques ou financières incitent les investisseurs à exiger une rémunération du risque plus élevée.

Dans un contexte de taux d'intérêt durablement bas, l'essor des financements de marché s'est accompagné d'une dégradation de la notation financière moyenne de la dette des SNF. La part d'obligations notées BBB (qualité la plus basse) au sein de la poche *Investment Grade* a considérablement augmenté depuis cinq ans, la part de la dette BBB atteint 33% en France à fin 2019 (chiffre cependant inférieur à celui des États-Unis – 45%- ou celui de l'Italie -70% -). Cette dégradation de la note des SNF a parfois aussi résulté de la baisse de notation de leurs souverains respectifs.

Depuis le début de la crise sanitaire, les SNF et en particulier les moins bien notées (BBB et *High Yield*) ont été confrontées à des difficultés à émettre de la dette. Le marché s'est temporairement fermé (marchés du papier commercial et obligataire) et les conditions de financement se sont dégradées : hausse des spreads de crédit des émetteurs BBB de de + 180 points de base en Europe sur la période fin février à fin mars 2020, passant de 100 à 280 points de base. Les spreads se sont depuis lors repliés pour revenir aux environs de 160 points de base[42].

Graphique 2.14 : Dette non bancaire au bilan des grandes entreprises

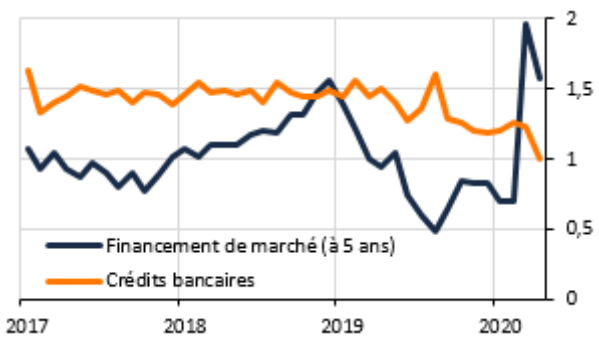
x : axe temporel / y : pourcentage de dette totale



Source : Banque de France

Graphique 2.15 : Coût moyen du financement de marché inférieur au crédit bancaire

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Statistiques de la Banque de France sur le financement des sociétés non financières. Dernier point : avril 2020

En période de stress financier élevé, les financements de marché peuvent être prompts à s'assécher, nécessitant l'intervention des autorités monétaires pour stabiliser les conditions de financement à l'économie. Ce phénomène souligne également la complémentarité entre financement de marché et financement bancaire puisque dès les prémisses de la crise, les entreprises qui en disposaient ont massivement tiré sur les lignes de crédit précédemment négociées avec leurs banques.

En l'absence de nouvelles tensions, la charge de la dette des SNF ne devrait pas s'alourdir en 2020 car les taux d'intérêt à l'émission pour le segment BBB (1.8% en moyenne en Europe restent inférieurs aux taux d'intérêt moyen des dettes qui arrivent à maturité (3.8% en moyenne en Europe). Il convient cependant de noter que les sociétés non financières notées BBB ont des besoins de refinancement élevés à hauteur de 30% de l'encours (soit 900 milliards d'euros) sur les années 2020 à 2022. Les risques pourraient provenir d'une dégradation de certains émetteurs en catégorie spéculative (*fallen angels*).

42 Source : S&P BBB Invest Grade Corporate Bond index

3. Des risques à court terme

3.1 Les risques associés à la lenteur de la reprise

Les risques du système financier

Coût du risque en hausse pour les banques

*Les mesures monétaires et prudentielles concernant les banques ont été déterminantes pour écarter tout risque de refinancement pour ces dernières***.**

Les premières tensions apparues dès fin février avec le gel des marchés obligataires primaires et la hausse des rendements à l'émission (+200 points de base entre fin-février et fin-mars pour les obligations financières) ont conduit les banques à se tourner massivement vers le refinancement banque centrale. Les opérations de refinancement, en euros, auprès de l'Eurosystème ont augmenté de près de 500 milliards d'euros (au 4 juin 2020).

Les opérations de LTRO à 3 mois et à 3 ans effectuées le 25 mars 2020 ont rencontré 194 milliards d'euros de demande ; la TLTRO à 3 ans allouée le 18 juin a été souscrite par 742 établissements au sein de la zone euro à hauteur de 1 308 milliards d'euros, soit une demande nette des remboursements de 545 milliards. En parallèle, et vraisemblablement de peur de subir une stigmatisation de la part des investisseurs, les établissements ne paraissent pas avoir utilisé la faculté de mobiliser leurs réserves de liquidité. Ainsi, à fin mars, les ratios de liquidité court terme (LCR) des quatre grands groupes bancaires français avaient encore progressé à partir d'un niveau déjà très solide fin 2019 (cf. Tableau 3.1).

Ces groupes indiquaient effectivement avoir profité des conditions favorables de début d'année pour réaliser une part importante de leurs programmes de refinancement moyen terme de l'année 2020. A mi-avril, les taux de réalisations s'établissaient déjà entre 42% et 69%. Par ailleurs, la hausse des taux de refinancement sur le marché interbancaire, primaire de court terme et obligataire senior et covered est restée contenue et de courte durée.

Tableau 3.1 : Ratios de liquidité court terme des quatre grands groupes bancaires français

LCR*	BNPP	GCA	SG	BCPE
Décembre 2019	125%	135%	124%	>110%
Mars 2020	130%	142%	141%	138%

Source : communication financière
** ratio calculé en moyenne de fin de mois par BPCE et GCA*

Le second risque de court terme qui s'est matérialisé dès le mois de mars concerne les activités de marché des groupes bancaires, directement en lien avec les fortes turbulences ayant affecté les marchés financiers (chute de la valorisation de l'ensemble des marchés actions, hausse historique de la volatilité, augmentation des spreads de crédit). Sur la base des résultats publiés à fin mars, la situation est très contrastée entre les deux principales lignes de métiers mais homogène entre les groupes.

Les métiers « FICC » taux, crédit, change et matières premières enregistrent des performances historiques (+32% par rapport au premier trimestre 2019) alors que les métiers « Equity » - actions et dérivés actions - subissent des pertes significatives conduisant à des résultats trimestriels en très forte baisse. En parallèle, les actifs pondérés pour risque de marché ont augmenté de près de 36% pour BNPP et SG selon la communication financière de ces établissements.

Enfin, avec la réduction de la solvabilité des emprunteurs, il est probable que le risque de crédit pèsera à court et moyen terme sur les indicateurs comptables et prudentiels des banques :

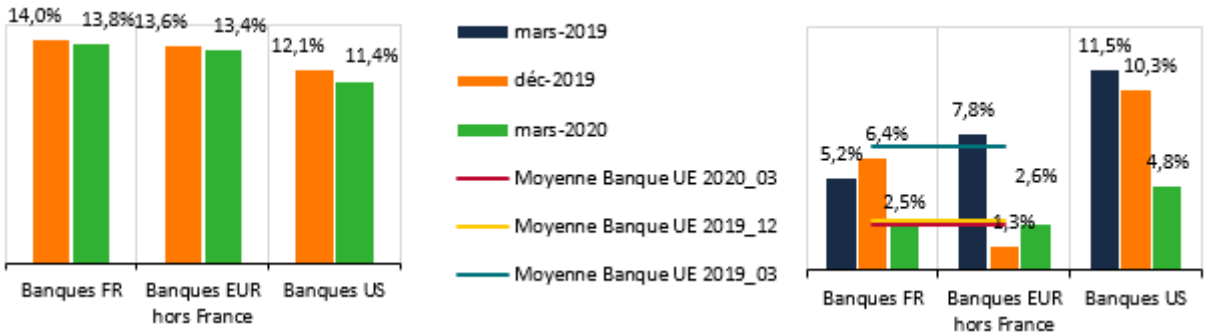
- En premier lieu, le coût du risque est attendu en hausse sur l'année 2020 notamment pour les secteurs les plus sensibles, de même que la proportion de crédits non performants, alors que ces indicateurs s'étaient

maintenus à des niveaux faibles en 2019[43]. Ainsi, **fin mars, le coût du risque s'établit à 3,7 milliards d'euros, soit une augmentation de 129% pour les quatre grands groupes bancaires français** (+69% en banque de détail et services financiers spécialisés et x 11,4 en banque de financement et d'investissement - BFI) évolution relative à rapprocher néanmoins de niveaux historiquement faibles enregistrés au cours des précédentes périodes ; cette évolution reflète d'une part l'effet de l'ajustement des provisions pour risque sur les encours sains du fait de la dégradation des perspectives macro-économiques liées à la crise Covid-19, d'autre part des défauts subis en BFI sur des expositions au secteur de l'énergie et du pétrole ainsi que la résurgence du risque de contrepartie. Au final, cette hausse du coût du risque contribue à la dégradation des résultats avant impôts.

- En parallèle, du fait des besoins de financement des entreprises accrus pendant la période de confinement, l'utilisation (tirage) des lignes de crédits accordées ainsi que l'octroi de nouveaux prêts conduiront mécaniquement à une augmentation des actifs comptables et pondérés sur ce segment. Notons par ailleurs, qu'à exposition constante, la dégradation de la situation financière des entreprises peut entraîner également une augmentation des actifs pondérés afférents pour les banques utilisant des modèles internes. Ainsi, à la fin du premier trimestre 2020, entre hausse des volumes et premières dégradations de la qualité des expositions, les actifs pondérés pour risque de crédit des quatre grands groupes bancaires français ont progressé de près de 3%.
- En matière de performances financières des quatre grands groupes bancaires français à fin mars 2020, le produit net bancaire agrégé s'inscrit en repli modéré (-5%, à 30 milliards d'euros) par rapport à mars 2019, l'activité ne subissant l'impact de la crise qu'en fin de trimestre. Le résultat net baisse de près de 50% à 2,4 milliards d'euros, compte tenu de l'augmentation du coût du risque, et en dépit d'une réduction de 1% des frais de gestion. En trois mois, la rentabilité annualisée des capitaux propres (RoE) s'est réduite en France (-3.9 points de pourcentage) et aux US (-5.5 pts). En Europe hors France, le redressement partiel s'explique par le point bas atteint fin 2019 par les banques allemandes (graphique 3.1 à droite).
- Concernant l'évolution du ratio de solvabilité CET1 à fin mars 2020 (Graphique 3.1 à gauche), les mesures décrites dans la partie 1.2.2 ont permis d'absorber les premières conséquences de la crise en limitant leur impact sur la baisse du ratio CET1 à 26 points de base pour les banques françaises (resp. 28 points de base pour les principales banques européennes non françaises et 72 points de base pour les principales banques américaines). Les ratios de levier, en léger repli, restent au-dessus des exigences réglementaires.

Graphique 3.1 : Comparaisons internationales[44] entre déc. 2019 et mars 2020 : Ratio CET1 et RoE

x : catégories / y : pourcentage



Sources : Communications financières et reportings réglementaires, calculs ACPR

43 Analyse & Synthèse sur la situation des banques françaises en 2019, https://acpr.banque-france.fr/liste-chronologique/analyses-et-syntheses

44 Banques FR : BNPP, SG, GCA, BPCE. Autres banques Européennes : BBVA, Santander, Unicredit, Intesa SanPaolo, Deutsche Bank, ING, Nordea, Crédit Suisse, UBS, Barclays, Lloyds Banking Group, RBS, Standard Chartered, HSBC. Banques US :BoA, Citi, Goldman Sachs, JP Morgan, State Street, Wells Fargo.

En raison des mesures de confinement, les banques ont déclenché leurs plans de continuité d'exploitation et ont ainsi assuré de façon satisfaisante la continuité opérationnelle de leurs services de financement de l'économie et tout particulièrement des entreprises.

Les effets anticipés de la persistance d'un environnement de taux bas pour les banques et les assurances

La prolongation durable de l'environnement de taux d'intérêt bas vient mécaniquement comprimer la marge nette d'intérêt (MNI) des banques françaises.

Dans l'hypothèse de la persistance d'un environnement de taux bas sur les niveaux observés à fin 2019, l'écoulement de l'encours de prêts contractés antérieurement à taux plus élevés continuera de peser sur la rémunération moyenne de l'actif des banques. En sens opposé, les banques pourront se refinancer à des taux plus intéressants, notamment via les opérations de refinancement auprès de la Banque de France. La crise a par ailleurs conduit à une augmentation des dépôts bancaires, correspondant à la fois à une épargne de précaution et une consommation réduite par la période de confinement. Ces deux dynamiques contradictoires pourraient cependant être atténuées en fonction des stratégies de macro-couverture de chaque établissement pour gérer leur risque de taux.

L'impact de la prolongation de l'environnement taux d'intérêt bas pour les assureurs

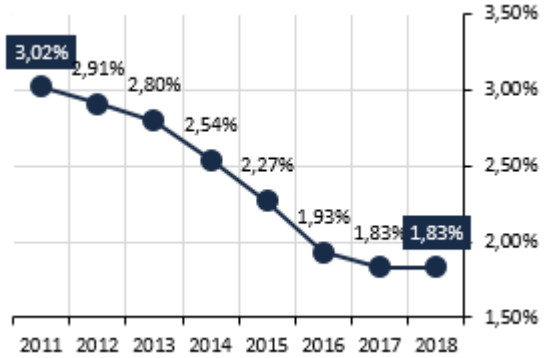
Plus la durée pendant laquelle les assureurs seront exposés à des taux bas est importante, plus les assureurs seront contraints. Les rendements financiers qu'ils tirent actuellement de leur actif leur permettent de maintenir une rémunération compétitive en environnement de taux bas, tout en dotant la provision pour participations aux bénéfices qui permet de lisser dans le temps les rendements servis aux épargnants. Ces rendements financiers baissent cependant de façon tendancielle.

À noter que même si le contexte de récession laisse présager des taux durablement bas, dans l'hypothèse adverse d'un choc de taux à la hausse, les assureurs pourraient manquer de marges de manœuvre pour offrir des rendements suffisamment attractifs sur les nouveaux contrats, ce qui les rend vulnérables à un tel scénario.

De fait, le résultat des assureurs vie est largement influencé par la baisse des produits financiers en lien avec la baisse des revenus des actifs obligataires. Ainsi, le taux moyen de rendement de l'actif a diminué de 3,5 % à 2,5 % entre 2013 et 2019.

Graphique 3.2 : Reprise de la baisse des taux de revalorisation en 2019 suite au palier de 2018…

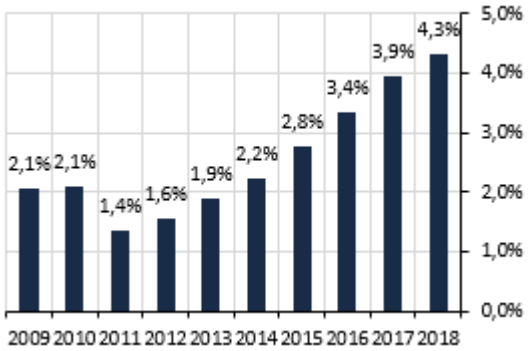
x : axe temporel / y : taux de revalorisation en %



Source : ACPR

Graphique 3.3 : … au profit d'une dotation de la provision pour participation aux bénéfices

x : axe temporel / y : dotation participation au bénéfice (PPB) en %



Source : ACPR

Sous l'hypothèse forte d'un réinvestissement des titres de créance arrivant à échéance dans des obligations à taux 0 % et d'une collecte nette nulle sur les supports en euros, cette baisse du taux de rendement de l'actif pourrait se poursuive à un rythme d'environ - 25 points de base par an sur les 5 prochains exercices.

La baisse du rendement de l'actif décrite ci-dessus s'accompagne de différentes mesures sur les engagements en euros des assureurs. La première mesure est la baisse des taux de revalorisation attribués chaque année aux assurés sur leurs supports en euros. Il s'agit de la rémunération des contrats investis en fonds euros qui joue un rôle important dans la concurrence entre établissements.

L'année 2019, aura été marquée par une baisse significative des taux après une période de stabilité pour les exercices 2017-2018 (Graphique 3.2). En effet, il a été constaté une baisse des taux de l'ordre de 0,40% faisant passer le taux de revalorisation moyen des contrats d'épargne et de retraite individuels à un chiffre proche de 1,4 % au titre de l'année 2019.

Cette baisse s'est accompagnée par un accroissement des provisions pour participation aux bénéfices, réserve permettant aux assureurs vie de lisser dans le temps la participation des assurés aux résultats via la revalorisation des contrats (Graphique 3.3). Ce stock de provisions représente donc désormais l'équivalent de deux à trois années pleines de revalorisation.

Toutefois, la mobilisation de ces provisions n'immuniserait pas durablement les assureurs vie contre un scénario de remontée abrupte des taux à moyen terme. En simulant une hausse du taux souverain français de + 300 points de base à horizon quatre ans, les assureurs pourraient revaloriser leurs contrats euros au nouveau taux de marché uniquement pendant trois ans. Plus la durée pendant laquelle les assureurs ont été exposés à des taux bas est importante, moins les assureurs auront la capacité à suivre une hausse future des taux d'intérêt: si la hausse du taux souverain mentionnée ci-dessus arrivait à un horizon d'un an au lieu de quatre ans, la provision serait asséchée au bout de cinq ans (Graphique 3.5).

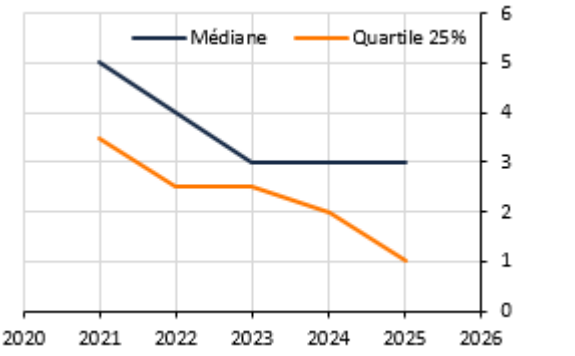
Graphique 3.4 : rendements à l'actif en déclin dans les conditions financières actuelles

x : axe temporel / y : pourcentage

Sources : Collecte prudentielle ACPR, Calculs Banque de France.
Note : Rendement annuels de l'actif moyens projetés pour un périmètre représentant 90% du marché de l'assurance vie en Euros.

Graphique 3.5 : estimation du nombre d'années à partir desquelles la capacité d'absorption des chocs de hausse des taux d'intérêt par la provision pour participation aux bénéfices (PPB) deviendrait nulle

x : axe temporel / y : années



Sources : Collecte prudentielle ACPR, Calculs Banque de France.
Notes : L'axe des abscisses représente l'horizon d'un choc de hausse des taux d'intérêts (par exemple +300 points de base). L'axe des ordonnées représente le délai au bout duquel un assureur vie aura écoulé sa PPB. La liquidation de la PPB a été calibrée pour limiter tout risque de rachat de la part des assurés en bonifiant le taux servi pour conserver l'attractivité du contrat.

3.2 Une amplification des difficultés induites par des phénomènes procycliques

Le rôle des agences de notation

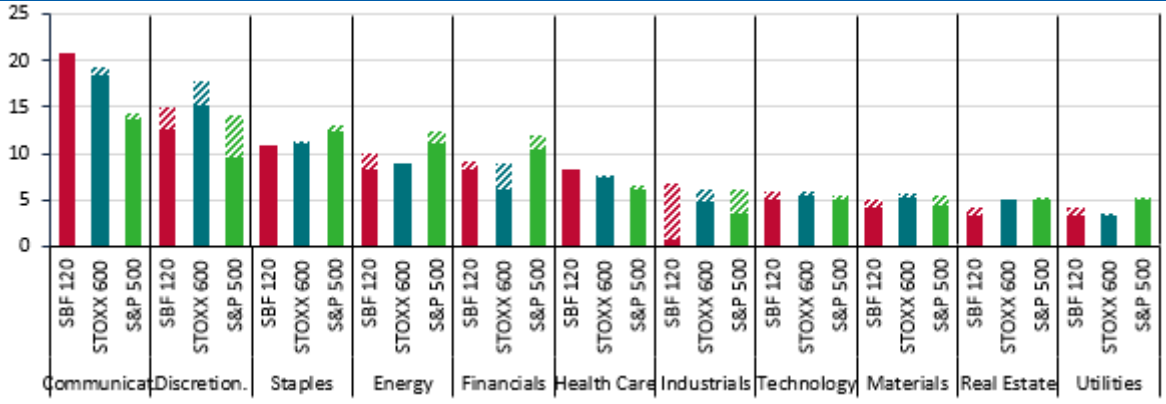
Les dégradations affectent tous les pays développés ainsi que l'ensemble des secteurs d'activité. Alors que lors des précédentes crises, les dégradations de note (*downgrades)* et de perspectives *(outlook)* ont affecté plus particulièrement le secteur financier[45], elles touchent à ce stade principalement les entreprises directement touchées par la crise du Covid-19, le secteur financier étant affecté via la hausse des risques de crédit et l'incidence

45 Une méthodologie similaire à celle du Graphique 3.7 indique que la proportion d'entreprises financières parmi les entreprises dégradées sur les 3 périodes sont les suivantes : 30%, 50%, 65%. À l'inverse aucune entreprise financière française n'a été dégradée entre le 01/01/2020 et le 01/04/2020

sur sa profitabilité future. Ainsi, les dégradations touchent notamment les secteurs de l'énergie, de la consommation discrétionnaire et de l'industrie en raison d'une incidence plus marquée des mesures de confinement sur ces secteurs. Le graphique 3.6 compare les dégradations des entreprises du SBF 120 par rapport aux indices étrangers. Il apparaît qu'aucune zone géographique n'a été épargnée et que l'indice actions des sociétés françaises a subi un nombre de révisions à mi-chemin entre celui des sociétés composant l'Euro Stoxx et le S&P 500.

Graphique 3.6: Part des dégradations de notation dans les différents indices de référence (21/02/2020 – 14/04/2020). Périmètre : Indices SBF 120, STOXX 600 et S&P 500, trois principales agences

X : Indice / Y : Part des secteurs en % (dégradations en hachuré)



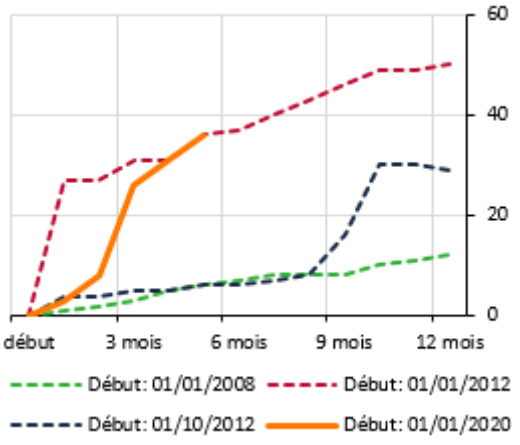
Sources : Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch.

Notes : Ce graphique présente en hachuré la part des entreprises de chaque indice ayant eu une dégradation de leur note durant la période allant du 21/02/2020 au 14/04/2020, par secteur. Chaque entreprise de l'indice n'est comptée qu'une fois, quel que soit le nombre de dégradations successives ou d'agences ayant revu sa notation. L'Euro Stoxx 600 s'entend ici sans les entreprises membres du SBF 120.

Les dégradations de notes d'entreprises s'opèrent à un rythme soutenu depuis l'éclatement de la crise du Covid-19. Le graphique 3.7 compare la temporalité des dégradations de note en France au début des différents épisodes de crise : crise financière de 2008, crise de la dette en zone euro de 2012, crise sanitaire de 2020. Le rythme actuel des dégradations apparaît supérieur à celui des périodes antérieures, à l'exception du début de la crise de de 2012 en zone Euro. Les révisions à cette période s'expliquent par la dégradation du souverain français, qui a affecté les notations des entreprises du pays[46]. A l'inverse, à ce jour le souverain français n'a pas été dégradé. A notation souveraine inchangée, la récente crise apparaît marquée par un nombre historiquement significatif de dégradations qui s'explique par l'ampleur de la crise actuelle et son acuité exceptionnelle pour les entreprises non financières.

Graphique 3.7: Nombre de dégradations des émetteurs français à partir du début de chaque crise. Périmètre : Trois principales agences

X : axe temporel (mois) / Y : Nombre de dégradations



Sources : Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch

Notes : Dans cet exercice, une entreprise qui voit sa notation dégradée puis rehaussée par la suite a un effet d'abord négatif puis positif sur la courbe. Le souverain français a été dégradé en janvier 2012 et en juillet 2013. Périmètre : ensemble des entreprises françaises notées par une des trois agences. Une notation agrégée est obtenue en faisant la moyenne des 3 agences et est utilisée pour ce graphique. À noter que le nombre d'entreprises suivies par les agences augmente dans le temps. Les périodes choisies correspondent à des intervalles de temps avec à la fois une croissance faible et un nombre élevé de dégradations. Dernier point : 01/04/2020.

Ces dégradations pourraient être problématiques si elles engendrent un nombre significatif de *fallen angels* (entreprises passant du statut d'*Investment Grade*, notée BBB- ou plus, à celui de *High Yield*, BB+ ou moins). Au cours des dernières années, la notation moyenne des émetteurs se dégrade, avec notamment un gonflement du segment BBB, le seuil des obligations de qualité *Investment Grade* (IG).

46 Une entreprise ne pouvant pas avoir une meilleure notation que son souverain.

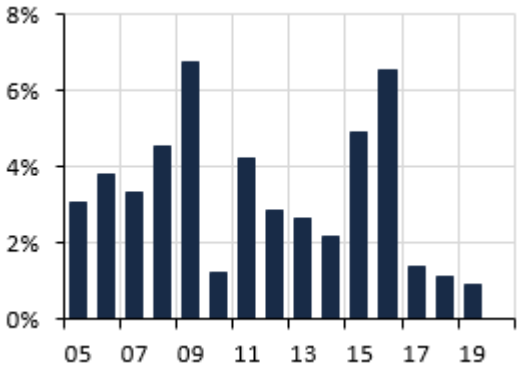
Cette dégradation reflète à la fois l'accès plus large des entreprises européennes au marché obligataire mais aussi une détérioration de la structure financière des émetteurs. Les périodes de crise sont plus particulièrement propices à une accélération des dégradations de la catégorie *Investment Grade* à la catégorie *High Yield,* comme l'indique le Graphique 3.8.

La perte du BBB apparaît plus dommageable aujourd'hui en raison du développement des financements de marché, de la gestion passive et des règles automatiques de gestion excluant par principe de leur univers d'investissement les titres notés en dehors du compartiment *Investment Grade*. Certains acteurs de marché peuvent ainsi être amenés à liquider des positions (parfois même par anticipation) afin de respecter leurs règles légales ou internes.

Ces liquidations d'actifs, si elles devaient intervenir de façon brutale et massive, auraient un effet procyclique sur la situation financière des entreprises, aggravant les difficultés de financement et partant les risques de défaut liés soit à des difficultés de financement soit à une dégradation structurelle de leur solvabilité.

Graphique 3.8 : Pourcentage d'entreprises passant de BBB à HY, par année

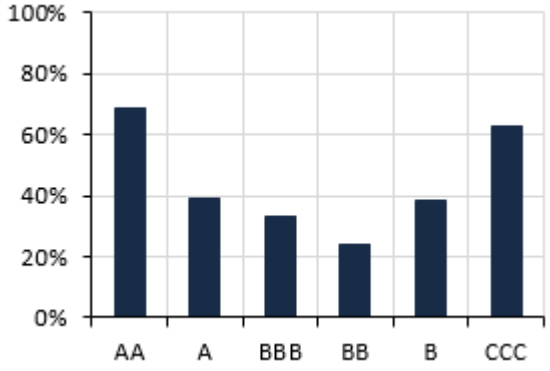
x : axe temporel (année) / y : Pourcentage



Sources : Moody's, ESMA.
Note : Périmètre mondial, SNFs. Seule l'agence Moody's est ici représentée.

Graphique 3.9 : Part des SNF françaises ayant au moins une perspective négative

x : Rating / y : Proportion de SNF ayant au moins une perspective négative



Sources : Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch, calculs Banque de France
Note: Les notations sont issues d'une moyenne entre les trois principales agences. Les aires correspondent à des entreprises ayant une perspective négative selon au moins une agence. Périmètre: SNF françaises.

Les autorités publiques ont d'ores et déjà pris des mesures pour atténuer les effets de l'automaticité de ces dégradations. Afin de s'assurer que les décisions de politique monétaire de l'Eurosystème jouent pleinement leur rôle pendant toute la durée de la crise du Covid-19, le Conseil des gouverneurs a pris la décision d'appliquer aux notations une « clause grand-père » au 7 avril 2020, dans le cas où les agences de notation dégraderaient significativement les notes des actifs éligibles aux programmes d'achat d'actifs ou comme collatéral aux opérations de refinancement. Ainsi, tous les actifs négociables éligibles à cette date, ce qui requiert d'avoir une note supérieure à BBB- (ou équivalent), le resteront jusqu'en septembre 2021 même si leur notation est dégradée par la suite, à condition toutefois que la note ne descende pas en dessous de BB+ (ou équivalent)[47]. Cette décision, qui dès son annonce a soutenu la valorisation des marchés de crédit européens, écarte donc le risque d'un choc brutal sur les coûts de refinancement des entreprises ou sur l'accès aux liquidités en cas de dégradation. Aux États-Unis, la Fed s'est elle-même engagée à investir dans des ETF *High Yield*.

A ces mesures prises par la BCE, s'ajoutent les récentes déclarations de l'ESMA, autorité en charge de la supervision des agences de notation depuis 2011, pour rappeler aux agences la nécessité de ne pas réagir de façon mécanique et donc potentiellement procyclique, mais de privilégier une vision prenant en compte l'ensemble du cycle économique.

47 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200422_1~95e0f62a2b.en.html

Des analyses sont en cours dans les instances européennes (ESRB) et internationales sur les pistes de réforme possibles pour prévenir les effets procycliques des dégradations de notation. Si des évolutions significatives sont d'ores et déjà intervenues à l'issue de la crise financière de 2008 pour encadrer l'activité des agences de notation, la crise actuelle et la procyclicité attachée à l'utilisation des notes de crédit plaident pour compléter le dispositif. Il pourrait s'agir notamment d'assurer une supervision plus étroite des méthodologies employées, et surtout de réduire davantage la dépendance aux notations externes des émetteurs comme des investisseurs, voire de déconcentrer un marché qui demeure oligopolistique dans son fonctionnement.

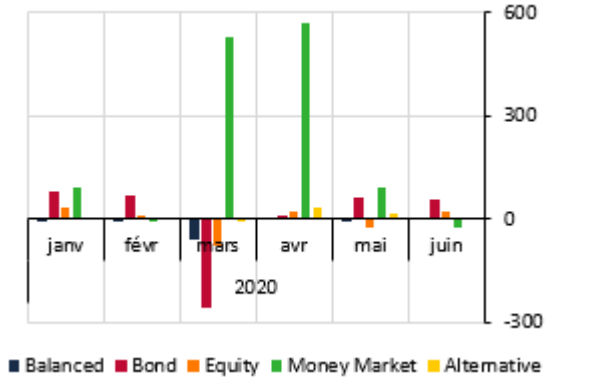
Les risques de sur-réaction et de contagion dans l'intermédiation non-bancaire

Sorties des fonds monétaires et tensions sur le marché monétaire primaire et secondaire

En France, les encours sous gestion représentaient 1 665 milliards d'euros fin janvier 2020 (tous OPC monétaires et non monétaires confondus), et 1470 milliards fin mars 2020 (source BCE et Banque de France). Cette baisse de l'encours (195 milliards d'euros en 2 mois, soit -12 % de l'encours initial) s'explique en grande partie par un effet valorisation sur les segments actions (-68 milliards soit -20% de l'encours de ce segment), mixte (-36 milliards, soit -10%) et obligations (-16 milliards, soit -5%). D'autre part, le segment monétaire a été affecté durant le mois de mars 2020 avec des sorties nettes représentant 52 milliards d'euros (soit 15% de l'encours de ce segment).

Graphique 3.10 : Depuis mars 2020, on observe un «flight to safety » relativement net avec d'importants flux positifs sur les fonds monétaires

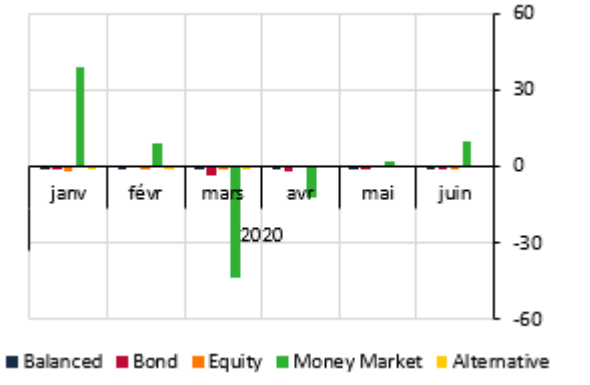
x : axe temporel / y : flux en milliards USD sur les fonds passifs et actifs de chaque classe d'actifs (scope monde)



Sources : EPFR Global, Calculs Banque de France

Graphique 3.11 : Les fonds monétaires français ont eux enregistré une décollecte, mais un arbitrage entre 2 niveaux de risques de fonds monétaires est apparue

x : axe temporel / y : flux cumulés en milliards USD sur les fonds domiciliés en France



Sources: EPFR Global, Calculs Banque de France

L'émergence d'incertitudes sur la stabilité économique suite à la crise liée au Covid-19 a créé des mouvements de réallocation substantiels sur la classe d'actif monétaire. Au niveau mondial, les flux se sont massivement portés vers les fonds monétaires US ayant pour stratégie de ne détenir que de la dette souveraine américaine (Graphique 3.10). En France, les fonds monétaires français ont enregistré une décollecte concentrée sur les fonds monétaires standards (Graphique 3.11). En revanche, les fonds monétaires court terme ont collecté sur la même période[48]. Ces derniers se distinguent des premiers par une moindre exposition au risque de taux d'intérêt et au risque de crédit. Ces évolutions opposées s'inscrivent dans une recherche générale de recherche de liquidité (*flight to liquidity*) relevant de deux comportements : les investisseurs ayant besoin de trésorerie sont sortis des fonds monétaires, d'autres ont arbitré entre les fonds monétaires standards et les fonds monétaires de court terme afin de réduire leur profil de risque et la volatilité de leurs actifs.

Ces arbitrages ont coïncidé avec le gel du marché des *Commercial Papers*. Il paraît établi que les gestions n'ont pas renouvelé leurs investissements sur les titres à l'échéance, pour ce qui est des sociétés non financières, ce qui

48 Depuis le règlement européen 2017/1131 (MMF), les fonds monétaires sont désormais classés en deux catégories : les fonds monétaires court terme et les fonds monétaires standards, les premiers offrant un profil de risque inférieur aux seconds. Ces deux catégories se distinguent par la maturité des actifs éligibles, la maturité moyenne pondérée du risque de taux et de crédit et présentent des règles de valeur liquidative différentes (valeur liquidative –VL - constante, VL à faible volatilité, VL variable).

a pu aggraver le gel du marché des Commercial Papers sur lequel l'Eurosystème a, au final, décidé de se porter acquéreur. Cet épisode a mis en lumière des tensions entre les comportements individuellement justifiés et leurs conséquences collectivement sous-optimales : la gestion prudente de la liquidité au niveau individuel des fonds de gestion et/ou des investisseurs a créé des problèmes au niveau global, en particulier des tensions de liquidité pour les banques et les entreprises non financières. Si l'intervention nouvelle de l'Eurosystème sur ce segment de marché a permis un redémarrage du financement des sociétés financières via ces titres, les incidences d'une telle réponse doivent être évaluées pour éviter de nourrir tout aléa moral. À cet égard, la Banque de France et l'AMF mènent des travaux conjoints pour s'assurer de l'existence et du bon fonctionnement des outils de gestion de liquidité au sein des organismes de placement collectif.

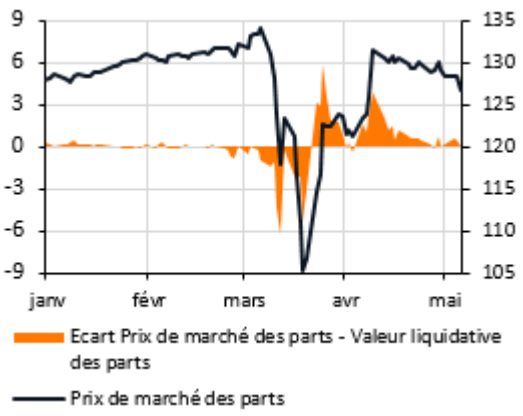
Parallèlement à ces travaux, la Banque de France renforce son engagement à développer un système financier solide et stable en utilisant ses analyses sur les interconnexions financières pour réfléchir activement à un cadre macro-prudentiel enrichi pour l'ensemble des institutions concernées, notamment sur les thématiques de la liquidité et de la procyclicité.

Encadré 5 : Mise en lumière des effets du surréaction sur les ETF

A l'échelle mondiale, le montant des actifs investis sur les ETF a connu une croissance rapide depuis la crise financière de 2008, passant de 800 milliards de dollars en 2007 à 5 000 milliards mi-2019. Ce succès s'observe également en Europe avec une collecte supérieure à 100 milliards d'euros en 2019 et pour encours total de près de 1000 milliards à fin 2019. En France, le marché des ETF a progressé l'an passé de 40% sous l'effet de la hausse des marchés et d'une collecte dynamique, avec notamment un intérêt croissant des investisseurs pour les ETF obligataires. L'illiquidité sur les marchés obligataires observée en mars a affecté les ETF, en provoquant un écartement temporaire du prix de marché des parts de fonds devenu temporairement inférieur à la valeur liquidative (Valeur Nette d'Inventaire).

Graphique 3.12 : les ETF ont subi d'importants écarts entre le prix de marché et la valeur liquidative des parts

x : axe temporel / y (gauche) écart entre prix de marché et valeur liquidative en points de base / y (droite) prix de marché des parts en %



Sources : Bloomberg, BIS
Notes : LQD ETF : iShares iBoxx $ Investment Grade Corporate Bond ETF

Cet écart reflète l'illiquidité sur le marché des obligations sous-jacentes, alors que les ETF continuent d'être échangés même si les sous-jacents ne sont plus traités. Ce différentiel qui a pu atteindre jusqu'à -6% en période de fortes tensions sur les marchés (Graphique 3.12) s'explique par l'absence de prix de référence pour les actifs sous-jacents. De fait, les parts d'ETF qui traitent en continu sur le marché jouent un rôle de révélateur des prix des titres sous-jacents, les prix de ceux-ci finissant par converger vers le prix des parts d'ETF. En période de fonctionnement normal des marchés, les ETF tendent à répliquer fidèlement la valeur des indices sous-jacents.

Les risques opérationnels dans le contexte de la crise sanitaire

La crise sanitaire a nécessité une réaction rapide du secteur financier afin de préserver la continuité d'activité et de continuer à opérer avec un haut niveau de sécurité.

Le recours massif au travail à distance – y compris pour une fraction importante des opérations de marché qui étaient traditionnellement exclues des dispositifs de télétravail - a constitué un défi nouveau et d'ampleur inégalée jusque-là pour le secteur.

Ce défi opérationnel dans le contexte du COVID-19 se distingue par plusieurs caractéristiques :

- Son caractère mondial en raison de la pandémie qui touche une grande partie des économies, avec une intensité variable ;
- Sa durée puisque les mesures de confinement s'étalent sur plusieurs mois, sont susceptibles d'être réintroduites en cas de second vague épidémique et s'accompagnent de mesures sanitaires strictes ;
- L'ampleur puisque les enjeux opérationnels concernent à la fois les collaborateurs des établissements financiers, les fournisseurs et les clients ;
- La nécessité d'assurer la continuité d'activité et de mettre en place des dispositifs nouveaux comme les PGE avec des délais d'instruction raccourcis pour les banques :
- Le recours massif aux télécommunications, avec une grande majorité de personnels travaillant depuis leur domicile, ou en équipes alternantes.

Dans ce contexte particulier, c'est naturellement le risque cyber qui vient au premier plan en raison d'une nouvelle organisation du travail décentralisée et dématérialisée.

À cette heure, ce basculement organisationnel semble s'être organisé sans difficulté majeure et sans matérialisation significative de risques malgré la recrudescence observée des tentatives de fraude par internet (hameçonnage notamment).

Néanmoins, dans le cadre de l'accompagnement de place opéré par la Banque de France en matière de prévention des risques opérationnels, des enseignements devront être titrés de cette expérience inédite. Certains éléments relatifs à l'identification des personnes-clefs, à la résilience des infrastructures de communication, ou à la continuité de service de de la part de fournisseurs critiques mériteront une attention particulière dans le cadre des prochains travaux de place.

4. Enjeux de moyen terme

4.1 Enjeux de coopération internationale et d'égalité de traitement règlementaire pour le secteur financier

À la différence de la crise financière de 2008/2009, la coordination des réactions de politique économique a été beaucoup plus limitée. Alors que la réunion du G20 de Londres en février 2009, avait constitué la pierre angulaire de la réaction conjointe des principales économies avec à la clef un renforcement des institutions financières internationales et des engagements en matière de relance économique, la réunion du même G20 à Ryad en avril 2020 s'est contentée d'un accord sur la suspension du service de la dette des pays les plus pauvres.

Plusieurs raisons peuvent être invoquées :

- Le caractère asynchrone de l'épidémie qui a d'abord touché l'Asie, puis ensuite l'Europe avant de se diffuser à l'Amérique et au reste du monde alors que la crise financière avait simultanément affecté le fonctionnement de l'ensemble des marchés financiers ;
- Une certaine asymétrie dans l'impact de l'épidémie qui a touché inégalement les pays notamment selon la nature de leur réaction sanitaire. Des mesures de prophylaxie précoces ont permis de juguler l'épidémie en Corée du Sud ou à Taiwan, réduisant la nécessité de mesures plus drastiques et donc le coût économique de la pandémie ;
- Un environnement indéniablement moins favorable à la coopération internationale, déjà observable au travers des tensions commerciales et politiques récurrentes entre États-Unis et la Chine.

Dans le cadre de la crise Covid-19, les autorités de supervision et de réglementation ont adopté de multiples mesures visant à faciliter la poursuite du financement de l'économie par les banques. Le Comité de Bâle a accompagné et coordonné ces efforts, en publiant plusieurs communiqués rappelant les flexibilités existantes dans le cadre actuel, notamment en matière d'utilisation des coussins de fonds propres et de liquidité. Compte tenu du caractère exceptionnel de cette crise, le Comité de Bâle a également adopté une report d'un an de la date d'application de l'Accord du décembre 2017 sur la finalisation de Bâle III ainsi que des ajustements temporaires et ciblés aux règles en vigueur, comme pour le traitement transitoire pour les provisionnements pour pertes de crédit attendues.

Certaines autorités nationales ont par ailleurs adopté des assouplissements règlementaires temporaires au-delà des flexibilités prévues par le cadre international. Ainsi, dans plusieurs pays, le calcul du ratio de levier a ainsi été temporairement modifié afin d'en exempter certains actifs (réserves en compte à la banques centrale, titres souverains), au-delà des dispositions prévues par le standard en cas de circonstances exceptionnelles. Ces mesures d'urgence ont été motivées par un objectif de bonne transmission des mesures exceptionnelles de politique monétaire et de financement de l'économie. Il est néanmoins important de s'assurer que la réponse règlementaire de court terme à la crise COVID ne remettre pas en cause le cadre prudentiel international mis en place à la suite de la crise financière. Une approche coordonnée au niveau international doit être conservée pour assurer une égalité de concurrence entre les banques actives internationalement.

4.2 Définir une réponse européenne a la hauteur des enjeux

Relancer l'économie européenne

La pandémie a touché inégalement les pays de l'Union européenne, et l'impact de cette crise sur les perspectives de croissance laisse présager un recul du PIB attendu compris entre 7 et 10% pour les principaux pays de la zone euro. Les mesures initiales adoptées dès le début avril pour contenir les conséquences économiques de la crise sanitaire (prêts du MES dans la limite de 2% du PIB, instrument de soutien temporaire pour atténuer les risques de chômage dans une situation d'urgence (SURE) à hauteur de 100 milliards d'euros, garanties de la Banque européenne d'investissement mobilisant jusqu'à 200 milliards de financement supplémentaire) ont vocation à

être complétées par un plan de relance. Le 27 mai, la Commission a ainsi officiellement publié son projet de plan de relance européen, qui s'inspire largement du plan franco-allemand présenté le 18 mai.

Cette proposition prévoit la création d'un instrument de relance intitulé *Next generation EU,* qui s'appuie sur une levée de fonds exceptionnelle de 750 milliards d'euros (0,7% du RNB) et s'ajoute à un cadre financier pluriannuel (CFP) UE 2021-2027 révisé moins dans son montant (1,1% du RNB) que dans son contenu.

Les fonds levés seront redistribués sous forme de dépenses supplémentaires (500 milliards dont 400 milliards de subventions directes pour soutenir la relance des États membres) et de prêts aux États membres (250 milliards) selon une clé de répartition favorisant les pays les plus affectés par la crise sanitaire, les indicateurs de chômage et de PIB par tête jouant un rôle primordial.

Les fonds visent à soutenir la relance des États membres, favoriser les investissements par effet de levier et renforcer la résilience européenne en matière de santé, d'écologie et de numérique.

La Commission se donne 6 mois pour parvenir à un accord qui devra rassembler le Conseil à l'unanimité et obtenir l'approbation du Parlement.

Le fonds de relance *Next Generation EU* serait financée par une dette commune, un emprunt réalisé (sur la base de l'art. 122 du Traité) par la Commission sur des maturités de 3 à 30 ans. Il est destiné à être redistribué sous formes de subventions ou de prêts, pour financer des programmes européens et nationaux.

Pour émettre cet emprunt, la Commission propose de modifier la décision relative aux ressources propres afin d'autoriser les emprunts et de relever le plafond des ressources propres à titre exceptionnel et temporaire de 0,6 p.p. Cette augmentation s'ajoutera au plafond permanent des ressources propres, qui serait fixé à 1,4% du RNB (contre 1,2% précédemment).

Cet emprunt sera remboursé sur le long-terme, via le budget de l'UE, à partir de 2028 et jusqu'en 2058 au plus tard. L'UE envisage de renforcer ses ressources propres à long terme et mentionne 4 pistes qui feront l'objet de discussions entre États membres :

- Une taxe européenne pour les grandes entreprises ;
- Une taxe à la frontière sur le CO2 ;
- Les recettes provenant de l'échange de droits d'émission ;
- Une taxe numérique.

Sur le fond, *Next generation EU* repose sur trois piliers :

1. **Soutenir financièrement les Etats membres en matière de relance** et renforcer les fonds structurels et de cohésion européens.
2. **Attirer et favoriser les investissements privés par effet de levier**, en créant un nouvel instrument de soutien à la solvabilité avec un budget de 31 milliards d'euros et en renforçant la capacité d'InvestEU.
3. **Tirer les enseignements de la crise** en prenant des mesures en faveur de la sécurité sanitaire européenne et de la résilience dans les domaines de la santé et des transitions écologique et numérique.

S'il est adopté par le Conseil européen dans ses principes (prêts et transferts) et modalités (ressources propres dédiées au remboursement), le plan de la Commission européenne constituera une avancée majeure dans le renforcement de la stabilité économique de l'UE par l'introduction d'un mécanisme de solidarité budgétaire entre pays membres qui faisait défaut jusqu'à présent Ce plan devrait permettre de compenser le déficit d'investissement productif provoqué par la récession et contribuer à accélérer le passage vers une économie européenne plus écologique et plus numérique.

Faire progresser l'Union des Marchés de Capitaux

Une autre dimension de la réponse européenne à la crise passe par de nouvelles avancées en matière d'Union des Marchés de Capitaux (UMC). Ce projet lancé en 2015 vise à créer un marché unique des capitaux en Europe afin de mieux financer les entreprises et notamment les PME. De fortes disparités juridiques, fiscales et réglementaires entre marchés nationaux freinent en effet les investissements transfrontières et pénalisent la bonne allocation de l'épargne au détriment des entreprises et des épargnants européens. Un des objectifs est notamment de mieux répondre aux besoins de financements des PME qui ont aujourd'hui peu de substituts au financement bancaire au sein de l'UE et également aux entreprises à fort potentiel de croissance qui ont besoin de marchés dynamiques et profonds pour financer tout leur cycle de développement. En outre, une plus grande intégration des marchés actions assurerait contribuerait à une meilleure répartition des risques sur le plan macroéconomique, une plus grande diversification de l'épargne européenne allant de pair une plus grande résilience de l'économie européenne.

A cet égard, la création d'un fonds de recapitalisation au bénéfice des PME européenne dans le cadre du programme de relance, placé sous l'égide du FEI, permettrait d'allouer des fonds propres supplémentaires aux entreprises européennes, sous forme de quasi-fonds-propres, remboursables à terme en fonction du succès de l'entreprise. Il viendrait ainsi compléter les dispositifs existants d'apports en fonds propres comme le Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques (FEIS) qui par l'apport de garanties offerts aux investisseurs privés permet de disposer d'un puissant effet de levier pour stimuler la levée de fonds.

4.3 Des enjeux environnementaux accrus

Des risques extra-financiers significatifs

La pandémie du Covid-19 a donné lieu à de nombreuses comparaisons avec le changement climatique. La crise actuelle pourrait en effet n'être qu'un aperçu de ce qui nous attend si nous ne faisons rien face au changement climatique. Toute comparaison entre la crise sanitaire actuelle et la crise climatique demande d'avancer avec prudence, l'origine animale de la pandémie n'étant pas encore totalement prouvée. **Trois grandes leçons peuvent néanmoins être dégagées à ce stade concernant les liens entre Covid-19 et crise climatique**. Celles-ci ont trait aux causes et aux caractéristiques de la crise ainsi qu'aux réponses nécessaires.

Concernant les causes d'abord, de nombreux experts soulignent que les deux crises ont une origine commune : la destruction des habitats naturels. La multiplicité des crises écologiques auxquelles nous faisons face (perte de biodiversité, érosion des sols, etc.) et les interconnexions entre ces crises font peser des risques sans précédent sur nos systèmes socio-économiques et financiers. De nombreuses maladies infectieuses récentes ont des origines animales liées à nos modes de vie et de développement. À titre d'exemple, l'agro-industrie et la déforestation (potentiellement propices au développement de maladies infectieuses) font augmenter le risque de pandémie.

Concernant les caractéristiques de la crise ensuite, les crises sanitaires comme environnementales peuvent prendre la forme de « Cygnes Verts »[49], avec trois caractéristiques principales. Premièrement, elles ne peuvent être anticipées sur la base de données historiques telles que celles utilisées dans les outils traditionnels de gestion des risques. Cela pose la question des données qui seraient nécessaires pour que les acteurs financiers puissent mieux intégrer ces nouveaux risques. Deuxièmement, elles sont de plus en plus probables (au regard de ce qu'indique la communauté scientifique) mais leur occurrence reste extrêmement difficile à anticiper (moment, lieu et forme de la crise). Troisièmement et en lien avec le point précédent, elles peuvent générer des effets de cascade quasiment impossibles à modéliser avec précision, du fait des canaux de transmission internationaux particulièrement complexes. Par exemple, la crise du Covid-19 a agi comme une prise de conscience brutale de la vulnérabilité de chaque secteur à des disruptions des chaînes de valeur globales. De même, des risques de pandémies liés à la fonte des glaciers pourraient entraîner des chocs en cascade particulièrement difficiles à anticiper.

49 Cette terminologie fait référence à la théorie des « cygnes noirs » qui traite des évènements à faible probabilité d'occurrence mais aux conséquences exceptionnelles.

Vers une meilleure prise en compte des enjeux climatiques

Pour de nombreux observateurs, la crise du Covid-19 préfigure, par certains de ses aspects, la situation qui pourrait résulter de la matérialisation des risques climatiques dans un futur prochain. De dimension mondiale, une première source de risque climatique est liée à celle d'une transition désordonnée, fruit d'une réaction insuffisante ou trop tardive des autorités publiques ou des principaux acteurs et impliquant des ajustements économiques et financiers brutaux pour atteindre les objectifs climatiques. La seconde source est celle des risques physiques, avec un impact direct sur les biens ou la vie des individus, sur les capacités productives et se traduisant par une augmentation de la fréquence et du coût des évènements climatiques extrêmes.

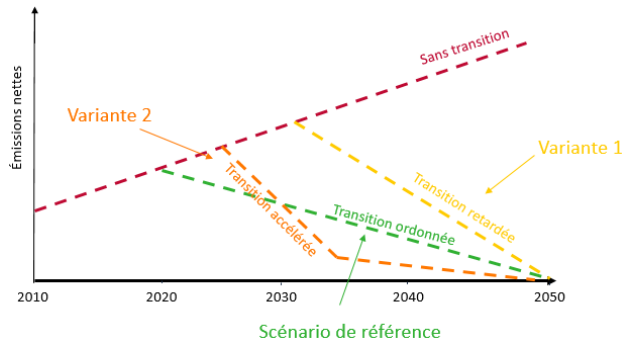
Afin de s'assurer que les institutions financières relevant de son champ de compétence soient suffisamment préparées et en position d'identifier et de mettre en place en place une structure et des modalités appropriées de gestion des risques climatiques, l'ACPR va conduire en 2020 un exercice pilote de stress test climatique dont les principaux résultats seront publiés en 2021. Cet exercice a été préparé en lien avec l'industrie dans le cadre de groupes de travail lancés en avril 2019 et s'effectuera sur la base du volontariat, sans incidence sur le capital réglementaire.

Cet exercice s'appuie notamment sur des scénarios élaborés par le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du secteur financier (le *Network for Greening the Financial System*) et ont été élaborés avec la Banque de France. **Il intègre trois innovations majeures par rapport aux exercices usuels de stress-test conduits par les superviseurs** : c'est tout d'abord un exercice avec un horizon de long terme, conduit sur la période 2020-2050 ; cet horizon implique de laisser aux institutions la possibilité de prendre des décisions de gestion et d'ajuster leurs bilans de façon dynamique face à la matérialisation des risques climatiques ; c'est ensuite un exercice qui prend en compte ces risques de transition et physique au niveau mondial, afin de refléter les expositions internationales des grands groupes financiers français. Enfin, c'est un exercice sectoriel car l'impact du changement climatique et des politiques de transition diffère en fonction des secteurs d'activités, certains bénéficiant des opportunités offertes par la transition écologique tandis que d'autres sont durement frappés par la matérialisation de ces risques.

Pour cet exercice pilote, l'ACPR a retenu trois scénarios de transition et un scénario de risque physique (graphique 4.1 ci-dessous). Les scénarios de transition comprennent : un scénario de référence, proche de la stratégie nationale bas carbone, et deux scénarios de transition défavorables (variantes 1 & 2) sur la période s'étalant de 2020 à 2050. Les deux variantes adverses reflètent des hypothèses différentes quant au calendrier et à l'ampleur des mesures publiques, ainsi qu'en matière de maturité et de coût des développements technologiques pour la production et l'utilisation d'énergie et de leurs possibles effets d'éviction sur les investissements dans les autres secteurs. Chaque scénario combine ainsi des hypothèses différentes liées à: i) à la trajectoire de la taxe carbone ; ii) aux niveaux de productivité totale des facteurs.

Graphique 4.1 : Scénarios de transition et de risque physique inclus dans l'exercice pilote

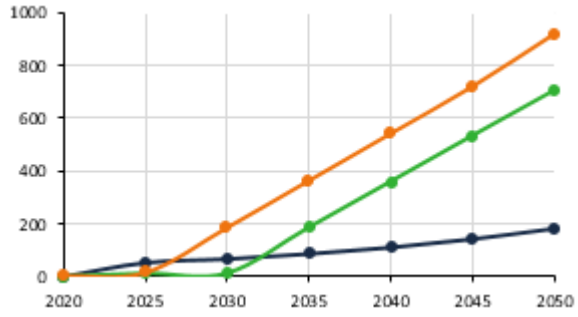
x : axe temporel / y : émissions nettes de carbone



Source : ACPR

Graphique 4.2 : Trajectoires de prix carbone sous-jacentes aux trois scénarios proposés par l'ACPR

x : axe temporel / y : prix de la tonne de carbone en équivalent dollar 2010



Source : ACPR

Ce dernier scénario de « *Business as usual* » (« sans transition » dans le graphique 4.1) est utilisé pour évaluer les conséquences du risque physique : il s'appuie sur le scénario le plus pessimiste en terme de réchauffement climatique (RCP 8.5 – « Representative Concentration Pathways » ou « Profils représentatifs d'évolution de concentration ») et repose sur l'hypothèse que les politiques mises en œuvre sur la période 2025-2050 seront sans effet sur le réchauffement climatique à l'horizon 2050, la trajectoire du réchauffement dépendant des quantités de gaz à effet de serre accumulées dans l'atmosphère au cours des 20 à 25 dernières années.

L'analyse du risque physique s'opérera en deux temps : une évaluation sur les engagements des assureurs, conduite en lien avec la Caisse Centrale de Réassurance (CCR) et tenant compte de quatre types d'aléas climatiques (subductions marines, inondations, sécheresses, et enfin cyclones pour les DOM) ainsi qu'une prise en compte des risques santé et vie (surmortalité liée à l'augmentation de la fréquence et de la durée des épisodes caniculaires et apparition de pandémies vectorielles de type dengue ou zika) en lien avec AON. Dans un second temps, l'impact de l'augmentation des tarifs, de l'évolution des périmètres assurés ou du régime de catastrophes naturelles sur les paramètres de risque des banques (probabilités de défaut et pertes en cas de défaut) sera évaluée à l'aide d'une mesure en sensibilité. Un exercice de cohérence sera également réalisé afin de s'assurer que les actions de gestion considérées par les institutions financières dans le cadre de l'hypothèse de bilan dynamique demeurent compatibles avec la structure de l'économie à financer et à assurer.

La conduite de cet exercice vise à mesurer les expositions et les vulnérabilités du secteur financier français aux différents scénarios climatiques développés en coordination étroite avec l'industrie. Il a vocation en particulier à sensibiliser le secteur des banques et des assurances au risque de changement climatique et à ses conséquences financières, en particulier en les incitant à intégrer une vision à plus long terme dans leurs décisions stratégiques. Enfin, l'un des attendus importants de l'exercice sera l'identification des insuffisances et limites des outils de mesure existants, ainsi que celles des données et indicateurs qui seraient nécessaires pour assurer un suivi et une évaluation pertinente des risques liés au changement climatique pour le secteur financier.

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

Directeur de la publication
Gilles VAYSSET

Directeurs de la rédaction
David ADAM
Emmanuelle ASSOUAN
Jean BOISSINOT
Xavier DENIS

Comité éditorial
Nassira ABBAS, Frédéric AHADO, Clémence BERSON, Pierre BERTHONNAUD, Caroline BIENVENU, Lukas BOECKELMANN, Carine BOUTHEVILLAIN, Barbara CASTELLETTI FONT, Nicolas CHATELAIS, Bertille DELAVEAU, Stéphane DEES, Annabelle DE GAYE, Marie DELORME, Florian DELVA, Pavel DIEV, Julien DOTTER, Thomas FERRIERE, Angélique GASTAUD, Pierre-Yves GAUTHIER, Olivier GONZALEZ, Marie Bénédicte GUIGNAN, Sophie HAINCOURT, Dorian HENRICOT, Julien IDIER, Vincent JAMET, Caroline JARDET, Cristina JUDE, Jean Guillaume MAGRÉ, Nicolas MÊME, Matteo MOGLIANI, Alexis MORENO, Sarah NEVOUX, Marko NOVAKOVIC, Aurore SCHILTE, Arthur STALLA-BOURDILLON, Luis Miguel TAVARES

Traduction et réalisation
Service de l'Édition et des Langages
Direction de la Communication

Dépôt légal
Juin 2020

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